

أساسيات أسواق مستقبلية السلع (1)

أ.د. محمد علي إبراهيم
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة بغداد

م.د. ميثم ربيع هادي
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة كربلاء

المستخلص

إن السوق بالتعريف الواسع جداً " هي المكان الذي يلتقي فيه الباعة مع المشترين، حيث تكشف فيه الأسعار وربما تتناقل فيه الملكية. وهذا التعريف ينطبق على أي سوق صغير " كان أكبر "، كما وينطبق على أسواق المستقبلية في أي مكان. وعموماً " فإن الوظيفة الاقتصادية للتسويق هي إضافة المنفعة الزمانية والمكانية للسلعة أو الموجود. والدور المهم الذي تلعبه أسواق المستقبلية هو تسهيل البعد الزمني للتسويق من خلال السماح للمشتريين والباعة بإبرام الصفقات التي تشترط التسليم في المستقبل. وهذا يتم باستخدام قواعد ولوائح تنظيمية محددة جداً " حاكمة للتداول وهي تستقى من النظام الداخلي للبورصة. هذه القواعد، والطبيعة المنظمة والرسمية للبورصة، وخصائص عقود المستقبلية هي التي جعلت من البورصة مؤسسة فريدة من نوعها. لذا يسعى هذا البحث إلى طرح النظري لأهم أساسيات أسواق مستقبلية السلع. وقد توصل البحث لعدد من الاستنتاجات من أهمها إن سوق مستقبلية السلع تؤدي عدداً من الوظائف المجتمعية التي تلبي بعض الأهداف الاجتماعية. فلو لم تؤدي هذه الوظائف الاجتماعية الهادفة لتلاشت من الوجود منذ زمن طويل. إذ تلبي أسواق المستقبلية احتياجات ثلاثة مجاميع من مستخدمي سوق المستقبلية وهم: أولئك الراغبين بالتحوط، وأولئك الراغبين باكتشاف المعلومات حول الأسعار المستقبلية للسلع وأولئك الراغبين بالمضاربة. وهذا يعني إن الوظائف الثلاث الرئيسية لأسواق المستقبلية هي التحوط واكتشاف السعر والمضاربة. وتوصل البحث لعدد من التوصيات من أهمها ضرورة تلبية كافة المتطلبات الضرورية لإقامة سوق مستقبلية سلع في العراق وتهيئة المناخ الاستثماري المشجع لاستقطاب المؤسسات المالية الدولية التي تلعب دوراً هاماً " في حفز الأنشطة التداولية للسوق وتفعيل حضوره الدولي بدلاً " من تحجيمه وجعله ينكفي على النماذج المحلية الضيقة للأسواق ،

(1) بحث مستل من اطروحة الدكتوراه الموسومة بـ "استخدام خيارات مستقبلية السلع في تحويط المخاطرة السعرية للنفط الخام-دراسة تطبيقية لتحويط المخاطرة السعرية للخام العراقيا المقدمة من قبل ميثم ربيع هادي إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة بغداد كجزء من متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال.

خصوصاً" وان لدى العراق الأساس المادي (في مجال النفط الخام على الأقل) الذي بالإمكان تكيفه لإنجاح مثل هذا المقترح.

1. المقدمة:

إن السوق بالتعريف الواسع جداً" هي المكان الذي يلتقي فيه الباعة مع المشترين، حيث تكشف فيه الأسعار وربما تتأقلم فيه الملكية. وهذا التعريف ينطبق على أي سوق صغير أو كبير، كما وينطبق على أسواق المستقبلات في أي مكان. وعموماً" فإن الوظيفة الاقتصادية للتسويق هي إضافة المنفعة الزمانية والمكانية والشكلية للسلعة أو الموجود. والدور الهام الذي تلعبه أسواق المستقبلات هو تسهيل البعد الزمني للتسويق من خلال السماح للمشتريين والباعة بإبرام الصفقات التي تشترط التسليم في المستقبل. وهذا يتم باستخدام قواعد ولوائح تنظيمية محددة جداً" حاكمة للتداول وهي تستقي من النظام الداخلي للبورصة. هذه القواعد، والطبيعة المنظمة والرسمية للبورصة، وخصائص عقود المستقبلات هي التي جعلت من البورصة مؤسسة فريدة من نوعها. لذا يسعى هذا البحث إلى بيان طبيعة ووظائف أسواق مستقبلات السلع واستكشاف تنظيم هذه السوق وآليات التداول فيها وتشخيص العلامات الفارقة التي تميز عقود مستقبلات السلع عن العقود الآجلة والفورية فضلاً" عن مناقشة تأثير التداول بسوق مستقبلات السلع على السوق الفوري. وبضوء هذه الأهداف الأربعة جرى تقسيم البحث إلى أربعة أقسام كل واحد منها يسعى لتحقيق احد هذه الأهداف.

2. المنهجية:

1.2 المشكلة: تتمحور مشكلة هذا البحث على الأبعاد الآتية:

أ. هل إن سوق مستقبلات السلع تتداول بالسلع المادية الأساس أم بعقود المستقبلات المحررة عليها؟

ب. هل إن لسوق مستقبلات السلع وظائف تؤديها؟ وما هذه الوظائف ولمن تؤديها؟

ج. هل إن للمتعاملين بسوق مستقبلات السلع أصنافاً مختلفة وما آليات التداول بقائلها وإجراءات تنفيذ الأوامر فيها؟ وهل إن لدار التصفية أدواراً" ووظائف تؤديها لناحية تحديد متطلبات الهامش والتسوية اليومية وإغلاق المراكز؟ وهل إن هناك أسلوباً" معيناً للقراءة نشره أسعار مستقبلات السلع؟ وهل إن التداول بأسواق مستقبلات السلع العالمية منظم من الناحية القانونية؟

د. هل تختلف عقود مستقبلات السلع عن العقود السلعية الآجلة والفورية؟

هـ. هل إن التداول بسوق مستقبلات السلع يؤثر على السوق الفوري؟ وهل إن هذا التأثير إيجابي أم سلبي؟

2.2 الأهداف: يسعى البحث لتحقيق الأهداف الآتية:

آ. العرض والنقاش النظري المعرفي لطبيعة ووظائف أسواق مستقبليات السلع عامة" وأسواق مستقبليات الطاقة خاصة".

ب. استكشاف الطبيعة القانونية وهيأتها وجمعياتها المنظمة لعمل أسواق مستقبليات السلع العالمية وتفحص آليات التداول فيها.

ج. تشخيص أهم العلامات الفارقة التي تميز عقود مستقبليات السلع عن العقود السلعية الآجلة والفورية.

د. مناقشة تأثير التداول بسوق مستقبليات السلع على السوق الفوري لناحية استقرار الأسعار في هذا السوق الأخير.

3.2 الأهمية: يستمد هذا البحث أهميته من أهمية موضوعه وكالاتي:

آ. ما توفره سوق مستقبليات السلع من مكان للتداول واكتشاف للسعر وسيولة و ضمانات مالية مكّنت آلاف المتعاملين (من شركات النفط العملاقة إلى تجار المجوهرات بالتجزئة) من العمل بشكل أكثر كفاءة وبالتالي أكثر قدرة تنافسية، وهذا شيء مهم وحيوي في الاقتصاد العالمي اليوم.

ب. يسمح التحوط الذي توفره أسواق مستقبليات السلع بفصل مخاطرة التغير السعري عن المخاطر الناشئة عن وظائف الأعمال الاعتيادية وهو يشبه فصل مخاطرة السرقة أو الحريق عن مخاطر الأعمال الأخرى. وفصل هذه المخاطر يسمح بتعبئتها بطرق خاصة وتحويلها من أولئك الذين يواجهونها لكنهم لا يرغبون بتحملها (المحوظين) لأولئك الذين يرغبون بتحملها (المضاربين).

ج. تعد فرصة تحويل المخاطرة اكبر إسهام مقدم للمجتمع من جانب أسواق مستقبليات السلع. ومن جهة نظر المجتمع فإن التحوط له مزايا هامة. فالمشاريع التي تحقق الربح لكنها تتعرض لمخاطر اكبر مما يرغب مدراءها بتحملة يظل تنفيذها ممكناً. فالمخاطر غير المرغوبة بالإمكان التخلص منها أو تحويلها في أسواق المستقبليات ويحظى المجتمع بالنفع الاقتصادي. وهذه هي أقوى حجة لوجود أسواق المستقبليات. فمن خلال تقديم الوسائل الكفوءة لتحويل المخاطرة لأفراد المجتمع الراغبين بتحملها بكلفة منخفضة، تسهم أسواق المستقبليات بدعم الاقتصاد.

د. إن أسعار مستقبليات السلع تقدم تقديرات جيدة لما ستكون عليه الأسعار الفورية للسلعة الأساس في المستقبل والتي تعد مهمة جداً للعديد من المستخدمين من المنتجين والمعالجين والمتاجرين بالسلع. ولأن أسواق المستقبليات تتداول بعقد نمطي وبتكاليف معاملات منخفضة ودرجة عالية من السيولة فإن مثل هذه الأسواق هي بوابة الدخول المباشر لمعلومات الأسعار. لذا فإن أسواق المستقبليات غالباً ما تقود الأسواق الفورية في اكتشاف الأسعار.

3. طبيعة ووظائف أسواق مستقبليات السلع

Nature and Functions of Commodity Futures Markets

وصفت أسواق المستقبلية بأنها أسواق مزايده عننية مستمرة إن لهدور ا لتصفية احدث المعلومات المتعلقة بالعرض والطلبوا إنها أماكن عالمية يلتقي فيها المشترون والباعة للتداول بقائمة واسعة من الأدوات المالية والسلعية. وهناك أيضا" التداول النشط بخيارات المستقبلية والذي سمح بالمشاركة في أسواق المستقبلية بمخاطرة محدودة ومعلومة سلفا.

(NFA,1999:4)

وبورصات مستقبلية السلع هي مؤسسات قائمة على العضوية وهي غير هادفة للربح. ومقاعد العضوية عادة ما تشتري وتباع وهي تخول مالكةا صلاحية إبرام الصفقات في قاعة تداول البورصة. والمتطلبات الأساسية للعضوية هي الشخصية الموثوقة والمسؤولية المالية.

(Brown and Errera,1987: 87) وعلى

الرغم من إن بعض البورصات تسمح بعضوية الشركات إلا إن اغلب الأعضاء هم من الأفراد. والأعضاء يختارون مجلس الإدارة الذي يختار بدوره الأفراد الذين يديرون البورصة وللبورصة هرمية المؤسسة المكونة من الموظفين والعاملين واللجان. كما إنها تضع القواعد لأعضائها وربما تفرض عقوبات على المنتهكين للقواعد. (Chance,1998:270)

وسوق المستقبلية هو سوق لعقود المستقبلية وليس للسلعة الأساس. وأولئك الذين يتخذون مراكز طويلة يوعدون باستلام السلعة الأساس ويدفعون عند الاستحقاق سعر مستقبلية السلعة، أما الذين يتخذون مراكز قصيرة فهم يوعدون بتسليم السلعة الأساس واستلام سعر مستقبلية السلعة عند الاستحقاق. (Stoll,1979:874-875)

وبالمقارنة مع أسعار الموجودات المالية، كالأسهم والسندات، فإن أسعار السلع تتسم بتحركات موسمية حادة فضلا" عن مستوى عالي من التقلب، كالتقلب الحاد بأسعار النفط الخام، يجعل من استراتيجيات التحوط تحديا" حقيقيا" لمشتري السوق المختلفين. كما إن وصول الأخبار الجديدة، خصوصا" أخبار الحروب والأزمات السياسية، من الممكن إن يكون لها تأثير كبير جدا" على أسعار السلع وخصوصا" النفط. وبظل الحجم المتصاعد لنمو عقود المستقبلية، فإن عقود مستقبلية السلع أصبحت أداة عالية السيولة فضلا" عن كونها أداة تحوط سهلة التداول.

(Benhamou and Mamalis,2003:5)

والجدير بالذكر إن أي صناعة بقدوم وكبر صناعة المستقبلية يجب إن تؤدي عددا" من الوظائف التي تلبى بعض الأهداف الاجتماعية. فلو لم تؤدي هذه الوظائف الاجتماعية الهادفة لتلاشت من الوجود منذ زمن طويل. وتلبى أسواق المستقبلية احتياجات ثلاثة مجاميع من مستخدمي سوق المستقبلية وهم: أولئك الراغبين بالتحوط، وأولئك الراغبين باكتشاف المعلومات بخصوص الأسعار المستقبلية للسلع، وأولئك الراغبين بالمضاربة. وهذا يعني إن الوظائف الثلاث الرئيسة لأسواق المستقبلية هي التحوط واكتشاف السعر والمضاربة. وفيما يلي نقاش لكل منها.

1.3 التحوط Hedging :

منذ مر احلها المبكرة، فان بورصات مستقبلات السلع حققت هدف التحوط ضد تقلبات أسعار السلع الزراعية. فالباعة (المزارعون) والمشترون كانوا يلزمون أنفسهم بالتبادلات المستقبلية للحبوب مقابل مبالغ نقدية معينة. واليوم فان كل من المنتجين والمستهلكين يسعون للتحوط. فالمنتج الذي يخشى من انخفاض أسعار إنتاجه في المستقبل، يحوط إنتاجه من خلال بيع المستقبلات. والمستهلك الذي يخشى من ارتفاع أسعار السلع التي يحتاجها في المستقبل سيحاول التحوط من خلال شراء المستقبلات. (Benhamou and Mamalis,2003:2)

وقد وفرت تكنولوجيا المعلومات الالكترونية والاتصالات أدوات تداول جديدة أفضل من أدوات التداول التقليدية وكذلك وفرت فرص تداول جديدة وأكثر تنوعا. ومثل هذه التطورات ساعدت في جعل أسواق المستقبلات أكثر فائدة لعدد أكبر من المستثمرين وبالتالي فقد أصبحت تستخدم على نطاق أوسع وبشكل أكثر كثافة، ومع أن التغيرات قد حدثت وسوف تستمر بالحدوث إلا إن الهدف الأساس لأسواق المستقبلات يظل قائما" لا يتغير وهو توفير آلية كفاءة لإدارة المخاطرة السعرية. فمن خلال شراء أو بيع عقود المستقبلات التي تحدد السعر الآن لغرض الشراء أو البيع الذي سيحدث في تاريخ مستقبلي لاحق فان المحوطين يكونون قادرين على تحقيق الحماية التأمينية ضد تغيرات الأسعار غير المؤاتية، وهذا هو ما يسمى بالتحوط. (NFA,1999:4)

وتدين أسواق المستقبلات بوجودها لرغبة بعض المستثمرين بالتخلص او تقليل المخاطرة الناشئة من حالة اللاتأكد المهيمنة على أسعار السلعة المستقبلية. (Garbade,1982:311)

ولعل احد أهم الأسباب الأساسية لإقامة أسواق المستقبلات هو تهيئة سوق يتمتع بالسيولة للمحوطين والمضاربين يتبادلون فيه المخاطرة السعرية. فالمحوطون يدخلون في كلا المركزين الطويل والقصير، وبالتالي فان بعضا من المخاطرة يتم تحويلها إلى محوطين آخرين، وتلك التي لا تحول إلى محوطين آخرين يتحملها المضاربون. ومن خلال تقليل تعرضهم للمخاطرة السعرية فان المحوطين يكونون أكثر قدرة على اتخاذ القرارات الدقيقة التي تخص أنشطتهم الأساسية.

(Blank,et.al.,1991:26)

وبالتالي فان الدور الأكثر أهمية الذي تلعبه أسواق المستقبلات هو التحوط. وفي هذا السياق فان التحوط ينظر إليه من قبل الكثير من المستخدمين المحترفين بأنه أداة هامة لمعالجة والتعاطي مع المخاطرة. (Teweles,et.al.,1974:30)

وقد أوضح (Blau,1945) بان بورصات مستقبلات السلع هي أسواق منظمة أقيمت بالخصوص لتسهيل تحويل المخاطرة التي تعزى للتغيرات المستقبلية غير المعروفة بأسعار السلع والتي تنتم بطبيعة معينة بحيث لا يمكن تغطيتها بطرق التأمين العادية. ونظام التداول بالمستقبلات يمّكن المتعاملين الذين يرغبون بتدنيه مخاطرهم السعرية في السوق النقدية من تحييد (Neutralized)

هذه المخاطرة من خلال تحمل مخاطر معاكسة لها في سوق المستقبلية. فالمتعامل بإمكانه تحييد مخاطرة الشراء في السوق النقدي من خلال بيع المستقبلية وبإمكانه تحييد مخاطرة البيع في السوق النقدي من خلال شراء المستقبلية.

(Peck,1977:5-6)

وقد أشار (فان فاكتور، 2004) بان تحويل المخاطرة بأسواق مستقبلية الطاقة المضمونة وعالية السيولة تسمح للمحوظين بتحويط مخاطرة تقلبات الأسعار التي تؤثر بربحيتهم وتخطيطهم لإعمالهم. وبالنسبة للمحوظ، فان النتيجة تكون شكل من أشكال التأمين ضد العواقب المالية الوخيمة التي من الممكن أن تنشأ من أسعار الطاقة المتقلبة.

(VanVactor,2004;23)

وتتيح أسواق المستقبلية للمنتجين والمعالجين ومستخدمي أسواق السلع، وسائل لتميرير المخاطر السعرية المتأصلة في إعمالهم للمتعاملين الراغبين بتحمل هذه المخاطر. بعبارة أخرى إن المستخدمين التجاريين للأسواق بإمكانهم التحوط الذي يعني الدخول في صفقة معاكسة لصفقة السوق النقدي لغرض تقليل مخاطرة الخسائر المالية الناشئة من التغير في السعر وتدنيه تكاليف أدائهم لأعمالهم عبر التحوط. وهذا يفضي إلى نظام تسويق أكثر كفاءة ويساعد في تدنيه التكاليف للمستهلكين.

وتولي بورصات المستقبلية اهتماما بالغا بمسألة توفير أرضية تداول عالية المستوى لجميع المشتركين وتسعى لضمان استمرار السلامة والاستقرار والدقة المالية. وقد بدأت تتطور على نحو مضطرد لتلبي الاحتياجات المتغيرة للمستهلكين والمنتجين وتضيف آليات تداول جديدة ومثيرة لصناعة المستقبلية. على سبيل المثال، منتجي الحليب كانوا همس الحاجة لتحويط مخاطرتهم ضد التقلبات السعرية المستمرة في السوق النقدي. وقد أدركت بورصة شيكاغو التجارية (CME) احتياجات صناعة الألبان وأقامت سوقا" للمشاركين لغرض تحويط إنتاجهم أو احتياجاتهم الشرائية. وشركات كبيرة مثل (Kraft Foods) بإمكانها الآن استخدام المستقبلية للتحوط ضد خسائر السوق النقدي .

(CIG,2004:10)

وبعض الدراسات أظهرت بان أولئك الذين يستخدمون المستقبلية لأغراض التحوط خلال المواسم المختلفة كانت لديهم أنماط دخل أكثر استقرارا" من أولئك الذين لا يقومون بالتحوط. وهم لا يحصلون دائما" على أعلى الأسعار لكنهم لا يحصلون على اقل الأسعار بالمقابل.

فسوق المستقبلية قدم لهم فرصة تحقيق الاستقرار بدخولهم ويسمح لهم بتدنيه هوامشهم التشغيلية للحصول على ميزة تنافسية. وفي الصناعة التنافسية فان هذه المنافع تمرر بالنهاية للزبائن.

(Powers and Vogel,1981:11)

والكثير من مشتركى سوق المستقبلات يتداولون بالمستقبلات كبديل لصفقة السوق النقدي. على سبيل المثال، افترض بان تاجر النفط بالجملة يحتفظ بخزين كازولين كبير وهو بحاجة لهذا الخزين لغرض تجهيز زبائنه من تجار المفرد. فإذا احتفظ التاجر بخزين الكازولين فيتعين عليه تحمل المخاطرة السعرية لتقلب أسعار الكازولين. وكبديل، بإمكانه بيع عقود مستقبلات النفط الخام كبديل لبيع الكازولين نفسه. ومن خلال الاحتفاظ بالكازولين في المخزن وبيع عقود مستقبلات النفط الخام لمقابلة المخاطرة المرافقة لتخزين الكازولين فان تاجر الجملة بإمكانه تقليل مخاطرته السعرية. ولا بد من الإشارة إلى إن تاجر النفط بإمكانه أيضا" استخدام السوق النقدي مباشرة لتقليل المخاطرة من خلال بيع مخزونه الكامل في السوق النقدي. لكن لسوء الحظ فان هذه الطريقة لتقليل المخاطرة السعرية تقضي على أعمال التاجر لأنه لن يعد لديه خزين كازولين والذي يشكل الأساس لممارسته لأعماله. وبذلك فان بيع المستقبلات يعد بديلا" لبيع الخزين الهادف لتقليل المخاطرة. وبالنتيجة فقد استخدمت صفقة سوق المستقبلات كبديل لصفقة السوق النقدي. والتحوط هو الواعز الاجتماعي الأساس لتداول المستقبلات. والمنافع التي تقدمها أسواق المستقبلات تتسع للكثير من قطاعات المجتمع. كما إن للفرص المتاحة أمام المحوطين لتجنب المخاطر غير المقبولة، من خلال الدخول في سوق المستقبلات، مدلولات واسعة للرفاهية الاجتماعية. وبسبب القدرة على تحويل المخاطرة إلى أطراف أخرى عبر سوق المستقبلات فان هذا يعزز النشاط الاقتصادي عامة. وبالطبع فان التحفيز العام للنشاط الاقتصادي يفيد المجتمع ككل.

(Kolb,1997:20-21)

مانتقدم يؤكد بأن الوظيفة الأولى لسوق المستقبلات هي نشر المخاطرة (Risk Spreading)، إذ إن المنتجين والمستهلكين يشترون أو يبيعون عقود المستقبلات التي تثبت سعر الشراء أو البيع المستقبلي والتي تخفض مخاطرة التقلب بالأسعار وتقلل حالة اللاتأكد السابقة للتسليم. على سبيل المثال، منتج النفط الخام ربما يعتقد بان سعر النفط الخام سوف ينخفض في المستقبل. وبذات الوقت فان شركة التكرير ربما تعتقد بان سعر النفط الخام سوف يرتفع.

ومن خلال الدخول في عقد المستقبلات الذي يثبت سعر النفط الخام الذي يجب إرهسّ لم في المستقبل فان كل من المنتج وشركة التكرير بإمكانهما حماية أنفسهما ضد تحركات الأسعار غير المؤاتية. وبنحو بديل ، فان المضارب ربما يكون راغبا بالدخول في عقد المستقبلات سواء مع المنتج أم شركة التكرير ويكون راغبا بتحمل مخاطرة التحرك السعري غير المؤاتي في مقابل إمكانية تحقيق أرباح مضاربة من هذه التغيرات السعرية. ولا بد من الإشارة إلى إن مدى واسع من المشتركين في الصناعة النفطية يستخدمون أسواق المستقبلات. فضلا عن المنتجين وشركات التكرير فان شركات المتاجرة بالنفط والمستخدمين النهائيين للمنتجات النفطية والمؤسسات المالية وصناديق الاستثمار تساهم جميعا في بناء حجم التداول الكبير بهذه الأداة. على سبيل المثال، إن

عددا من شركات الطيران تستخدم مستقبليات النفط الخام لتحويط كلفة وقود الطائرات. وان عددا من مصارف الاستثمار تستخدم مستقبليات النفط الخام والمستقبليات الأخرى ذات الصلة بالطاقة للتحوط ضد التغيرات في تكاليف الطاقة التي تؤثر في الكثير من استثمارات الأخرى.

(DOE,2003:35) 2.3 اكتشاف السعر Price Discovery :

بوجود الكثير من المشترين والباعة المحتملين الذين يتنافسون بشكل حر، فان التداول بالمستقبليات يعد وسيلة كفوءة جدا" لتحديد مستوى سعر السلعة. وهذا ما يشار إليه على نحو شائع بـ" اكتشاف السعر". (CFTC,2003:1)

ويعرف اكتشاف السعر بأنه الكشف عن البيانات المتعلقة بأسعار السوق النقدية المستقبلية عبر أسواق المستقبلية. بعبارة أخرى ان أسعار المستقبلية تقدم تقديرات جيدة لما ستكون عليه الأسعار الفورية للسلعة الأساس في المستقبل والتي تعد مهمة جدا للعديد من المستفيدين.

(UNCTAD,1998:28)

فأسعار المستقبلية للكثير من السلع تلعب دور الأسعار المرجعية الرئيسة لأولئك الذين ينتجون ويعالجون ويتاجرون بالسلعة. وطالما إن الأسعار الفورية والمستقبليات تعكس نفس العوامل المؤثرة بالسعر فان مستوياتها تميل للارتفاع والانخفاض مع بعضها البعض.

(CFTC,2003:2)

هذه الوظيفة يؤديها المتعاملون بالسوق الذين يجلبون للسوق معرفتهم بظروف العرض والطلب الحالية وتوقعاتهم بخصوص المستقبل. وتتغير الأسعار على نحو متكرر نتيجة تعديل المتعاملين لتوقعاتهم أو إعادة تقييمها بالاستناد للمعلومات الجديدة وشراء وبيع عقود المستقبلية تبعا" لهذه التوقعات. ومع بلوغ عقد المستقبلية تاريخ التسليم فان سعر المستقبلية يجب إن يقترب من السعر الفوري أو يساويه .

ولان المستقبلية تتداول في البورصات بالمزايدة العلنية غير المعروفة الأسماء، ولان الأسعار تعلن ويشاهدها الجميع، فان الأسواق تؤدي وظيفة الكشف عن الأسعار. فالأسعار تعلن في قاعة تداول البورصة وتوزع لباعة المعلومات وشركات الأخبار على نطاق العالم مما يعكس التقييم الجماعي للسوق لما يرغب المشترون بدفعه وما يرغب الباعة بقبوله.

(NYMEX,2004:6)

وتقدم أسعار مستقبلية السلع آلية لكشف الأسعار سواء أكانت أسعار حالية أم مستقبلية متوقعة. ويعرف السوق الكفوء بأنه السوق الذي يجسد جميع البيانات العامة والخاصة في تحديد السعر التوازني للسوق. وتعد أسواق مستقبلية السلع أكثر الأسواق كفاءة في عملية اكتشاف السعر. وبمعنى إن السعر المحدد للسلعة في سوق المستقبلية يعد أفضل مقياس للسعر الفعلي الحالي والمستقبلي.

(Parcell and Pierce,2000:1)

ويسهل اكتشاف السعر قرارات الإنتاج والاستهلاك وبالتالي يسهم في التخصيص الأمثل للموارد على مر الزمن.

على سبيل المثال إذا ما كانت أسعار عقود المستقبلات البعيدة الاستحقاق أعلى بكثير من أسعار العقود قريبة الاستحقاق فان مثل هذه المعلومة ستشجع الاستهلاك في الأجل القصير وتزيد الإنتاج في الأجل الطويل. (Malliaris,2003:5) وقد

أسهمت آلية اكتشاف السعر في تقليص عدد الشركات المتاجرة بالطاقة. وقبل مجيء أسواق مستقبلات الطاقة، كانت الشركات المتاجرة بالطاقة تقدم خدمات الوساطة من خلال متابعة أسعار الطاقة المعلنة في الأسواق المختلفة والاستعداد الدائم للشراء والبيع بأسعار مميزة. فمستخدمو المنتجات، وبسبب افتقارهم لخبرة البحث عن اقل الأسعار، كانوا يحصلون على المنتجات من الشركات المتاجرة بالطاقة وبهذه العملية تدفع سعرا أعلى مما لو لم تكن هذه الشركات موجودة. وهذه الأسعار العالية تمرر للجمهور. ومع مجيء أسواق المستقبلات فان الجميع أصبحوا يعرفون أسعار النفط الخام وزيت التدفئة والكاؤولين بحيث أصبحت هناك فرصا اقل بكثير لتحقيق الأرباح متاحة أمام شركات المتاجرة بالطاقة. والنتيجة كانت خروج الكثير من هذه الشركات التجارية خارج ميدان الأعمال. من جانب آخر، وقبل مجيء أسواق مستقبلات الطاقة، فان صغار المستخدمين وشركات النفط الصغيرة كانوا يعتمدون على المجهزين الرئيسيين للمنتوج وكانوا يعتمدون على الأسعار المعلنة لتحديد السعر. وحاليا فان هذه الشركات الصغيرة أصبحت في موقع تفاوضي أفضل مقابل مجهزيها لأنها أصبحت في موقع يمكنها من معرفة الأسعار السوقية الحالية للمنتوج. (Brown and Errera,1987:103-104)

والجدير بالذكر إن الدور المعلوماتي لأسعار المستقبلات هو عبارة عن خدمة متاحة للجميع¹، بمعنى إن الكثير من الجهات تستفيد من هذه الخدمة مجانا" تقريبا". فالمنتجون المحترفون ينظرون لأسعار المستقبلات بوصفها إشارات سوقية تفيدهم في توقيت المبيعات. والتجار الذين يتداولون بسوق المستقبلات يكشفون عن معلوماتهم عبر التداول وبالتالي فان معلوماتهم تصبح عامة بصورة غير مباشرة. لذلك تقوم أسواق المستقبلات بمهمة نقل المعلومات من أولئك الذين يملكونها لأولئك الذين يحتاجونها. وقبل ظهور أسواق المستقبلات فان الكثير من الأسواق كانت عرضة لتقلبات موسمية أو دورية كبيرة. والسبب الرئيس لهذه التغيرات السعرية الكبيرة كان عدم امتلاك التجار الضمان لتحقيق العائد المجزي مقابل تخزين السلعة. وبالنتيجة كانوا يحتفظون بخزين اقل أو أكثر من الأمثل. وقد صحح سوق المستقبلات هذا الاختلال التسويقي، وهو يضمن الآن (عبر تحديده للأسعار) تخزين القدر الأمثل من السلع مثل النفط والحبوب لتجهيزها فيما بعد

(1) حتى لغير المتعاملين بسوق المستقبلات، فمعلومات أسعار أسواق المستقبلات متاحة للجميع مقابل ثمن الصحيفة. (Kolb,1997:115).

للسوق بشكل مستمر. (Blank,et.al.,1991:26) وقد أصبح سوق المستقبلية آلية اقتصادية وكفاءة لتحسين تدفقات المعلومات في السوق. هذه التدفقات تتعلق بالأسعار وحجم التداول وتوقعات مشتركي السوق التي تسمح بمساهمة سوق المستقبلية في تعزيز المنافسة. وسوق المستقبلية يعكس بكمال اكبر المدى المتاح من معلومات السوق ويجسد هذه المعلومات بطريقة ليس بمقدور الأسواق الفورية القيام بها. وبعضا" من هذه الميزة يتأتى من حقيقة أن المشاركة بأسواق المستقبلية هي اكبر عادة من المشاركة بالأسواق الفورية. فبظل رأس المال نفسه يكون بإمكان المتعامل بالمستقبلية السيطرة على موجودات بقدر ثلاثة أضعاف مايمكن السيطرة عليه في السوق الفوري الذي يواجهه فيه متطلبات مالية أعلى . كما إن المتعامل بالمستقبلية بإمكانه البيع القصير بأسواق المستقبلية دون الحاجة أولا" لاقتراض الموجود ودفع الثمن.

(Powers and Vogel,1981:10-11)

والواقع إن أسواق مستقبلية النفط هي من أولى الأسواق التي تتأثر بإطلاق المعلومات الجديدة. إلا أن السيولة العالية والتنظيم المكثف لأسواق المستقبلية هذه تسمح باستيعاب المعلومات الجديدة بشكل أكثر كفاءة مما في الأسواق الفورية المناظرة.

(Malliaris,2003:24)

3.3 المضاربة Speculation :

إن الوظيفة الأخرى لأسواق المستقبلية هي المضاربة. والمضارب هو المتعامل الذي يدخل سوق المستقبلية في إطار السعي لتحقيق الربح وبذلك يتقبل الزيادة في المخاطرة. وربما يبدو من الغريب وصف فرص المضاربة بأنها خدمة للمجتمع، لكن الأمر ليس كذلك. فالفرق الرياضية المحترفة تتيح للأشخاص فرسا" للمضاربة من خلال الرهان على نتائج المباريات سواء أكان هذا العمل قانونيا" أم غير قانوني. لكن الفرق الرياضية هي ليست موجودة أصلا" لكي يكون بإمكان الأشخاص المراهنه على نتائجها ، إنما الفرص للرهان هي من الآثار (وربما من الفوائد) الجانبية لوجود الفرق الرياضية. وهذه الحالة هي مشابه لما هو موجود في أسواق المستقبلية. فأسواق المستقبلية هي ليست موجودة أصلا" لأجل تقديم إمكانات المضاربة، إنما هي من الآثار الجانبية لوجود أسواق المستقبلية ولعلها من الفوائد الايجابية. إذ إن الآثار الجانبية لوجود المضاربة هي تعزيز السيولة التي تساعد السوق في أداء وظائفه بشكل أكثر فاعلية .

(Kolb,1997:115)

وما يميز مضاربة سوق المستقبلية عن مضاربة السوق النقدي هو إن المضارب ليس بحاجة للحيازة الفعلية للسلعة أو اقتراضها، فهو يبيع (أو يشتري) عقد مستقبلية السلعة متى ما اعتقد بان سعر هذا العقد سينخفض (وسيرتفع) في المستقبل من نون إن يتحمل تكاليف الاحتفاظ بالسلعة.

(Levy and Sarnat,1994:641)

والجدير بالذكر إن مضاربة المستقبلات هي خطرة لكنها ربما تكون مجزية إذا كان بالإمكان توقع اتجاه التحركات المستقبلية لسعر السلعة بدقة. على سبيل المثال، افترض بان تحليل الطقس اقنع المضارب بان أشهر الشتاء القادمة ستكون ادفأ من العادة، وهذا سيدفع أسعار زيت التدفئة لانخفاض كنتيجة لتراكم المخزونات غير المباعة. وبالإمكان المضاربة على هذا التوقع عبر بيع مستقبلات زيت التدفئة. وبافتراض إن المضارب اتختمركز قصير ابعشرة عقود مستقبلات وبسعر (55) سنتا للكالون، فان هذا يعني بان القيمة الكلية للمركز القصير هي \$231000 (10 عقود × 42000 كالون للعقد × \$0.55 للكالون). وعند استحقاق العقد، إذا أصبح سعر زيت التدفئة (50) سنت للكالون، فإمكان المضارب شراء (420000) كالون لغرض تسليمها وتلبية التزام المستقبلات وربحه سيكون (5) سنتات للكالون أو \$21000 (10 × 42000 × 0.05). وبالطبع إذا ارتفع سعر زيت التدفئة بمقدار (5) سنتات للكالون فان خسارته ستكون (\$21000) بدلا من الربح. وهذا يؤكد بان المضاربة بالمستقبلات خطرة لكنها مجزية إذا كانت التوقعات دقيقة.

(Corrado and Jordan, 2000:462)

4. التنظيم وآليات التداول في أسواق مستقبلات السلع

The Regulation and Trading Mechanics of Commodity Futures Markets

يتناول هذا الجزء الجوانب التنظيمية لأسواق مستقبلات السلع وآليات التداول فيها. وهو يشتمل على بيان طبيعة المتعاملين في السوق بحسب أصنافهم المختلفة وقاعة التداول وإجراءات تنفيذ الأوامر فيهلوا. يوضح دور ووظائف دار التصفية من ناحية تحديد متطلبات الهامش والتسوية اليومية وإغلاق المراكز. ثم بيان كيفية قراءة نشرة أسعار مستقبلات السلع وبعد ذلك طرح بعض الجوانب التنظيمية لأسواق المستقبلات.

1.4 المتعاملون بسوق مستقبلات السلع Commodity Futures Market's Traders

هناك نوعان من المتعاملين بسوق مستقبلات السلع، وهم المتعاملون المتواجون ماديا في قاعة تداول السوق ويتداولون بعقود المستقبلات في الحلبات المخصصة لها وهؤلاء هم الأعضاء (Members)، أما النوع الثاني فهم المتعاملون غير الأعضاء (Non-Members) بسوق المستقبلات الذين لا يحق لهم الدخول إلى قاعة التداول ويتداولون بالمستقبلات عبر السماسرة الأعضاء. وفيما يلي نقاش للنوعين.

أ. الأعضاء بسوق مستقبلات السلعة Members of Commodity Futures Market

إن عقود المستقبلات تشتري وتباع بحرية لكن للمتاملين الأعضاء في سوق مستقبلات السلع فقط. (Francis, 1993:550)

وحصر التداول بالأعضاء يمكن البورصة من العمل بكفاءة، إذ إن التداول بين الأعضاء الزملاء يمكن إن يكون أسرع وأرخص من التداول بين الأشخاص الذين لا يعرفون بعضهم البعض كما

يحدث غالبا" في الأسواق الفورية (النقدية) التي لا تشترط العضوية.بالإضافة لذلك فان جميع الأعضاء يتشاطرون هدفا" مشتركا"يتمثل بالنجاح المالي للبورصة لان ذلك يصب في مصلحتهم من خلال زيادة قيمة عضويتهم. (Malliaris,2003:15)

إذ إن أسواق مستقبلات السلع هي مؤسسات قائمة على العضوية وغير هادفة للربح.وكل سوق يحدد عددا" معيناً" للأعضاء⁽¹⁾.والعضوية تمنح عادة للأشخاص،لكنه في حالات معينة ربما تسجل الشركات والشراكات والتعاونيات لتمنح امتيازات عضوية معينة.

(Khoury,1984:152)

ويتداول الأعضاء بقاعة السوق بشكل مباشر أما غير الأعضاء فأنهم يتداولون عبر السماسرة الأعضاء في السوق مقابل عمولة.وتمويل السوق يتم عن طريق المستحقات والضرائب على الأعضاء وكذلك تكاليف المعاملات التي تفرضها السوق على المشتركين.ويتوجب على كل عضو تلبية معايير المسؤولية المالية والمركز الائتماني والسمات الشخصية.والسوق هي منظمة ذاتيا"،فالأعضاء ينتخبون المجلس الذي يحظى بسلطة الإشراف على تطبيق القواعد وتشكيل اللجان وتوظيف العاملين وانضباط الأعضاء الخ .

(Brown and Errera,1987:6-7)

وعضوية البورصة (Exchange Membership)،التي تسمى المقاعد (Seats) أيضا"،تتداول في سوق نشطة مثل الموجودات الأخرى.ويظهر الجدول (1) أسعار المقاعد في بورصات المستقبلات الرئيسة في الولايات المتحدة الأمريكية.

الجدول (1) أسعار المقاعد (العضوية) لبورصات المستقبلات الأمريكية الرئيسة

البورصة	سعر المقعد
بورصة شيكاغو التجارية (CME)	\$585000
مجلس تجارة شيكاغو (CBOT)	\$625000
بورصة نيويورك التجارية (NYMEX)	\$500000
بورصة القهوة والسكر والكاكاو (CSCE)	\$140000
بورصة نيويورك للظن (NYCE)	\$86000

Source: Kolb, Robert W., Understanding Futures Markets,5th ed.,UK:Blackwell Publishers,1997:4

(1) ان بوصة النفط الدولية (IPE) مكونة من(70)عضوا(أو مقعدا) يتمتعون بحق التصويت (Horsnell and Mabro, 1993:49).اما بورصة نيويورك التجارية فهي مكونة من (816) عضو يتمتعون بحق التصويت (Brown and Errera, 1987: 7).

وكما توحي الأسعار فان هذه المقاعد هي موجودات رأسمالية ثمينة. وقيمتها هي أيضا "عرضة للتقلب الدراماتيكي" وأسعار هذه المقاعد تعتمد بشكل أساس على حجم التداول الحالي والمتوقع¹. وأعضاء البورصة لديهم الحق في التداول بالبورصة وحق التصويت على عمليات البورصة. كما ويعمل الأعضاء في لجان لتنظيم عمليات البورصة ووضع القواعد وأداء وظائف التدقيق والعلاقات العامة والإدارة القانونية والأخلاقية للأعضاء. واغلب الموظفين الإداريين بالبورصة يديرون العمل الاعتيادي للبورصة ويقدمون التقارير للأعضاء.

(Kolb,1997:4)

ولكل مقعد مشتري فان المشتري مخول بتعيين أكثر من شخص واحد⁽²⁾ ليمثله في قاعة التداول. والشركات الكبرى غالبا ما يكون لديها أكثر من مقعد واحد. وعدد الأشخاص الموجودين فعليا في القاعة هو عموما "اقل بكثير من عدد المقاعد. ولغرض تقييم سعة المشاركة في السوق فانه من الأفضل عادة تفحص قائمة الشركات الناشطة في القاعة بدلا من العدد الإجمالي للمقاعد. وقد تغيرت عضوية العديد من البورصات بشكل كبير خلال السنوات القليلة الماضية نتيجة لتطورين. التطور الأول: هو إن عدد الأعضاء قد انخفض بسبب انخفاض أجور السمسرة والتي جعلت التداول عبر السمسرة اقل كلفة وبالتالي أصبحت العضوية اقل جاذبية.

والتطور الثاني: هو تغير المشتركين في التداول بالسلع من التجار المتخصصين إلى الوسطاء الماليين. وهذا أدى إلى الانخفاض في عدد دور التداول الأعضاء في البورصات بينما ازداد عدد شركات السمسرة والمصارف الأعضاء وقد زادت كثيرا أهميتهم في أسواق مستقبلات السلع. كما وحصل تطور ثالث في بورصتي مستقبلات الطاقة (NYMEX) و(IPE). ففي غالبية عقد الثمانينيات كان يسيطر على هاتين البورصتين تجار النفط المستقلين أو ما يسمى بشركات التكرير (وول ستريت) (مصارف الاستثمار مثل Goldman , Morgan Stanley). وشركات النفط الكبيرة في ذلك الوقت كانت مهتمة جدا "بعقود السعر الثابت طويلة الأجل. لكن في السنوات الأخيرة تزايد دور شركات النفط (BP) و(Shell) و(Elf) و(TOTAL) التي تعمل كشركات وساطة لإطراف ثالثة (أي إبرالصفقات نيابة عن مستوردي ومصدري الدول النامية) وهذا التطور لا يخلو من المخاطرة بالنسبة للمصدرين الذين ربما يخفضون بشكل كبير من قوتهم السوقية عبر استخدام شركة النفط كوسيط لإدارة المخاطرة بدلا من الاستعانة بسمسار مستقل . (UNCTAD,1998:17-18) وهناك ثلاث تصنيفات للأعضاء المتعاملين بعقود المستقبلات وهي كالآتي:

(2) للمزيد من التفاصيل عن أسعار مقاعد بورصات مستقبلات السلع، انظر: (Chiang,et.al.,1987:1-12).

(3) يحق للعضو في بورصة النفط الدولية تعيين اربعة متعاملين كحد أقصى ليمثلوه في قاعة التداول (Horsnell and Mabro,1993:49).

1.التصنيف بحسب الفئات العامة للمتعاملين بالمستقبليات General Classes of Futures Traders

إن جميع المتعاملين بقاعة بورصة المستقبليات هم إما سماسرة العمولة (Commission Brokers) أو محليين (Locals). سماسرة العمولة وببساطة ينفذون الصفقات لجهات أخرى وليس لأنفسهم. والسماسر يمكن ان يكون رجل أعمال مستقل ينفذ الصفقات لأفراد أو مؤسسات أو يمثل شركات السمسرة الرئيسية. وفي صناعة المستقبليات فان شركات السمسرة هذه تسمى سماسرة المستقبليات بالعمولة (Futures Commission Merchant-FCM). وسماسر العمولة ينفذ صفقات زبائن (FCM). وسماسرة العمولة يحققون الربح من خلال اقتطاع عمولة¹ على كل صفقة. بالمقابل المحليون هم أفراد يتداولون من حسابهم ولحسابهم الخاص. وهم يحاولون تحقيق الربح من خلال شراء العقود بسعر معين وبيعها بسعر أعلى. تداولهم هو الذي يوفر السيولة للجمهور العام. والمحليون يتحملون المخاطرة ويجنون المكاسب من مهاراتهم في التداول بالمستقبليات. ولان المتعامل بالمستقبليات يمكن إن يكون محليا أو (FCM) فان الصراع عادة يظهر بين ولاء المتعاملين لأنفسهم وبين مصالح زبائنهم. على سبيل المثال، ربما يدخل المتعاملون بالتداول المزوج الذي يتداولون فيه لأنفسهم بوصفهم تجارا" ولآخرين بوصفهم سماسرة. والتداول المزوج (Dual Trading) أصبح مثار جدل في السنوات الأخيرة. وتؤكد البورصات بان سوء استخدام التداول المزوج هو نادر. زيادة على ذلك فهي تدعي بان التداول المزوج يوفر السيولة للسوق. وقد تم وضع بعض المحددات والقيود على التداول المزوج.

(Chance,1998:278-279)

وما تقدم يعني بان المتعاملين في الحلبة هم التجار (المحليون) والسماسرة. وان هناك من يؤدي هاتين الوظيفتين في آن واحد عبر ما يسمى بالتداول المزوج.

(Kolb,1997:4)

سماسر المستقبليات بالعمولة (FCM) هو شركة وساطة تجارية بين سماسرة العمولة في حلبة التداول وبين زبائنهم. ومن الناحية القانونية فان (FCM) يحصل على ترخيص لأداء أعماله من هيئة التداول بمستقبليات السلع (CFTC) التي تراقب وتشرف على نشاطه. اغلب سماسرة المستقبليات لديهم عضوية بالبورصة أو لديهم علاقات عمل مع أعضاء في جميع بورصات السلع النشطة. وبعضهم يشكل جزءا مكتملا لدور السمسرة الكبيرة ودور الصيرفة الاستثمارية. وبعضهم شركات تابعة تمارس اغلب أعمالها في السوق النقدي. والخدمات التي يقدمها (FCM) تضم نظام

(1) العمولة تغطي صفقة مستقبليات كاملة بمركزها الطويل والقصير (Round Turn) أي شراء العقد ومن ثم بيعه أو العكس. وتدفع العمولة عادة وقت عكس العقد (Brown and Errera 1987:14).

الاتصالات لنقل الأوامر والبحث وتصميم استراتيجيات التداول وتنفيذ التداولات وخدمات مسك السجلات. (Powers and Vogel,1981:29)

وشركات السمسرة تتعامل مع أوامر الشراء والبيع من أنحاء العالم كافة. والمتعامل الفردي ربما يبعد آلاف الأميال عن البورصة التي يتداول فيها. ومع ذلك وبسبب شبكات الاتصال عالية الكفاءة التي تديرها البورصات وشركات السمسرة فإن المتعاملين يحصلون على المعلومات الفورية تقريبا عن التطورات في البورصات. (Brown and Errera,1987:15)

وشركات السمسرة الرئيسية (مثل Merrill Lynch و Fenner and smith و Pierce) تساعد الجمهور العام في التداول بالمستقبليات. وبعض الشركات الكبرى (مثل Morgan Stanley و Goldman Sachs) تخصص في مساعدة المشتريين الأكبر للسلع⁽¹⁾. (Francis,1991:756-757)

من جانب آخر، تجار القاعة (Floor Traders) أو المحليين هم عادة جزء من نشاط بورصة المستقبليات في الولايات المتحدة، لكنهم يشكلون في المملكة المتحدة ظاهرة حديثة نسبيا. فقد سمح لهم بالعمل في بورصة سلع لندن في منتصف الثمانينيات (UNCTAD,1998:14). وهم يصنفون في الغالب كمضاربيين⁽²⁾. (MGEX,2001:5)

ويسهمون بشكل كبير في سيولة السوق عبر الشراء والبيع المستمر طوال جلسة التداول. ومن خلال توفيرهم لرأسمال تداول خاص بهم، فإنهم يكونون راغبين بتحمل المخاطر في إطار سعيهم لتحقيق الربح.

(CME,2004:15)

أما سمسرة القاعة (Floor Brokers) أو سمسرة العمولة فإنهم أعضاء مستقلون ببورصة مستقبليات السلع لذلك يطلق عليهم اسم المستقلين أيضا، ويؤدون أدوارا مختلفة. فبعضهم مضاربون يدعمون سيولة السوق من خلال تفسير معلومات السوق ومعالجة الفجوات في الأوامر الخارجية التي تتفاوت في الحجم والتوقيت من خلال اتخاذ مراكز لحسابهم الخاص. والبعض محوطين يساعدون الزبائن في إدارة المخاطر التي يواجهونها. وبعضهم محوطين ومضاربون في آن واحد. (Francis,1991:754)

(1) مجموعة شركات السمسرة الكبرى ترفض فتح حساب أي زبون لا يودع على الأقل مليون دولار كوديعة مبدئية. بالمقابل فإن المجموعة الأخرى من الشركات تفتح حسابات زبائن بودائع مبدئية صغيرة. ونتيجة لهذه السياسات فإن لدى (Merrill Lynch) آلاف الزبائن الصغار بينما لدى الشركات الكبرى عدد أقل من الزبائن لكن بثروة أكبر (Francis,1991:757).

(2) إن تسمية المحليين جاءت نتيجة قيام بعض الباحثين بتصنيف المضاربيين إلى نوعين: مضاربيين داخليين يضاربون داخل قاعة التداول، ومن هنا جاءت تسمية المحليين، ومضاربيين خارجيين يضاربون خارج قاعة التداول. والمحليين يتحملون تكاليف معاملات صغيرة جدا مقارنة بالخارجيين (Brown and Errera,1987:40).

2. التصنيف بحسب إستراتيجية التداول Classification by Trading Strategy

بالإمكان تصنيف المتعاملين أيضا" بحسب الاستراتيجيات التي يستخدمونها إلى محوطين ومضاربين. فالمحوظ لديه مركز بالسوق الفوري. بمعنى انه ربما يمتلك سلعة أو ربما يخطط أو ملزم لشراء أو بيع السلعة في المستقبل. والتحوط كإجراء هو اتخاذ مركز بعقد المستقبليات معاكس للمركز الفوري هدفه تقليل المخاطرة السعرية للمركز النقدي أو الفوري. والتحوط هو نشاط مهم في أي سوق مستقبليات. بالمقابل يحاول المضاربون تحقيق الربح من خلال تخمين اتجاه السوق. وفئة المضاربين تضم المحليين وآلاف الأفراد والمؤسسات خارج قاعة البورصة. وهم يلعبون دورا" مهما في السوق من خلال توفير السيولة التي تجعل التحوط ممكنا"، وتحمّل المخاطرة التي يحاول المحوطين التخلص منها .

(Chance,1998:279)

ففي مقابل المحوطين المتجنبين للمخاطرة هناك المضاربون المتقبلون للمخاطرة. وعلى الرغم من إن المضارب يكره المخاطرة أيضا" إلا انه محترف، مثل شركة التأمين، يتقبل الكثير من المخاطر في كل من الشراء والبيع لان هذه المخاطر يلغي بعضها البعض الآخر عبر الصفقات المتعددة والمتنوعة.

(Francis,1976:386)

والمضارب يشتري عقد المستقبليات الذي يرغب المحوظ ببيعه وهو لايرغب باستلام السلعة المادية من عقد المستقبليات إنما يأمل تحقيق الربح من تغير سعر عقد المستقبليات ومن ثم التخلص من مركز العقد بصفقة عكسية. وحينما يبرم المضارب صفقة عكسية ويبيع عقد المستقبليات لطرف آخر، فان هذا المشتري الثاني ربما يكون محوظا ثانيا يربغ بشراء عقد المستقبليات بقصد التحوط. وبالتالي فان المضاربين يقومون بسلسلة من الصفقات المنوعة لمحافظهم وبهذه العملية يساعدون في جعل أسواق المستقبليات أكثر سيولة، ومشتروا وباعة التحوط يمررون المخاطر التي يسعون إلى تجنبها للمضاربين. والمضاربون الذين بإمكانهم توقع الأسعار بشكل صحيح يجب إن يحققوا الربح وبذات الوقت يوفروا فرصا" للمحوطين. ولكن إذا لم يتساوى عدد مشتري التحوط مع عدد باعة التحوط (وهذا نادرا" ما يحصل) فان المضارب يظل يحتفظ ببعض عقود المستقبليات الطويلة والقصيرة غير المحوطة. وفي مثل هذه الحالات فان المضاربين يأملون بان تكون توقعات الأسعار التي استندت إليها قراراتهم صحيحة. والواقع إن بورصات مستقبليات السلع شهدت نموا" لأكثر من قرن من الزمان مما يؤكد بان الأطراف في هذه العقود عادة ما يستفيدون منها.

(Francis,1993:561-562)

والمضاربون يتعاملون مع التغيرات بمستويات الأسعار المتوقعة عبر الزمن. وهم عادة لا يملكون أو لا يستخدمون السلعة النقدية التي يتداولون بعقدها. فالربح من مراكز المستقبليات هو دافعهم الوحيد للتداول. وبالتالي فهم يساعدون في تحمل المخاطرة السعرية كما يساعدون في إنتاج

المعلومات على الأحداث المستقبلية التي ربما تكون مهمة في التأثير على سعر السلعة. والمضارون يعملون كمراجحين أيضا. والمراجعة تشير إلى الشراء والبيع المتزامن لنفس الأداة في أسواق مختلفة لتحقيق الربح من الأسعار غير المتساوية. والمراجون هم الذين يضمنون تقارب الأسعار الفورية مع أسعار المستقبلات عند الاستحقاق. وحينما تختلف الأسعار الفورية عن أسعار المستقبلات بأكثر من كلفة المراجعة فستكون هناك فرصة لتحقيق ربح خالي من المخاطرة. وهم يحركون الأسعار باتجاه التوازن المناسب .

(Powers and Vogel,1981:31)

ويكسب المضارون عيشهم بالشراء والبيع المستمر لعقود المستقبلات لغرض تحقيق الربح من تغيرات الأسعار. ورغبتهم للشراء والبيع المتكرر تجعل أسواق المستقبلات أكثر سيولة.

(Francis,1993:558)

وتوضح هيئة التداول بمستقبلات السلع بان للسعر دورا توازنيا. بعبارة أخرى حينما يكون عرض السلعة اكبر من الطلب عليها فان الأسعار تميل للانخفاضوا إذا لم يلب العرض الطلب فان الأسعار تميل للارتفاع وتقدير ظروف العرض والطلب هو التحدي الذي يواجهه مشتري السوق. ومحلي أسواق السلع استنتجوا بان المضاربين يلعبون دورا "أساسيا" في التداول بالمستقبلات. فهم مصدر السيولة المباشرة للأسواق والتي هي سمة السوق النشط باستمرار. ويميل المضارب المنفرد للتداول بعدد من العقود اقل من عدد العقود التي يتداول بها المحوط، كما يميل لاتخاذ مراكز سوقية لمدة زمنية اقصر، بالتالي ربما تكون هناك حاجة للعديد من المضاربين لعكس أمر محوط كبير واحد. والجدير بالذكر إن عدد العقود التي بإمكان كل مضارب الاحتفاظ بها (حدود المركز) يخضع لقيود البورصة والهيئات المشرفة عليها.

(CFTC,2003:4)

ويدخل المضارون سوق المستقبلات حينما يتوقعون تغير الأسعار. فإذا توقع المضارب ارتفاع الأسعار فانه سيرغب باستغلال الفرصة من خلال شراء عقود المستقبلات. وإذا كانت توقعاته صحيحة فبإمكانه بيع العقود لاحقا" وتحقيق الربح. إذا توقع انخفاض الأسعار فسيرغب ببيعها الآن وإذا تحقق ما خطط له فانه يشتريها فيما بعد بسعر اقل.

(COT,2003:19)

وفضلا عن المضاربة للمضاربين فان الكثير من المتعاملين هم محوطون يتداولون بالمستقبلات لتقليل تعرضهم للمخاطرة. والمحوطون هم في الغالب منتجون أو مستخدمون رئيسيون للسلعة المعنية. على سبيل المثال، المحوطون في الحنطة ربما يشملون مزارعي الحنطة وافران الخبز. ويلاحظ بان هؤلاء المحوطين لا يحتاجون بالضرورة لامتلاك الحنطة حينما يقومون بالتحوط. فالمزارع ربما يحوط من خلال بيع حصاده المتوقع عبر سوق المستقبلات. وهذا يمكن إن يحصل حتى قبل إن يقوم المزارع بالزراعة. وعلى نحو مشابهه فان القرن الذي يخبز بالنهاية

حصاد الحنطة للمزارع ربما يحوط الحاجة المتوقعة للحنطة قبل أشهر من الحاجة الفعلية للحنطة. لذلك فإن التحوط هو شراء أو بيع المستقبلات كبديل مؤقت لصفقة السوق النقدي. وفي الغالب فإن المحوطين هم غير موجودين بأنفسهم في قاعة البورصة. بل أنهم يتداولون عبر شركة السمسرة التي توصل الأمر للحلبة ليتولى سمسار القاعة تنفيذه (Kolb,1997:5). والواقع إن احد أسباب وجود مستقبلات السلع هو وجود من يمارس عملاً نشطاً "بتلك السلع. على سبيل المثال، هناك عقد مستقبلات خشب لان هناك منتجوا خشب يبيعون الخشب وشركات تشتري الخشب. والمحوط يخطط لشراء أو بيع السلعة ويشترى أو يبيع عقد المستقبلات لتثبيت السعر والحماية ضد ارتفاع أو انخفاض الأسعار.

(Options University,2003:16-17)

بمعنى إن التحوط هو اتخاذ مركز بعقد المستقبلات معاكس للمركز المتخذ أو الذي من المتوقع إن يتخذ بالسوق النقدي. وهدف المحوط هو تخفيض التعرض للمخاطرة من خلال حماية نفسه ضد التغيرات السعرية غير المتوقعة.

(VanHorne,1998:566)

بالمقابل يتخذ المضارب، بالاستناد لتوقعاته، مراكز بأسواق المستقبلات (دون إن يكون لديه مراكز معاكسة بالسوق النقدي) ويتحمل المخاطر في إطار السعي لتحقيق الأرباح .

(VanHorne,2001:149)

وقد أوضح (Telser,1958) بان هناك نوعين من المحوطين في سوق المستقبلات، المحوطين القصار والمحوطين الطوال. عموماً الشركة التي تشتري (أو تنتج) السلعة النقدية وبذات الوقت تباع مستقبلات السلعة تعد شركة تمارس التحوط القصير. والمحوط الطويل ربما يكون معالج للسلعة الخام والذي يبيع السلعة المعالجة في المستقبل ويشترى مستقبلات السلعة الخام، والأمثلة على هذين النوعين هي المزارع ومطحنة الحبوب (أو منتج النفط وشركة التكرير). طبيعة المخاطر التي يتحملها المحوطون الطوال والقصار هي مختلفة. فالمحوط القصير يحتفظ بالخزين ويتحمل مخاطرة احتمال انخفاض السعر في المستقبل وهذا المحوط تزداد مخاطرته من جراء الاحتفاظ بالخزين. لكن إذا قام بتحويط مخزونات ببيع عقود المستقبلات فبإمكانه تجنب مخاطرة انخفاض السعر في المستقبل. كما إن وجود أسواق المستقبلات قدم للمعالج طريقة بديلة لتجنب المخاطرة السعرية. فبغياً سوق مستقبلات المواد الأولية يكون بإمكان المعالج تجنب مخاطرة الارتفاع بسعر المواد الأولية من خلال شراء المواد الأولية وتخزينها لغاية تسليم منتجاته المعالجة المباعة بعقد آجلة. وبظل سوق المستقبلات، وبدلاً من الاحتفاظ بخزين المواد الأولية، فبإمكانه إبدال المخزونات بعقود المستقبلات وبذلك يحتفظ بمخزونات اصغر ويظل يتجنب المخاطرة السعرية.

(Peck,1977:112-114)

ويؤكد (Johnson,1960) بان الخاصية الأساسية لتحويط المخاطرة السعرية للسلع هي إن المحوط يؤدي أنشطته في سوقين،احدهما السوق النقدي أو الفوري والآخر هو سوق المستقبلات. (Johnson,1960:139)

وحالما يغلق المحوط مركزه بالسوق النقدي فلن يعود بحاجة لتحوط سوق المستقبلات.

(Howells and Bain,2000:290)

وأيا كانت إستراتيجية التحوط،فان القاسم المشترك هو إن المحوطين يرغبون بالتخلي عن فرصة الاستفادة من التغيرات السعرية المؤتية في سبيل الحصول على حماية ضد تغيرات الأسعار غير المؤتية.وجاذبية التداول بالمستقبلات تتمثل بحقيقة إن تحقيق الربح من انخفاض الأسعار (عبر بيعها) هو سهل بقدر سهولة تحقيق الربح من ارتفاع الأسعار (عبر شراؤها).ويوضح الجدول (2)أسباب شراء و بيع عقود المستقبلات من قبل المحوطين والمضاربين . (NFA,1999:10-11)

إذ يحاول المضارب تحقيق الربح من التغير بسعر المستقبلات،ولكي يقوم بذلك فان المضارب سوف يتخذ مركزا طويلا أوقصيرا بعقد المستقبلات اعتمادا" على توقعاته لتحرك السعر المستقبلي.بالمقابل فان المحوط يرغب بتجنب تقلب السعر من خلال تثبيت سعر شراء الموجود الأساسي عبر المركز الطويل بعقد المستقبلات أو تثبيت سعر البيع من خلال المركز القصير. وبالنسبة فان المحوط يمرر مخاطرة تقلب الأسعار للمضارب الذي يتمتع بقدرة أفضل أو على الأقل لديه رغبة اكبر بتحمل هذه المخاطرة. (Eun and Resnick,2001:209)

الجدول (2) أسباب شراء وبيع عقود المستقبلات من قبل المحوطين والمضاربين

المتعامل المحوط	أسباب شراء عقود المستقبلات	أسباب بيع عقود المستقبلات
المضارب	تثبيت السعر وبالتالي الحصول على حماية سعريه ضد ارتفاع الأسعار	تثبيت السعر وبالتالي الحصول على حماية سعريه ضد انخفاض الأسعار
	لتحقيق الربح من ارتفاع الأسعار	لتحقيق الربح من انخفاض الأسعار

Source:NFA,A Guide to Understanding Opportunities and Risk in Futures Trading,1999:11

وعلى الرغم من تناقض غايات المحوطين والمضاربين،إلا إن السوق بحاجة لهذين اللاعبين الرئيسيين لتوليد السيولة. (Kissler and Pozzi,2004:163)

إذ إن التفاعل بين المحوطين و المضاربين الذين يسعى كل منهم لتحقيق أهدافه الخاصة يساعد في جعل الأسواق نشطة وتنافسية وعلى درجة عالية من السيولة (NFA,1999:5).ولكي تكون أدوات إدارة المخاطرة كفوءة وفاعلة فان أسواق المستقبلات بحاجة لمزيج متوازن من المحوطين والمضاربين. (NYMEX,2004:3)

Classification by Trading Style

3. التصنيف بحسب أسلوب التداول

إن المتعاملين بالمستقبليات بالإمكان تصنيفهم أيضا" بحسب أسلوب التداول الذي يستخدمونه. وهناك ثلاثة أنماط تداول مميزة وهي المضاربة الآنية (Scalping) والتجارة اليومية (Day Trading) وتجارة المراكز (Position Trading). فالمضاربون الآنيين (Scalpers) يحاولون تحقيق الربح من التغيرات الصغيرة بسعر العقد، وهم نادرا" ما يحتفظون بمراكزهم لأكثر من دقائق معدودات⁽¹⁾. فهم يتداولون باستخدام مهاراتهم في تحسس اتجاه السوق قصير الأجل ومن خلال الشراء بسعر والبيع بسعر أعلى منه. وهم يقظون باستمرار لدفق الأوامر الداخلة والاتجاهات قصيرة الأجل. ولأنهم يعملون بظل تكاليف معاملات منخفضة جدا" فيإمكانهم تحقيق الربح من التحركات الصغيرة بأسعار العقد. وتحقيق عدد كبير من الأرباح السريعة والصغيرة يشار إليه بالمضاربة الآنية. أما التجار اليوميين (Day Traders) لا يحتفظون بمراكزهم لأكثر من يوم واحد. ومثل المضاربين الآنيين، فهم يحاولون تحقيق الربح من التحركات السوقية قصيرة الأجل. لكنهم يحتفظون بمراكزهم لمدة أطول بكثير من المضاربين. لكنهم لا يرغبون بتحمل مخاطرة الأخبار غير المؤتية التي ربما تحدث أثناء الليل أو في عطل نهاية الأسبوع. إما تجار المراكز (Position Traders)، فأنهم يحتفظون بصفقاتهم مفتوحة لأوقات أطول بكثير من المضاربين والتجار اليوميين. ويعتقد تجار المراكز إن بإمكانهم تحقيق أرباح من خلال انتظار التحرك السوقي الكبير. وهذا ربما يستغرق عدة أسابيع أو ربما لا يحصل على الإطلاق، وهذه الأصناف الثلاثة من المتعاملين هي ليست متعارضة، فالمضارب ربما يستخدم أي من هذه الأساليب في صفقاته. (Chance,1998:280)

هؤلاء المتعاملون هم من المضاربين وليس المحوطين وفي الغالب يتخصصون بسلع معينة. وقد يكونوا أعضاءً بالبورصة يتداولون في القاعة بشكل مباشر أو ربما يضاربون عبر شركات السمسرة كونهم ليسوا أعضاء.

(Options University,2003:15)

واغلب تجار القاعة (المحليين) هم مضاربون آنيين (CBOT,2001:2). ويمارسون مايشبه مهمة صناعة السوق (Market Making). (Malliaris,2003:18) لكنهم غير مجبرين على القيام بذلك وهذا هو مايميزهم عن صناع السوق.

(Sharpe and Alexander,1990:598)

فإذا وصل أمر كبير للشراء أو البيع لقاعة السوق فإن المضارب يمتص بعضا" من الأمر بامتياز سعري صغير (يحصل عليه بسعر اقل في حالة الشراء وبسعر اكبر في حالة البيع) ومن ثم يعيد تغذيته للسوق تدريجيا" وبسرعة. فهو يرغب بتحقيق أرباح صغيرة جدا" من خلال التداول على

(1) أشار (Silber,1984) بان الأفق الزمني لتداول المضاربين الآنيين يتراوح (1-3) دقائق. ويحصلون على عوائدهم مقابل السيولة التي يوفرونها (Malliaris,2003:22). إذ أنهم يبيعون عقود المستقبلية التي اشتروها بمجرد تحرك أسعارها بجزء من السنة (CME,2004:27).

أساس التقلبات السعرية الصغيرة جدا". وبهذه العملية فإن المضارب يزود السوق بالسيولة. أما التاجر اليومي فإنه يقوم بصياغة إستراتيجية في الصباح فيستهل المركز ويغلقه قبل انتهاء التداول على عكس تاجر المركز الذي يتخذ المراكز الطويلة أو القصيرة بالمستقبلات لأيام أو حتى لأسابيع. فهم يحاولون التنبؤ واستغلال ميزة الاتجاهات السعرية المتكررة في السوق. وفي العادة يكون لدى تاجر المراكز الناجحين رأس المال الكافي جدا" لتحمل بعض الخسائر إلى إن يتحقق الاتجاه العام المتكرر المتوقع وهم يصنفون ضمن المضاربيين الخارجيين.

(Brown and Errera,1987:40)

لذلك فإن لأنشطة هؤلاء المضاربيين تأثيرا بالغ الأهمية على كفاءة وسيولة سوق المستقبلات وبدونهم لن يؤدي السوق وظيفته.

(Khoury,1984:161)

ب. المتعاملون خارج قاعة بورصة المستقبلات Off-Floor Futures Exchange Traders إن المتعاملين بمستقبلات السلع الذين هم ليسوا أعضاء بالبورصة يجب إن يتداولوا عبر السماسرة.

(Francis,1993:557)

وهذه المجموعة تضم آلاف الأفراد والمؤسسات. والمؤسسات تضم المصارف والوسطاء الماليين وبنوك الاستثمار والصناديق التعاونية وصناديق التقاعد والمؤسسات الأخرى. فضلا عن ذلك فإن بعض المنتجين والعديد من الأفراد يتداولون بعقود المستقبلات بشكل نشط. ومدى هذه المشاركة خارج قاعات أسواق المستقبلات ازداد بشكل كبير في السنوات الأخيرة. فضلا عن أولئك الذين يشاركون بشكل مباشر في التداول، فإن القانون الفيدرالي الأمريكي يعترف وينظم مشتركين آخرين، سمسار التقديم واستشاري التداول بالسلع، ومدير صندوق السلع، والزميل فسمسار التقديم (Introducing Broker, IB) هو شخص يجتذب الأوامر من زبائن الجمهور العام للتداول بعقود المستقبلات. وهؤلاء لا ينفذون الأوامر لأنفسهم ولا لشركاتهم إنما يتعاقدون بالباطن مع (FCMs) للقيام بذلك. ويتقاسم كل من (IB) و (FCM) العمولة. أما استشاري التداول بالسلع (Commodity Trading Advisor, CTA) فهو شخص أو شركة تحلل أسواق المستقبلات وتصدر تقارير وتقدم النصح والمشورة وتضع التوصيات لشراء أو بيع العقود. ويجني الاستشاريون الأجور مقابل خدماتهم لكنهم لا يتداولون بالعقود لأنفسهم بالضرورة. أما مدير صندوق السلع (Commodity Pool Operator, CPO) فهو شخص أو شركة تجتذب الأموال من الجمهور وتجمعها وتستخدمها للتداول بمستقبلات السلع. ويربح مدير الصندوق من خلال الحصول على نسبة من الموجودات المكونة للصندوق وفي بعض الأحيان عبر عمولات المبيعات. والزميل (Associated Person, AP) هو شخص زميل لأي من الأفراد أو المؤسسات أعلاه أو أي من الشركات الأخرى التي تمارس أعمال التداول بالمستقبلات.

(Chance,1998:281)

2.4 قاعة وحلبة التداول بمستقبليات السلع **Trading Room and Pit of Commodity Futures** لدى اغلب بورصات مستقبليات السلع قاعة أو قاعتا تداول كبيرتان، وكل قاعة تحوي العديد من حلبات (Pits) أو حلقات (Rings) التداول وكل حلبة تخص عقد مستقبليات سلعة معينة، لكن طريقة التداول هي نفسها في جميع الحلبات. والتداول يتم في هذه الحلبات داخل القاعة. وأعضاء البورصة الذين يرغبون بشراء أو بيع المستقبليات يذهبون إلى حلبة التداول المناسبة والوقوف فيها وجهاً لوجهه ومباشرة النداء المفتوح (Open Outcry) والتأشير بالأيدي بإشارات نمطية تعبر عن نياتهم بإبرام الصفقات. (Francis,1991:753-754)

ومن المهم إدراك حقيقة إن البورصة بحد ذاتها لا تحدد أسعار السلع المتداولة، إنما تحدد الأسعار بالمزايدة العلنية المفتوحة والمستمرة في قاعة البورصة من قبل الأعضاء الذين يعملون بالنيابة عن زبائنهم أو الشركات التي يمثلونها أو أنفسهم. عملية المزايدة هذه تسمى النداء المفتوح، والتي تشتمل على إصدار أصوات عالية من قبل المتعاملين الأعضاء داخل البورصة. والفارق الكبير بين المزايدة الاعتيادية التي يعلن فيها المزايد الوحيد أعلى سعر للشراء وبين النداء المفتوح للبورصة هو إن الأفراد لا يتنافسون فقط لغرض الشراء إنما لغرض البيع أيضاً. وما يميز النداء المفتوح هو انه يسمح لأفضل أسعار الشراء والبيع بالبروز فقط. فإذا كان المتعامل راغباً بدفع أعلى سعر للشراء فإنه يعلن ذلك للمتعاملين الآخرين ويتم تجاهل جميع أسعار الشراء الأدنى من ذلك. وبحسب قواعد البورصة وبحسب القانون ليس هناك من يستطيع إن يشتري بسعر دون أعلى سعر للشراء وليس هناك من يستطيع إن يبيع بسعر أعلى من أدنى سعر للبيع لشخص آخر. وهذا يحافظ على أقصى كفاءة ممكنة للسوق. وهذه المزايدة العامة لكن المجهولة الزبائن توفر باستمرار سعراً مرجعياً "مقبولاً" على نطاق واسع للسلعة الأساس وهذا هو جوهر اكتشاف السعر. (NYMEX,2003:9-10)

حلبات أو حلقات التداول هي عبارة عن مساحات ثمانية⁽¹⁾ الأضلاع مرتفعة عن الأرض بسلاسل نازلة من كل ضلع من الأضلاع الثمانية، ويتسع قطرها كلما ابتعدت عن المركز. هذه السلاسل يقف عليها السماسرة والتجار احدهم مقابل الآخر. (Brown and Errera,1987:7)

والمعاملون الذين يلبسون بزات (سترا) بألوان مميزة مختلفة يقفون في حلبات التداول. ويومئ بعضهم للبعض الآخر ويستخدمون في ندائهم لبعضهم البعض لغة خاصة مشفرة يفهمونها لتنفيذ أوامر الشراء والبيع في حلبة التداول. الأعضاء يرتدون البزات (الستر) الملونة ويقفون بالقرب من بعضهم ويضغطون على مفاتيح حواسيبهم المحمولة لينقلوا تغيرات الأسعار لشبكة البورصة ولشركات الأخبار السلوكية وباعة المعلومات الذين يطلعون بقية العالم على مستجدات السوق.

(1) أو دائرية (Ritter,et.al.,2000:154) أو متعددة الأضلاع (Chance,1998:284).

(NYMEX,2003:11)

ولا تتداول عقود المستقبلات هي نفسها في قاعة التداول، بل إن هناك بطاقات تداول هي التي تمثلها في القاعة. وهناك بطاقة ملونة مختلفة لكل سلعة وإن جميع أعضاء البورصة يحملون تشكيلة متنوعة من بطاقات التداول الملونة المختلفة وأسمائهم مطبوعة عليها. والصفقات تستكمل متى ما التقى المشتري والبائع مع بعض في الحلبة وانفقوا على الأسعار نفسها ونفس أشهر التسليم ونفس الكميات في بطاقات التداول المناسبة خاصتهم ومن ثم يحملون البطاقات لأحد الموظفين الكتابيين في قاعة التداول. ولكل سلعة هناك عقود مستقبلات بأشهر تسليم مختلفة وأسعار هذه العقود هي مختلفة لكل شهر تسليم. لذلك تدرج أسعار مستقبلات السلع لكل شهر تسليم على لوحة تسمى لوحة السلعة (Commodity Board). ويتم تحديث هذه اللوحة أولاً بأول من قبل موظفي البورصة. (Francis,1991: 754 –755)

وكل عرض شراء أو بيع العقد يجب إن ينادى به بشكل علني مما يفضي إلى عملية تبدو للناظر من الخارج وغير المطلع وكأنها مستشفى مجانيين تسودها الفوضى.

(Brown and Errera,1987: 7)

لكن المطلّع عن كثب يجد بأن هناك نظاماً متقناً ورائعاً لهذه العملية. فكل فرد وكل إيمائه وكل قصاصة تمرر للكاتب وكل بطاقة تحوي أرقاماً مكتوبة لها غاية أو غرض. وكل سمسار يحمل بطاقة كتب عليها اسم مكون من حرفين أو ثلاثة أو أربعة حروف، والتي تستخدم لتعريفهم للسماسة وموظفي البورصة الآخرين. وبعض السماسرة يلبسون ستراً بألوان مميزة بحيث يكون من السهل إيجادهم من بين الحشد المتواجد في قاعة التداول. والواقع إن العديد من الشركات تلزم موظفيها بلبس السترات الخاصة بالشركة لغرض تسهيل تناقل الأوامر.

(NYMEX,2003: 11-12)

وحينما يتفق المشتري والبائع على شروط العقد فإن الموظفين الكتابيين يعلنون مباشرة آخر سعر على لوحة السلعة الالكترونية الموجودة على جدار قاعة التداول. كما ترسل أسعار الصفقة مباشرة سلكياً إلى لوحات قاعات دور السمسرة والبورصات الأخرى حول العالم.

(Francis,1991: 754)

والجدير بالذكر إن عملية النداء العلني المفتوح نفسها لاتقل أهمية عن التتميط في تعزيز سيولة السوق. فجميع الأوامر التي تخص عقد معين توجه صوب حلبة واحدة. وعمليات الشراء والبيع تتم بالنداء المفتوح. (Ritter,et.al.,2000: 154)

وبمقتضى نظام النداء المفتوح فإن أي عضو يرغب بشراء أو بيع عقد مستقبلات يتعين عليه إن يعلن شفهيّاً الأمر والسعر الذي يرغب التداول به. وبذلك فإن جميع الموجودين بالحلبة يحاطون علماً بالأمور هذا يمكّن من حصول المزايدة العلنية التي تنتهي بتنفيذ الأمر بأفضل سعر ممكن.

(Sharpe and Alexander،1990: 598)

فالمعامل الذي يعلن عن عرض للشراء سوف ينادي بعدد العقود المطلوبة للشراء أولاً ثم السعر. والمعامل الذي يعلن عن عرض للبيع فإنه ينادي بسعر البيع أولاً ثم عدد العقود المعروضة للبيع. والسعر عادة ما يتم اختصاره. وبالتالي فإن المتعامل الذي يرغب بشراء أربعة عقود مستقبلية ذهب ديسمبر بسعر (\$403.20) فإنه ربما ينادي "4" بـ "20". الرقم (20) يشير إلى (20 سنت) لان الرقم الصحيح (\$403) يدركه ويعرفه الجميع. كما ويستخدم النظام المعقد وإشارات الأيدي للدلالة على أسعار الشراء وأسعار البيع. والمعامل الذي يعلن سعر الشراء أو سعر البيع يتوجب عليه التداول مع أول متعامل تقبّل للإشارات. ومن ثم فإن كل متعامل يسجل عدد العقود ونوع العقد وتاريخ التسليم والسعر واسم شركة التصفية في الجانب الآخر من الصفقة والحروف الأولى من اسم المتعامل الآخر. وهناك الآن أنظمة التداول المؤتمت بالمستقبلية. وبطل 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. والمعامل الآخر يجلس أيضاً عند إحدى المحطات الطرفية ويؤشر رغبته بالبيع بسعر المشتري من خلال الضغط على المفتاح المناسب. وبعض بورصات مستقبلية أمريكا الشمالية الرئيسة تستخدم حالياً هذا النوع من الأنظمة خارج ساعات التداول الاعتيادية وبعض البورصات الأوروبية تستخدمه لجميع التداولات.

(Hull،1998: 32-33)

وتستخدم بورصة نيويورك التجارية نظام النداء المفتوح¹ للتداول بعقود مستقبلية النفط الخام والسلع الأخرى، فضلاً عن نظام التداول الإلكتروني بعد إغلاق قاعة التداول، بينما تخطط بورصة النفط الدولية لإيقاف التداول بالحلبة والتحول إلى نظام التداول الإلكتروني بالكامل.

(DOE،2003: 37)

ولابد من الإشارة إلى إن للتداول الإلكتروني ميزتين وقصورين بالمقارنة مع تداول النداء المفتوح. الميزة الأولى: إن التداول لا ينعصر بالضرورة بوقت محدد وان التداول (24) ساعة باليوم أصبح ممكناً. والميزة الأخرى هي إن أولئك الذين يتداولون بالبورصة بشكل مباشر لن يعودوا بحاجة للوجود المادي في قاعة البورصة فيما كانهم التداول من أي مكان في العالم. والقصور الأول لنظام التداول الإلكتروني هو إن هناك فرصاً قليلة للمحليين. فالمحليون يعتمدون إلى حد كبير على قدراتهم في تفسير ما يسمعونه ويشاهدونه حولهم وعلى علاقاتهم مع الآخرين في حلبة التداول. والنظام المحوسب يجعل المشاركة بالتداول أقل جاذبية للمحليين. ولأن هؤلاء يوفرون جزءاً

(1) ان نظام النداء المفتوح هو تقليد منذ (140) عاماً وما زال معتمداً في العديد من البورصات. وهذا يعكس بالأساس رغبة أعضاء البورصة بالإبقاء على النظام الذي يشاركون فيه ويستمتعون به كل يوم. لذلك فإن العديد من البورصات طورت أنظمة تداول الكتروني تستخدم فقط خلال الساعات التي تكون فيها البورصة مغلقة (Chance،1998: 284).

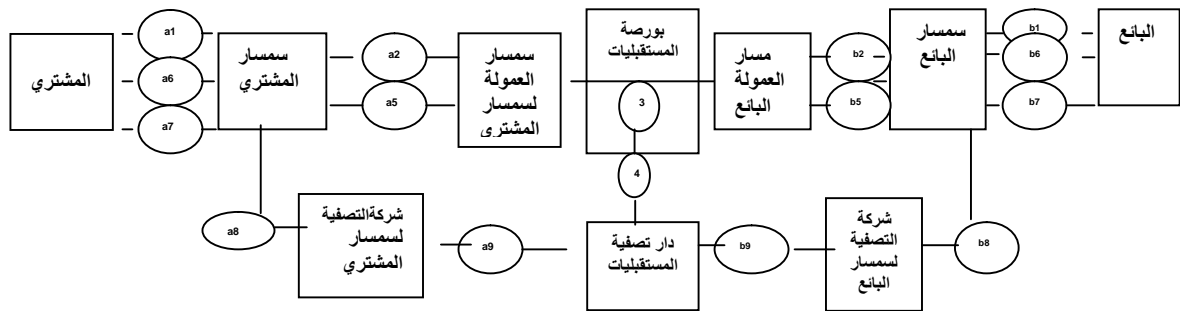
كبيراً من السيولة النهارية لبورصات المستقبليات فإن غيابهم من المحتمل إن يفضي إلى مشاكل أكثر للمتعاملين في إغلاق مراكزهم وبالتالي يكونون ملزمين بقبول أسعار أقل إيجابية" وتفضيلاً. والقصور الآخر إن التداول لـ (24) ساعة يجعل نشاط وسيولة التداول أقل بالضرورة في أوقات معينة من اليوم وهذا يعني بأن السوق بالإمكان التلاعب به بسهولة في تلك الأوقات. (UNCTAD،1998: 16)

وبغض النظر عن نظام التداول المستخدم سواء أكان نداء مفتوحاً أم الكتروني، فإن كلا النظامين قائم على مبدأ المزايدة العلنية التي يطلع فيها الجميع على أسعار الشراء و البيع المعروضة وصولاً لأفضل سعر توازني. (CME،2004: 2)

3.4 دار التصفية Clearing House

إن مفهوم دار التصفية كوسيط و ضامن لكل صفقة هو ليس قديماً كقدم أسواق المستقبليات نفسها. فأول دار تصفية أسست في عام (1925) في مجلس تجارة شيكاغو. ودار التصفية هي مؤسسة مستقلة وحملة أسهمها هم شركات التصفية الأعضاء فيها. وكل شركة تحتفظ بحساب هامش لدى دار التصفية ويجب إن تلبية معايير الحد الأدنى من المسؤولية المالية. وفي كل صفقة هناك مشتري (الطويل) وهناك بائع (القصير).

وفي غياب دار التصفية فإن كل طرف سيكون مسئولاً أمام الطرف الآخر. فإذا نكل الطرف الأول فإن الطرف الآخر سيكون لديه مطلوب بلا قيمة. وتلعب دار التصفية دور الوسيط في كل صفقة. فهي تضمن للمشتري بأن يفي البائع بالتزاماته وتضمن للبائع بأن يفي المشتري بالتزاماته. والحسابات المالية لدار التصفية تحتوي قيوداً منفصلة للعقود المشتراة وشركات التصفية المعنية بها، والعقود المباعة وشركات التصفية المعنية بها. ويلاحظ بأن دار التصفية تتابع فقط الشركات الأعضاء لديها. والشركات بدورها تتابع حسابات زبائنها من الأفراد والشركات. فجميع هؤلاء يجب إن تكون لديهم حسابات لدى شركة التصفية أو لدى الشركة التي لديها حساب في شركة التصفية. ويوضح الشكل (1) تدفق الأموال والمعلومات عند إبرام صفقة المستقبليات وعند تصفيتها. (Chance،1998: 285)



صفقة المستقبليات المشتري والبائع يبلغان سمسارتهما بإبرام (a1)(b1) سمساري المشتري والبائع يطالبان سمساري العمولة التابعين لهم بتنفيذ الصفقة (a2)(b2)

على السعر سمساري العمولة يلتقيان في حلبة البورصة ويتفقان (3)

معلومات الصفقة تعلن لدار التصفية (4)

سمساري العمولة يبلغان السعر الذي اتفقا عليه لسمساري المشتري والبايع (a5)(b5)

حصلا عليه للمشتري والبايع سمساري المشتري والبايع يبلغان السعر الذي (a6)(b6)

المشتري والبايع يودعان الهامش لدى سمسارتهما (a7)(b7)

شركات التصفية التابعين لها سمساري المشتري والبايع يودعان الهامش لدى (a8)(b8)

شركتي التصفية تودعان الهامش لدى دار التصفية (a9)(b9)

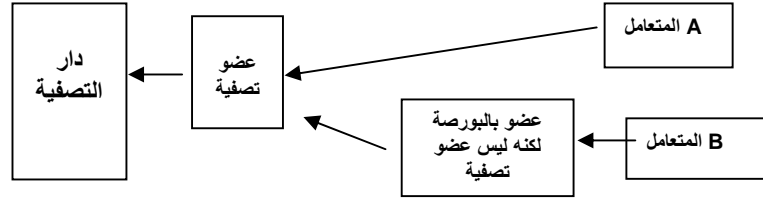
الشكل (1) إبرام الصفقة في بورصة المستقبلية

Source: Chance, Don M., An Introduction to Derivatives,
4thed., Forth Worth: The Dryden Press, 1998:286

وليس جميع الأعضاء بالبورصة هم أعضاء في دار التصفية. وعضو البورصة الذي هو ليس عضو تصفية يتعين عليه فتح حسابوا إيداع الأموال لدى عضو التصفية لغرض تصفية تداولاته. (Hull,1998:34)

وهذه الأموال هي بمثابة ضمانة تؤكد بأن لدى العضو الإمكانية المالية التي تدعم أنشطته التداولية، فضلا عن أعضاء الأفراد، فان شركات السمسرة هي أعضاء لدى دار التصفية في كل سوق. وشركات السمسرة بدورها تطالب زبائنها الذين يتداولون بعقود المستقبلية بإيداع وصيانة الهامش مقابل مراكزهم بالمستقبلية. (Brown and Errera,1987:7)

وهذا يعني إن كل زبون لديه حساب هامش لدى شركة السمسرة أو (FCM). وهذا الأخير يجب إن يكون لديه حساب هامش لدى عضو التصفية. وهذا الأخير يجب إن يكون لديه حساب هامش إجمالي لدى دار التصفية. ويظهر الشكل (2) تدفقات الهامش النقدية للمتعامل الذي ربما يتداول عبر عضو التصفية أو عبر عضو البورصة الذي هو ليس بعضو تصفية.



الشكل (2) التدفقات النقدية للهامش

Source: Kolb, Robert W., Understanding Futures
Markets, 5thed., UK: Blackwell Publishers, 1997:11

وفي الشكل فإن المتعامل (A) يتداول عبر السمسار الذي هو عضو تصفية. وفي هذه الحالة فإن المتعامل (A) يودع أموال الهامش لدى عضو التصفية الذي يودع الهامش لدى دار التصفية. أما المتعامل (B) فهو يتداول عبر السمسار الذي هو عضو بالبورصة لكنه ليس عضو تصفية. وفي هذه الحالة فإن المتعامل (B) يودع أموال الهامش لدى سمساره الذي يودع الهامش بدوره لدى عضو التصفية الذي يتولى مهمة إيداع الهامش لدى دار التصفية. وسواء أكان التداول بشكل

مباشر عبر عضو التصفية أم غير مباشر عبر عضو البورصة غير الحاصل على عضوية التصفية فأن هذا لايشكل أمرا" مهما جدا. (Kolb,1997:11)

ودار التصفية هي مؤسسة منفصلة عن البورصة لكنها عاملة فيها،وفي كل بورصة هناك دار للتصفية.وهي مسؤولة عن تسجيل وتسوية جميع صفقات المستقبلات وضمن سلامة الأداء المالي لكل صفقة.وجميع صفقات المستقبلات تتم تصفيتها عبر الدار بنهاية كل يوم تداول وكل عضو بالبورصة ليست لديه عضوية تصفية يتعين عليه تصفية صفقاته عبر عضو التصفية ويدفع عمولة مقابل هذه الخدمة.وعادة ما تكون المتطلبات المالية الضرورية لعضوية دار التصفية اكبر من المتطلبات المالية لعضوية البورصة.كما إن الدار مسؤولة عن مقابلة المراكز المفتوحة في جميع حسابات المتعاملين في البورصة بنهاية كل يوم تداول.

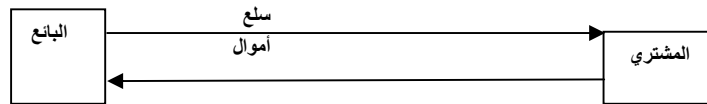
(Blank,et.al.,1991:10)

وتقوم دار التصفية،المكونة من أعضاءالبورصة أصحاب رؤوس الأموال الكبيرة،نفسها بشكل تلقائي كطرف ثالث في جميع صفقات المستقبلات،بمعنى أنها تتوسط بين البائع والمشتري بحيث أنها تصبح المشتري لكل بائع والبائع لكل مشتري. (Ritter,et.al.,2000:154)

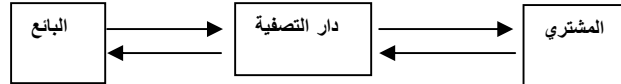
ويوضح الشكل (3) وظيفة التوسط التي تؤديها دار التصفية في سوق المستقبلات. فبدون دار التصفية،يتعين على كلا الطرفين التعامل مع بعض وتكون التزاماتهم مباشرة مع بعضهم البعض.ويوجد دار التصفية فان كل طرف لديه التزامات تجاه الدار،وهذه الأخيرة هي التي ستضمن وفائهم بالتزاماتهم.ويسبب دار التصفية فان طرفي التداول ليسوا بحاجة للثقة ببعضهم البعض ولاحتى معرفة بعضهم البعض.إنما يتعين عليهم الاهتمام بموثوقية دار التصفية. وعلى أية حال فان دار التصفية هي مؤسسة مالية برأسمال كبير جدا" وفشلها في توفير الضمان لطرفي التداول يؤدي إلى تدمير سوق المستقبلات.وفي تاريخ التداول بالمستقبلات في أمريكا فان دار التصفية كانت تعمل دائما" كما هو العهد بها، وبالتالي فان مخاطرة النكول المستقبلي لدار التصفية هي صغيرة جدا.

(Kolb,1997:7-8)

الالتزامات بغياب دار التصفية



الالتزامات بوجود دار التصفية



الشكل (3) وظيفة التوسط لدار التصفية في أسواق المستقبلات

Source: Kolb, Robert W., Understanding Futures Markets, 5th ed., UK: Blackwell Publishers, 1997:8

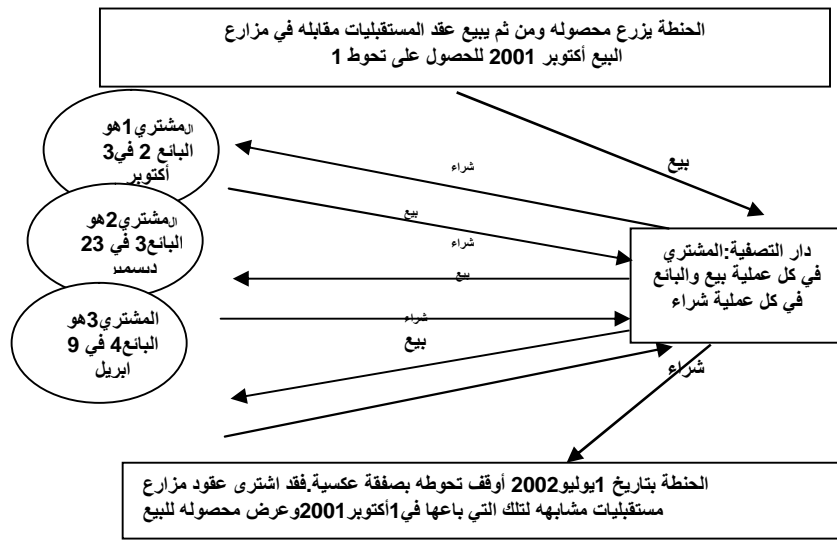
وفضلا عن العمل كوسيط لتسهيل تدفق الصفقات فان دار التصفية تضمن تنفيذ جميع عقود المستقبلية حتى وان قام احد الأطراف بالنكول. فحينما ينكل احد أطراف عقد المستقبلية فان دار التصفية تتحمل التكاليف الضرورية لتنفيذ العقد. وهذا الشرط يحرر المتعاملين بالمستقبلية من متابعة والتحري عن الموقف الائتماني لبعضهم البعض في كل مرة يقومون فيها بالتداول وهذا يمنح العقد السيولة. وتتولى دار التصفية مهمة مقاضاة الطرف الناكل لتعويضها عن الأضرار بعد تنفيذها للعقد بدلا" عنه. (Francis,1991:756)

كما وتضمن الدار السلامة المالية للبورصة، فإذا اشترى المتعامل (A) عقد مستقبلية من المتعامل (B) وارتفع سعر المستقبلية فان المتعامل (A) يحقق الربح الذي تستقطعه دار التصفية من المتعامل (B). وبالتالي فهي تعمل كضامن لجميع الصفقات دون تحمل الخسائر لان أعضائها من شركات التصفية يودعون مبالغ كبيرة كهوامش. ومثل هذه السياسة تضمن السلامة المالية للبورصة. وربما توسع شركات التصفية الثقة بالمتعاملين وتطالب بهوامش منخفضة لتشجيع التداول والسيولة. وتتم المحاسبة اليومية لخسائر وأرباح التداول. فإذا لم يكن لدى المتعاملين الخاسرين المبالغ الكافية في حساباتهم لتغطية مثل هذه الخسائر فأنهم سيطلبون بتوفير الأموال الضرورية قبل إن يسمح لهم بمواصلة التداول. وبهذه الطريقة فان دار التصفية تمنع تراكم الخسائر الكبيرة وتقل تعرضها للمخاطرة دون التضحية بالسيولة.

(Malliaris,2003:15-16)

والوظيفة الأخرى المهمة التي تؤديها دار التصفية هي تسهيل التسليم بمقتضى عقود المستقبلية. فإذا اختار بائع العقد تسوية الالتزامات التعاقدية من خلال التسليم فان مؤسسة التصفية تختار عضو التصفية الذي سيقوم بالاستلام. ومن ثم فان العضو البائع يبدل باسم العضو المشتري لإجراءات إصدار الفواتير والدفع النهائية تتم بين المشتري والبائع بظل قواعد دار التصفية. وبهذه الطريقة فان المتعاملين (الزبائن) ليسوا بحاجة لمعرفة أو التفاوض مع الأشخاص الراغبين باتخاذ الجانب المقابل من عملية التسليم. (Blank,et.al.,1991:12-13)

كما وتسهل دار التصفية التداول الثانوي بعقود المستقبلية قبل استحقاقها وقبل تسليم السلعة. فإذا قام المشتري الأصلي ببيع العقود إذا أعاد المشتري الثاني بيع العقد لمشتري ثالث فان دار التصفية تتابع المشتري الحالي للعقد. وحينما يحين وقت التسليم فان الدار تجمع البائع والمشتري اللذين لم يعكسا مركزيهما بالعقد لغاية وقت التسليم وذلك لترتيب عملية التسليم والاستلام. وفي الواقع العملي قسّم دار التصفية عقد المستقبلية إلى عقدين منفصلين وتدخل كطرف مقابل في كل واحد منهما. بحيث إن الباعة والمشتريين اللاحقين للعقد المعني لا يعرف بعضهم البعض الآخر. وتتابع دار التصفية كل هذه التفاصيل وتتعامل بشكل مباشر مع كل مشتري ومع كل بائع بشكل منفصل وكما هو ظاهر في الشكل (4) . (Francis,1993:556-557)



الشكل (4) سلسلة صفقات عقد المستقبلات Management of Investments, 3rd ed., N.Y.: McGraw-Hill, Inc., 1993:557

والجدير بالذكر إن لدى دار تصفية سوق نايمكس (60-70) شركة تصفية. وتضم بعض الأسماء الأكبر والأفضل تمويلاً في الصناعة المصرفية وصناعة الخدمات المالية.

(NYMEX, 2003:16)

وإما دار التصفية لبورصة النفط الدولية فهي دار تصفية السلع الدولية (ICCH)، وهي جهة مستقلة تماماً عن البورصة وتؤدي جميع وظائف دار التصفية من تسجيل وتسوية و ضمان أداء مالي.

(Horsnell and Mabro, 1993:49)

وتضمن دار التصفية سلامة السوق بوسيلتين: من خلال متطلبات الهامش ومن خلال التسوية اليومية. وفي السوق الموازية فإن دار التصفية هي غير موجودة وبالتالي فإن جميع المشترين يواجهون مخاطرة الطرف المقابل (Counterpart Risk) أو مخاطرة النكول. والتراكم المستمر لمخاطرة النكول هو أحد الأسباب المبررة لتحويل العقود الموازية الناجحة إلى عقود جديدة متداولة بالبورصة.

(UNCTAD, 1998:18)

وفيما يلي نقاش للوسيلتين اللتين تستخدمهما دار التصفية لضمان السلامة المالية للسوق وهما متطلبات الهامش والتسوية اليومية، فضلاً عن إغلاق المراكز.

1.3.4 متطلبات الهامش Margin Requirements

لطالما إن التداول بالمستقبلات لا ينطوي على تبادل فوري لأيه وجود مادي، فإن مشتري و باعة العقود لا يتعين عليهم تقديم القيمة النقدية الكاملة للالتزاماتهم في وقت إبرام الصفقة، وهم مطالبون

فقط بإيداع وديعة الهامش.

(Blank,et.al.,1991:14)

كضمانة للإيفاء بالتزامات العقد.

(Brown and Errera,1987:11)

ويعرّف سمسارة السلع هامش الزبون بأنه حق ملكية (Equity) الزبون للحساب. والمسئولين بالبورصة ربما يقلصون المضاربة الخطرة المفرطة وذلك من خلال رفع متطلبات الهامش إذا شعروا بان المضاربين ربما ليس لديهم الأموال الكافية لتغطية التزاماتهم. وبالتالي فان متطلبات الهامش تحددها بورصات مستقبليات السلع للتحكم بهرم المديونية الذي ربما ينهار ومن ثم يتسبب بانهييار السوق.

(Francis,1993:559)

ويتوجب على الأعضاء إيداع الهامش المطلوب على صافي مراكزهم القصيرة أو الطويلة على أساس يومي. بمعنى انه إذا كان صافي المركز القصير للعضو هو خمسة عقود فانه سيكون مطالب بإيداع خمسة أضعاف متطلبات الهامش للعقد الواحد.

(Khoury,1984:152)

ويشترط قانون بورصة السلع الأمريكي بان تحدد بورصات المستقبليات متطلبات الهامش المناسبة وتجري التعديلات المناسبة لهذه المتطلبات طبقاً للتغيرات في ظروف السوق حينها. وبالنسبة لعقد مستقبليات النفط الخام المتداول في سوق نايمكس فانه لجنة إدارة الهامش بالبورصة هي التي تحدد متطلبات الهامش بالاستناد لتقييمها للتقلب التاريخي والمستقبلي المتوقع ولمستويات الأسعار وظروف السوق. وان الهوامش الفعلية المطلوبة من قبل (FCMs) ربما تعتمد أيضاً على خصائص الزبائن مثل عدد الحسابات أو الودائع وتاريخ الأداء السابق وصافي الثروة.

(Day and Lewis,1999:4-5)

ويمكن لمتطلبات الهامش إن تقيد نشاط المتعاملين وبالتالي فان البورصات والسماسة يجب إن يكونوا حريصين بأن لاتكون متطلبات الهامش عالية بشكل غير معقول⁽¹⁾.

(Kolb,1997:8)

وتصمم متطلبات الهامش لتحقيق العديد من الأهداف ومن أهمها، أولاً" المساعدة في ضمان سلامة الأداء المالي لعقود المستقبليات والمتعاملين بها من خلال تقييد مخاطرتهم. ثانياً" الحيلولة دون تراكم الديون التي تسهم بانهييار السوق. ثالثاً" تحقيق الرافعة المالية، وبالتالي فان المتعاملين الذين يرغبون بالمضاربة ربما يتخذون مراكز اكبر.

(Francis,1991:763)

والجدير بالذكر إن الاستخدام الأول لأسواق المستقبليات هو نقل المخاطرة من المحوطين للمضاربين. ونقل المخاطرة هذا يتم تسهيله عبر نظام تحديد الهامش الذي يجب إن يوفر السيولة التي تدعم المراكز المفتوحة المطلوبة لإدارة المخاطرة ويضمن، بذات الوقت، تحمل المسؤولية عن

(1) فقد أشار (Kalavathi and Shanker,1991) الى ان زيادة الهوامش تقلل الطلب على مراكز المستقبليات. وقد أكد (Pliska and Shalen,1991) بان الهوامش العالية جداً" يمكن ان تقلل سيولة السوق المقاسة بالمراكز المفتوحة وحجم التداول (Kolb,1997:29).

أية خسائر من الممكن تحملها. عليه فان بورصات المستقبليات التي تحدد⁽¹⁾ متطلبات الهامش تواجه مبادلة بين منع الخسارة وبين الكفاءة التشغيلية للسوق. فإذا مأت تحديد الهامش المطلوب بشكل عالي جدا" فان التكاليف الإضافية المصاحبة للهامش العالية ربما تعيق التداول وتقلل من عمق وسيولة السوقوا إذا ما كانت الهوامش غير كافية لتقييد مراكز المضاربة التي يتخذها المتعاملون الذين لديهم رأس مال صغير دون مستوى رأس مال الكافي والمطلوب للتداول فان دار التصفية ربما تعاني من خسائر كبيرة جدا" تقلل من الأرباح التي يتقاسمها أعضاء البورصة وتزيد من تكاليف التداول. وعلى وفق ذلك فان سياسة الهامش هي ليست مهمة فقط بالنسبة للمنظمين إنما أيضا" للمتعاملين الأعضاء وغير الأعضاء بالبورصة .

(Day and Lewis,1999:1)

وللهامش ثلاثة أنواع وهي الهامش المبدئي وهامش الصيانة وهامش التباين(Klob,1997:9). وفيما يلي نقاش لهذه الأنواع.

1.1.3.4 الهامش المبدئي Initial Margin

إن عملية التداول بالمستقبلات، والتي يدفع فيها المشترون والباعه مبدئيا" نسبة صغيرة من قيمة العقد ومن ثم تجري التعديلات على هذا المبلغ يوميا" اعتمادا" على حركة سعر الموجود الأساس ارتفاعا" أو انخفاضاً، تعرف بعملية التداول بالهامش. (Trading on Margin)

(Howells and Bain,2000:291)

والهامش المبدئي هو الحد الأدنى للمبلغ الذي يجب إن يودع في حساب المتعامل قبل إن يكون بمقدوره التداول بعقد المستقبلات. (CIG,2004:11)

هذه الوديعة قد تكون بشكل نقد أو أوراق مالية حكومية أو أسهم بشركات التصفية أو رسائل ائتمان مصدرّ درة من البنوك المرخصة. (Khoury,1984:152)

لكن في الغالب تستخدم حوالات الخزانة لتلبية متطلبات الهامش وبالتالي فان المستثمر يجني الفائدة على رصيد حساب الهامش خاصته. (Hull,1989:7)

وعلى أية حال ، يسمح فقط لبعض المستثمرين الكبار والنشطين في التداول بإيداع حوالات الخزانة في حسابات الهامش، أما الآخرون فإنهم يطالبون بإيداع النقد.

(Chance,1998:287)

(2) لربما المحدد الرئيس لمستوى الهامش هو التقلب بسعر عقد المستقبلات، للمزيد من التفاصيل، ينظر: (Fishe,et.al.,1990:541). لكنه ليس من الواضح بان زيادة الهامش يمكن ان تقلل التقلب، للمزيد من التفاصيل ينظر: (Moser,1992:2-18) كما ان زيادة المراكز المفتوحة يبدو بأنه يقلل التقلب، وبالتالي فان الهوامش العالية ربما تقلل المراكز المفتوحة وربما تزيد من التقلب ، للمزيد من التفاصيل ، ينظر(Bessembinder and Seguin,1993:21-39).

ويختلف الهامش المبدئي من عقد لآخر ومن بورصة لأخرى ومن سمسار لآخر. وغالبا ما يشار إليه في صناعة المستقبلات بمصطلح ضمانة الأداء (Performance Bond) أو وديعة حسن النية (Good-Faith Deposit). (Active Trader,2002 :74-75)

ويشكل الهامش المبدئي نسبة مئوية صغيرة تتراوح¹ عادة بين (5-10%) من القيمة الكلية للعقد. ويعرض الجدول (3) مبالغ الهامش المبدئي لعقود مستقبلات الطاقة المتداولة في سوق نايمكس. وتعدّ دل متطلبات الهامش المبدئي دوريا² حينما تتغير أشياء مثل تقلب الأسعار وقيمة العقد. (Brown and Errera,1987:11)

الجدول (3) متطلبات الهامش المبدئي لعقود مستقبلات الطاقة

الهامش المبدئي	السلعة
\$2000	زيت التدفئة (42000 كالون)
\$2000	الكازولين الخالي من الرصاص (42000 كالون)
\$2000	النفط الخام (1000 برميل)
\$750	البروتين (42000 كالون)

Source: Brown, Stewart L. and Steven Errera, Trading Energy Futures: Manual for Energy Industry Professionals, N.Y.: Quorum Books, 1987:11

والهامش المبدئي يساوي تقريبا الحد الأعلى للتقلب السعري اليومي المسموح به من قبل البورصة. (Kolb,1997:9)

بالتالي إذا تحرك سوق المستقبلات بالضد من مركز المتعامل فان الخسارة لن تتجاوز الهامش المبدئي في ذلك اليوم بسبب وجود الحد السعري. بمعنى إن الحد السعري يحمي المتعامل ويحول دون تحمله لخسارة اكبر من قيمة الحد في ذلك اليوم. ومع ذلك من الممكن إن لا يكون بمقدور المتعامل الدخول في صفقة عكسية حالما تتحرك الأسعار للحد. وهذا يعني انه يمكن إن يتحمل خسائر اكبر بكثير لاحقا". (Sharpe and Alexander,1990:605)

على سبيل المثال، افترض إن سعر عقد مستقبلات الحنطة لشهر يوليو هو (\$4) للبوشل وهذا يعني إن القيمة الكلية للعقد هي \$20000 (\$4 للبوشل × 500 بوشل). وبافتراض إن نسبة الهامش المبدئي هي (5%) فان كل من المشتري والبائع يتعين عليه إيداع مبلغ قدره \$1000 (\$20000 × .05). وعلى الرغم من إن الهامش المبدئي يوفر بعض الحماية لدار التصفية ألا انه لا يوفر الحماية الكاملة. فإذا ارتفع سعر مستقبلات الحنطة إلى (\$5) للبوشل بحلول يوليو فان دار التصفية تواجه خسارة محتملة قدرها (\$5000) لا تسترد منها سوى (\$1000) وهو رصيد

(1) البعض يرى بأن نسبة الهامش المبدئي تتراوح (5-15%) من القيمة الكلية للعقد (Francis,1991:757) والبعض يرى بأنها (3-10%) (CIG,2004:7) والبعض يرى بأنها (5%) أو اقل (Chance,1998:366) ; (Kolb,1997:9). وهذا يدل على اختلاف الهامش باختلاف العقد والبورصة وشركة السمسرة. للمزيد من التفاصيل حول كفاية متطلبات الهامش، انظر: (Figlewski,1984:385-416) ; (Gay,et.al.,1986:307-324) ; (Edwards and Neftci,1988:255-257).

الهامش المبدئي. وهذا هو مايرر استخدام متطلبات هامش الصيانة والتأشير مع السوق. إذ إنهما يوفران القدر المطلوب من الحماية الإضافية. (Sharpe and Alexander,1990:600)

مع ملاحظة إن شركات السمسرة ربما (وغالبا" ماتفعل) تطالب بهامش مبدئي أكبر من ذلك المطلوب من قبل البورصة إذا ما اعتقدت بان الحماية الإضافية هي ضرورية. وبعض الأحيان هذا يحصل إذا ما كانت تقلبات الأسعار أعلى من الطبيعي والشركة تعتقد إن زبائنها هم عرضة لمخاطرة أكبر من الطبيعية. وعلى الرغم من إن شركات السمسرة بإمكانها المطالبة بأكثر من الحد الأدنى لضمانة الأداء إلا انه لايمكنها تخفيض المبلغ إلى ما دون المتطلبات الدنيا التي حددتها البورصة. (CIG,2004:11)

2.1.3.4 Maintenance and Variation Margin والتباين والسياسة

فضلا عن الهوامش المبدئية، فان أسواق مستقبليات السلع تفرض أيضا" هوامش الصيانة التي تتراوح عادة (60-85%) من الهامش المبدئي. وفلسفة هذا الهامش تنص بأنه حينما يتكبد العقد خسارة للحد الذي تنخفض فيه وديعة الهامش إلى (60-85%) من الهامش المبدئي فان المتعامل يتلقى طلب هامش (Margin Call) يدعو إلى إيداع هامش إضافي لإعادة رصيد الحساب إلى مستوى متطلبات الهامش المبدئي. (Brown and Errera,1987:11)

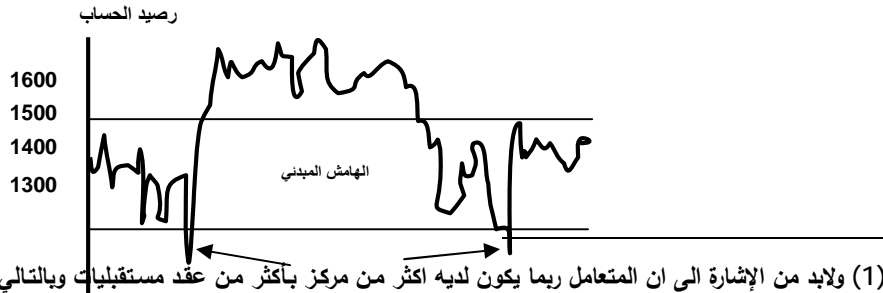
ويمنح المتعاملون عادة مهلة زمنية لتلبية طلبات الهامش. وخلال هذه المهلة إذا تسببت تغيرات الأسعار المئوية بأرباح كافية لتغطية طلب الهامش، فلا يتعين على المتعامل إيداع مبالغ إضافية⁽¹⁾. (Blank,et.al.,1991:35)

الهامش الإضافي يسمى هامش التباين. ويقدم الشكل (5) مثالا على رصيد حساب الهامش ومتطلبات الهامش (Kolb,1997:9). ومتطلبات هامش التباين هي مبالغ ضمان نقدية إضافية ربما يطالب المتعاملين بدفعها في حال تحرك سوق المستقبليات بالضد من مراكزهم.

(Francis,1976:382)

وإذا لم يلبيها المتعاملون فإنهم سيواجهون حالات غلق قسرية لمراكزهم.

(Reilly and Brown,2000:942)



(1) ولابد من الإشارة الى ان المتعامل ربما يكون لديه أكثر من مركز بأكثر من عقد مستقبليات وبالتالي فان الرصيد الصافي لمركز العقود القائمة التي لم تغلق في الحساب هو الذي يستخدم لاحتساب هوامش الصيانة. عليه فان المتعامل ربما يخسر من بعض العقود لكنه يربح من الأخرى وبالتالي لن يكون هناك طلب هامش طالما ان الرصيد الصافي للمراكز القائمة هو أكبر من متطلبات هامش الصيانة (Brown and Errera,1987:12).

1200

هامش الصيانة

1100

طلبات الهامش

1000

900

الزمن

الشكل (5) رصيد حساب الهامش ومتطلبات الهامش

Source: Kolb, Robert W., Understanding Futures Markets, 5th ed., UK: Blackwell Publishers, 1997: 10

وطبقاً لمتطلبات هامش الصيانة فإن المتعامل يتعين عليه المحافظة على رصيد حساب يساوي أو أكبر من نسبة هامش الصيانة إذا لم يلب هذا الشرط فسوف يتلقى طلب هامش من سمساره وهذا الطلب يلزمه بإيداع مبلغ إضافي لإعادة الرصيد لمستوى الهامش المبدئي وإذا لم يلب المتعامل الطلب (أو ليس بمقدوره التلبية) فإن السمسار سوف يغلق مركزه. على سبيل المثال، افترض بان المتعامل (B) اشترى عقد مستقبليات الحنطة لشهر يوليو بسعر (\$4) للبوشل وان المتعامل (S) باع هذا العقد وكلاهما أودع مبلغ (\$1000) لغرض تلبية متطلبات الهامش المبدئي. وفي اليوم التالي ارتفع سعر مستقبليات الحنطة إلى (\$4.10) للبوشل (أو \$20500 للعقد). بالتالي فإن رصيد (B) ارتفع إلى (\$1500) في حين إن رصيد (S) انخفض إلى (\$500). فإذا كانت متطلبات هامش الصيانة (80%) من الهامش المبدئي فإن هذا يعني بان كل من (B) و (S) مطالبين بالمحافظة على رصيد لا يقل عن \$800 (80×1000) في حسابهما كل يوم. وطالما إن المستوى الفعلي لرصيد (B) يفوق هذا المبلغ فإن (B) بإمكانه سحب الفائض فوق رصيد الهامش المبدئي (\$500). بالمقابل فإن رصيد حساب (S) هو دون مستوى هامش الصيانة وسيطالب بإيداع مبلغ نقدي لا يقل عن (\$500) طالما انه سيعيد الرصيد إلى مستوى الهامش المبدئي (\$1000). وفي حال رفض (S) إيداع هذا المبلغ فإن السمسار سيدخل في صفقة عكسية نيابة عن الزبون (S) من خلال شراء عقد مستقبليات الحنطة لشهر يوليو. والنتيجة ستكون استلام (S) لمبلغ نقدي يساوي تقريباً "رصيد الحساب" (\$500) ويغلق الحساب. وطالما إن (S) أودع بالأساس (\$1000) فإن هذا يمثل له خسارة قدرها (\$500).

(Sharpe and Alexander, 1990: 601)

والجدير بالذكر إن متطلبات الهامش (المبدئي والصيانة) على مراكز التحوط هي أقل مما على مراكز المضاربة. والسبب هو إن مركز التحوط المبني بشكل جيد ليس بخطورة مركز المضاربة لأن مركز المستقبليات يكون متوازناً دائماً مع مركز السوق النقدي. لذلك ما يخسره المحوط من احد جانبي التحوط (المستقبليات مثلاً) يعوضه بريح الجانب الآخر (السلعة النقدية).

(Brown and Errera, 1987: 13)

2.3.4 التآشير مع السوق أو التسوية اليومية Marking to Market or Daily Settlement

ربما يبدو من الغريب بان الهامش المبدئي هو صغير بالمقارنة مع قيمة السلعة الأساس لعقد المستقبلية. لكن صغر هذا المبلغ هو معقول لان هناك ضمانة أخرى متجسدة في النظام على شكل تسوية يومية أو تأشير يومي مع السوق. (Kolb,1997:9)

فضلا عن لتحديد متطلبات الهامش التي يجب إن يودعها المتعاملون جميعا فان دار التصفية تقوم أيضا بتعديل القيمة النقدية للمراكز المفتوحة بالمستقبلية لتعكس أسعار التسوية اليومية.

(Blank,et.al.,1991:11)

ففي صناعة المستقبلية يعد الهامش ضمانة أداء تحمي السوق ضد مخاطرة النكول بالعقد، فإذا انخفض رصيد حساب المتعامل إلى ما دون مستوى هامش الصيانة فيتعين إيداع أموال إضافية. وبالعكس فان الحسابات التي تحقق إرباحا سوف تشهد ارتفاعا في رصيد هامشها. وهذه العملية اليومية لتسوية الحساب يشار إليها باسم التأشير مع السوق. (MGEX,2001:5)

والتأشير مع السوق هي عملية تتحدد عبرها أرباح وخسائر المراكز القائمة بالمستقبلية نهاية كل يوم تداول. (Corrado and Jordan,2000:465)

إذ تجتمع اللجنة المكونة من موظفي دار التصفية بنهاية كل يوم تداول لتحديد سعر التسوية، وهذا الأخير هو عادة متوسط أسعار التداولات القليلة السابقة للإغلاق. وباستخدام سعر التسوية فان كل حساب يؤثر مع السوق. ويحدد الفرق بين سعر التسوية الحالي وسعر تسوية اليوم السابق، فإذا كان الفرق موجبا بسبب ارتفاع سعر التسوية فان المبلغ يكون دائما (يضاف) في حسابات الهامش لأصحاب المراكز الطويلة ويكون هذا المبلغ مدينا (يستقطع) في حسابات الهامش لأصحاب المراكز القصيرة وإذا كان الفرق سالبا بسبب انخفاض سعر التسوية فان المبلغ يكون دائما بالنسبة لأصحاب المراكز القصيرة ومدينا بالنسبة لأصحاب المراكز الطويلة.

(Chance,1998:287)

وبإمكان المتعامل سحب أي رصيد يفوق الهامش المبدئي لكن يتعين عليه إكمال العجز إذا انخفض الهامش دون المستوى المحدد سلفا. (Samuels,et.al.,1995:298)

وبعض المتعاملين يفضلون ترك الأرصدة الفائضة في حساباتهم بشكل حوالات خزانة تدر الفائدة بدلا من تجميد الأموال بشكل نقد. كما إن ترك الرصيد الفائض في الحساب يساعد في تجنب طلبات الهامش. (Francis,1991:764)

وعلى العموم فان رصيد حساب كل من المشتري أو البائع يحتسب كالاتي:

رصيد حساب الهامش = وديعة الهامش المبدئي + (الأرباح اليومية - الخسائر اليومية) على المراكز المفتوحة بالمستقبلية. وطالما إن مبلغ الأرباح أو الخسائر يتغير كل يوم فان الرصيد يتغير كل يوم. (Sharpe and Alexander,1990:600)

وقبل بدء التداول في اليوم التالي فان سمسار كل مركز مفتوح بعقد المستقبليات يجب ان يقوم بتسوية هامش التباين المحدد في نهاية تداول اليوم السابق. وبالتالي فان التأشير مع السوق هو انعكاس للقيمة السوقية الفعلية لعقود المستقبليات في كل حساب مستقبليات عند إغلاق التداول كل يوم. (Johnson,2000:140)

وهذا يعني بان متطلبات الهامش والتسوية اليومية يساعدان في جعل سوق المستقبليات أكثر أمناً. فإذا عانى المتعامل من خسارة تحتاج لهامش تباين ولم يكن قادراً أو راغباً بإيداع الهامش الإضافي المطلوب فان السمسار في هذه الحالة يكون قادراً على إغلاق مركز المستقبليات من خلال حسم الخسارة من الهامش المبدئي للمتعامل وإعادة الرصيد ناقصاً تكاليف العمولة. كما إن السمسار يغلق حساب السمسرة الكامل للمتعامل. فالفشل في إيداع الهامش المطلوب يمثل انتهاكاً لاتفاقية المتعامل مع السمسار. وهذا يبرر سبب كون الهامش المبدئي هو صغير نسبياً. فهو يصمم عادة لتغطية التقلب لأسعري ليوم واحد فقط لان أية خسائر سوف تغطي بإيداع هامش تباين إضافية. والفشل في دفع هامش التباين سوف يؤدي إلى إغلاق مركز المستقبليات. (Kolb,1997:10-11)

وعملية التأشير مع السوق تعني بأن مشتركي السوق يحققون أرباحهم أو يتحملون خسائرهم على أساس يومي بدلاً من تسويتها جميعاً عند الاستحقاق كما هو الحال مع العقد الآجل. وبينهاية التداول اليومي فان عقد المستقبليات يكون أشبه بعقد جديد على الموجود الأساس بسعر تسوية جديد وبتاريخ استحقاق أقصر بيوم واحد. وبسبب التأشير اليومي مع السوق فان سعر المستقبليات سوف يقترب بمرور الزمن من السعر الفوري في آخر يوم للتداول بالعقد. ولا بد من الإشارة إلى إن السعر الذي ينفذ به عقد المستقبليات هو السعر الأصلي الذي أبرم به العقد عند الأخذ بنظر الاعتبار الأرباح أو الخسائر في حساب الهامش.

(Eun and Resinck,2001:208)

3.3.4 إغلاق المراكز Close of the Position

إن عقد مستقبليات السلعة هو اتفاق ملزم قانوناً لتسليم أو استلام السلعة في المستقبل. وهذا الالتزام القانوني ربما يلبي بوحدة من طريقتين: الأولى التسليم الفعلي للسلعة المادية (تسمى أحياناً البراميل الحقيقية Wet Barrels في حالة مستقبليات الطاقة). وهذا يحدث بأقل⁽¹⁾ من (2%) من الحالات. أما الطريقة الأخرى (98%) فيلبي فيها التزام المستقبليات عبر الصفقات العكسية أو عبر ما يسمى اختصاراً بالعكس (Offset). والمقدار الفعلي للتسليم يختلف من بورصة لأخرى ومن

(1) أوضحت هيئة التداول بمستقبليات السلع (CFTC) بان عدد العقود التي انتهت بالتسليم في عام 1996 كان 209 مليون عقد من أصل (394) مليون عقد متداول، وهذا يشكل أقل من (1%) وهو يتضمن عقود التسوية النقدية أيضاً (Chance,1998:291). وهذه النسبة تنطبق بشكل خاص على مستقبليات الطاقة (NYMEX,2004:4).

عقد لآخر. فإذا اشترى المتعامل عقود مستقبلية فان العكس يكون ببيع العدد نفسه من عقود المستقبلية لأشهر تسلم العقود نفسها التي اشتراها في البداية. والبورصة تسمح للمتعامل بتصفية المركزين وبالتالي التخلص من التزامه الأصلي بالاستلام. وبالطبع فان المركز المالي للمتعامل يعدّ دل للفرق بين سعر العقد الطويل (المشترى) وسعر العقد القصير (المباع). ولغرض غلق المركز القصير بعقد المستقبلية فيتعين على المتعامل شراء العقود بالسعر الحالي من البورصة. ومن الممكن دائما "عكس المراكز حتى في يوم التداول الأخير للعقد. وبهذا الصدد فان شركات السمسرة صارمة جدا" في إخطار زبائنها عن تواريخ التسليم الوشيكة.

فإذا فشل المتعامل في عكس مركزه وكان مجبرا" على الاستلام فيإمكانه الحصول على حيازة قانونية للسلعة ودفع تكاليف التخزين ليوم أو يومين وبيع السلعة في السوق الفوري.

(Brown and Errera,1987:13-14)

وعلى الرغم من إن اغلب عقود المستقبلية لاتنتهي بالتسليم إلا إن هذا لاينتقص من فائدتها. وبخلاف التداول في اغلب الأسواق الأخرى التي يجري فيها التبادل بملكية الموجودات المادية مع كل صفقة، فان إبرام صفقة المستقبلية ينطوي فقط على التزامات من جانب المشتري والبائع. وهذه الالتزامات هي ملزمة قانونا" لكن مع ذلك من السهل عكسها. والخاصية الفريدة لعقد المستقبلية وما يميزه عن العقد الآجل هو انه يتيح لكل من المشتري والبائع فرصة مستمرة لتجنب التسليم أو الاستلام.

(Blank,et.al.,1991:17)

وبينما يعدّ د التسليم حالة نادرة إلا أن إمكانية حدوثه تلعب دورا" مهما" في ضمان المحافظة على العلاقات بين الأسعار الفورية وأسعار المستقبلية ضمن الحدود التي ترسمها نظرية التسعير. وبغيا ب التسليم فان المراجعة تكون مستحيلة وبالتالي فان العلاقات النظرية بين الأسعار لن تتحقق. ولان صاحب المركز القصير هو بإمكانه فقط المبادرة للتسليم بمقتضى عقد المستقبلية، فان مثل هذا التسليم لن يحدث ما لم يكن مريحا" بالمقارنة مع إبرام الصفقة العكسية. وهذا يعني إن المتعامل القصير يجب إن يتوقع بان السعر الذي يبيع به عقد المستقبلية ناقصا" تكاليف المعاملات هو أعلى من السعر المتاح في السوق النقدي. وبالنسبة للسلع فان تكاليف التسليم تكون كبيرة إذا كان الخزين في موقع بعيد جدا" عن نقطة التسليم المحددة بعقد المستقبلية. فتكاليف النقل لوحدها تجعل التسليم غير مريح لأي شخص يحتفظ بخزين السلعة في أي مكان خارج منطقة التسليم.

(Blank,et.al.,1991:56)

والسبب في ندرة التسليم في سوق المستقبلية هو انه لايمثل أفضل مسار للحصول على السلعة لان المتعامل الطويل يكون تحت رحمة المتعامل القصير. فالقصير بإمكانه التسليم في أي يوم من أيام التسليم المتعددة وبإمكانه تسليم أي من السلع المختلفة القابلة للتسليم. ويتوجب على الطويل

القبول أياً" كان عرض القصير، وهذا ما يدفع الطويل لغلق مركزه مبكراً". لذلك إذا ما كانت هناك حاجة للسلعة فالأفضل شراؤها من السوق الفورية. (Chance,1998:291)

ولعل التمييز بين المادي والمالي هو واحد من أكثر المفاهيم أهمية في أسواق مستقبليات السلع. فعقود المستقبليات هي مصممة كأدوات مالية وهي ليست المصدر الأساس للحصول على السلعة بشكلها المادي. فالطلب الأساس على عقود المستقبليات هو لغرض التحوط.

(VanVactor,2004:20)

وعادة ما يعكس المحوطين مراكزهم بسوق المستقبليات وقت تخلصهم من مراكزهم بالسوق النقدي.

(Brown and Errera,1987:5)

والصفقة العكسية تتيح للمحوطين (وللمضاربين كذلك) إمكانية الاستخدام المشروع لسوق المستقبليات دون الحاجة للخوض بالتفاصيل الفنية لتسليم أو استلام الموجود الأساس.

(Ritter,et.al,2000:155)

وهي تعني اتخاذ مركز بسوق المستقبليات مماثل ومعاكس للمركز المتخذ سلفاً بالمستقبليات وبذلك يصبح المركز الصافي بعقد المستقبليات المعني صفراً. (Kolb,1997:13)

والفرق بين سعر الشراء أو البيع المبدئي وبين سعر الصفقة العكسية يمثل الربح أو الخسارة المتحققة. (NYMEX,2004:4)

وبنهاية يوم إبرام الصفقة العكسية فإن الحساب يؤشر مع السوق لآخر مرة بسعر المستقبليات المتحقق بالصفقة العكسية. وحينها فإن الحساب يغلق ولن تتحقق المزيد من الأرباح أو الخسائر. وهناك سببان لإغلاق مركز المستقبليات قبل استحقاق العقد. الأول هو لغرض الاستحواذ على الربح أو الخسارة الحالية دون تحمل المزيد من المخاطرة السعرية. والآخر لتجنب متطلبات التسليم الناشئة من الاحتفاظ بالعقد لغاية استحقاقه.

(Corrado and Jordan,2000:465-466)

ولأن عقود المستقبليات هي نمطية، فإن عقد المستقبليات الواحد من الممكن إن يتداول مرات عديدة قبل تاريخ التسليم المحدد في العقد وفي كل مرة بسعر جديد نتيجة لتغير ظروف العرض والطلب في السوق. وطالما إن عقود المستقبليات نادراً ما تستخدم لغرض الاستلام أو التسليم المادي، فإن حجم السلعة الأساس المتداول بظل هذه العقود من الممكن إن يفوق كثيراً الحجم المتاحة فعلياً من السلعة الأساس. (DOE,2003:37)

4.4 إجراءات تنفيذ الأوامر في بورصات مستقبليات السلع

Procedures of Orders Execution

قبل وضع أمر التداول بعقود المستقبليات، فإن المتعامل يجب إن يفتح حساباً لدى شركة السمسرة. ولأن مخاطرة التداول بالمستقبليات يمكن إن تكون عالية جداً فإن المتعامل يتعين عليه

إن يودع مبلغ الهامش ويوقع بيان الإفصاح الذي يعترف فيه بمعرفته وموافقته على المخاطر المحتملة للتداول. وبإمكان المتعامل وضع أنواع عدة من الأوامر⁽¹⁾.

(Chance,1998:284)

ويبدأ تنفيذ الأوامر حينما يتصل الزبون بشركة السمسرة (FCM) ويبلغها أمراً للشراء أو البيع مع التفاصيل الكاملة للأمر. ومن ثم تتصل الشركة بموظف الهاتف الموجود في قاعة التداول ليتولى مهمة تسجيل الأموثودين وقت وروده بدقة في بطاقة تسدّ لم باليد للساعي الذي ينقلها إلى سمسار القاعة الموجود في حلبة التداول. وينفذ السمسار الصفقة ويدون تفاصيل التنفيذ في بطاقة الأمر ويعيد الساعي البطاقة لموظف الهاتف الذي يدون الوقت الدقيق لتنفيذ الأمر ويرسل إشعاراً لشركة السمسرة. وهذه الأخيرة ترسل بدورها إشعاراً للزبون تؤكد له تنفيذ الأمر وتوضح له تفاصيل الصفقة. أما الأسعار التي تنفذ بها الأوامر فهي ترسل من قبل موظفي البورصة الموجودين في حلبة التداول وبشكل مستقل إلى مشغلي الحواسيب لغرض إدخالها. وهذا يسمح بإعلان فوري لأسعار البورصة على نطاق العالم .

(Khoury,1984:160-161)

ويخلص الشكل (1) الأنف الذكر إجراءات تنفيذ الأوامر في بورصات المستقبلات. وفي هذه العملية هناك عنصران يستحقان الإشارة.

* العنصر الأول: هو التوكيد على التوقيت الدقيق لجميع الصفقات. وهذا العنصر إلزامي كونه يتعلق بالانصياع للتعليمات. فحينما يعرف المشرفون التنظيميين وقت الصفقة فبإمكانهم بسهولة التحري عن عدم إساءة استخدام السمسار للمعلومات المتضمنة في أمر الزبون وإن الأمر قد نفذ بالسعر الصحيح.

* العنصر الآخر : هو درجة نشاط موظف الهاتف الذي ربما يفشي المعلومات المتعلقة بنوايا التداول لشركة السمسرة والتي من الممكن إن تحقق الشركات الأخرى من ورائها الأرباح وتجعل سمسرة القاعة التابعين للشركة والذين لا يحصلون على صفقات من الشركات الأخرى في موقف تنافسي سيء .

(UNCTAD,1998:14)

5.4 قراءة نشرة الأسعار Quotation Reading

إن الصحفيين والإعلاميين الذين توظفهم البورصة يسجلون أوقات وأسعار الشراء والبيع ويدخلون نشرات الأسعار في الحاسوب. وبعد المصادقة عليها تعرض عادة في لوحة السلعة الموجودة أعلى قاعة التداول وتظهر على شاشات العرض على نطاق البلد والعالم باستخدام شبكات الاتصالات المعقدة والمتقدمة.

(Hull,1998:33) ; (Khoury,1984:161)

(1) للمزيد من التفاصيل على أنواع الأوامر، انظر: (Hull,1998:34-35).

ويعرض الجدول (4) مثالا مختصرا على نشرات أسعار مستقبليات السلع التي تعلن في الصحف المتخصصة. في أعلى النشرة يحدد اسم السلعة (النفط الخام) والبورصة التي يتداول فيها عقد مستقبليات السلعة (سوق نايمكس)؛ وحجم العقد (42000 كالون أو 1000 برميل) والطريقة التي تحدد بها الأسعار (دولار للبرميل الواحد). العمود الأول في النشرة يظهر أشهر التسليم المختلفة للعقد. والعمود الثاني هو سعر الافتتاح، وهو أول سعر افتتحت به جلسة التداول في ذلك اليوم. ثم بعد ذلك يأتي عمود أعلى سعر تحقق خلال اليوم ثم أدنى سعر تحقق خلال اليوم. وإذا لم يظهر سعر في النشرة وكان محله فارغا فان هذا يعني إن عقد شهر التسليم المعني لم يتداول ذلك اليوم. وسعر التسوية هو مفهوم فريد وخاص بأسواق المستقبليات، على الرغم من انه يناظر تقريبا "سعر الإغلاق في سوق الأسهم. إذ إن الإغلاق في أسواق مستقبليات السلع هو عبارة عن مدة زمنية (عادة أقل من دقيقتين)، وليس نقطة زمنية واحدة، يمكن إن يحدث فيها عدد كبير من الصفقات. فالكثير من المتعاملين يضعون الأوامر عند الإغلاق. لذلك فان سعر التسوية (في أسواق المستقبليات) هو عبارة عن سعر تمثيلي، إذ انه يمثل جملة الأسعار التي تداول بها عقد المستقبليات خلال مدة الإغلاق. وهذا السعر التمثيلي يقدر بشكل مختلف في البورصات المختلفة. فبعض البورصات تستخرج متوسط أعلى وأدنى سعر خلال مدة الإغلاق، والبورصات الأخرى تستخدم أساليب تقدير أكثر تعقيدا". (Brown and Errera, 1987:17)

الجدول (4) نشرة أسعار عقود مستقبليات الطاقة النفط الخام (NYM) 42000 كالون ، \$ للبرميل

المراكز المفتوحة	التغير	تسوية	أدنى	أعلى	افتتاح	
25000	-0.50	12.50	12.50	14.10	13.50	يناير
20000	-0.50	12.80	12.70	14.50	13.60	فبراير
15000	-0.60	13.00	12.90	14.70	13.70	مارس
12000	-0.60	13.30	12.90	14.80	13.80	أبريل
8000	-0.70	13.50	13.30	14.90	13.90	مايو

حجم التداول 25000 إجمالي المراكز المفتوحة 80000 بزيادة قدرها (500) عن اليوم السابق

Source: Brown, Stewart L. and Steven Errera, Trading Energy Futures: Manual for Energy Industry Professionals, N.Y.: Quorum Books, 1987:17

وسعر التسوية تستخدمه شركات السمسرة لاحتساب متطلبات الهامش حينما تؤثر الحسابات مع السوق يوميا". (Hull, 1989:29-30)

عمود التغير يظهر الفرق بين سعر التسوية في يوم التداول الحالي وسعر التسوية في يوم التداول السابق. والعمود الأخير يمثل عدد المراكز المفتوحة (Open Interest). والمراكز المفتوحة هو عدد العقود القائمة (غير المغلقة لحد الآن) عند إغلاق يوم التداول السابق لكل شهر تسليم. وفي بداية تداول العقد فان عدد المراكز المفتوحة يكون صغيرا "ويزداد تدريجيا" مع تقدم عمر العقد ومن ثم

يتناقص العدد كلما اقترب العقد من تاريخ تسليمه إذ إن المحوطين والمضاربيين يغلقون مراكزهم. وعند استحقاق العقد فإن عدد المراكز المفتوحة يكون صفراً" لأن جميع العقود أما إن تغلق أو تلبى عبر التسليم. وحجم التداول يختلف عن المراكز المفتوحة، إذ أنه يمثل عدد العقود المتداولة كل يوم. فالمضاريون ربما يدخلون ويخرجون من العقود أثناء جلسة التداول وبالتالي فإن حجم التداول ربما يكون أعلى بكثير من التغيير بعدد المراكز المفتوحة في أي يوم. (Brown and Errera, 1987:18) ولإيضاح الفرق افترض بان المتعامل اشترى (15) عقدا ومن ثم باع (10) منها في السوق قبل نهاية يوم التداول. هو أضاف (25) عقدا لرقم حجم التداول الكلي لذلك اليوم. وطالما إن هناك خمسة عقود قائمة غير مصفاة فإن المراكز المفتوحة سيزداد عددها بخمسة عقود. وغالبا ما يستخدم رقمي حجم التداول والمراكز المفتوحة لقياس مستوى التحوط في السوق. على سبيل المثال، إذا عانى العقد من حجم تداول منخفض نسبيا" لكن مراكز مفتوحة عالية فمن المفترض عموما" بان يكون مستوى التحوط كبيراً. والسبب هو إن المحوطين يميلون لاستخدام الأسواق لإغراض التحوط طويل الأجل، فيبقون تداولاتهم مفتوحة ويحافظون عليها إلى أن تنتفي حاجتهم لإدارة المخاطرة. وبالعكس فإن حجم التداول العالي والمراكز المفتوحة المنخفضة يدل على نشاط أكثر للمضاربة.

والسبب هو إن غالبية المتعاملين يفضلون الدخول والخروج من السوق على أساس يومي . (CBOT, 2001:4-5) كما ويتضح من النشرة إن تركيز الاهتمام ينصب عادة على العقد الأقرب للاستحقاق لكنه ليس في شهر تسليمه. وهذا يسمى بالعقد القريب (Nearby Contract). واغلب أنشطة المضاربة تركز على العقد القريب. أما عقود الأشهر الأخرى الأبعد من عقد الشهر القريب فهي تسمى بعقود الأشهر المؤجلة (Deferred).

(Brown and Errera, 1987:18)

والجدير بالذكر إن الأسعار عادة ما يصرح بها على أساس الوحدة الواحدة.

(Sharpe and Alexander, 1990:596)

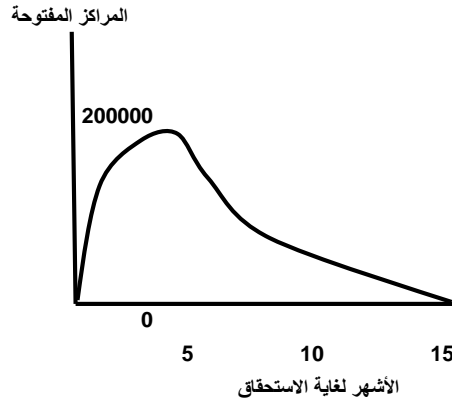
وتعد أرقام حجم التداول والمراكز المفتوحة إحصاءات مهمة جدا" وأدوات تداول فني مستخدمة على نطاق واسع. فحجم التداول يشير إلى عدد التداولات الإجمالية بعقد مستقبلية سلعة معينة في يوم ما وكل وحدة من وحدات حجم التداول تمثل عقد متداول والذي يضم كل من المركز الطويل والقصير. وزيادة الحجم تعتبر عموما مؤشرا بان اتجاه السعر الحالي هو قوي ومن المحتمل إن يستمر. والتغيرات في أرقام الحجم تعطي إشارات عن أوقات الدنو من النقاط العليا أو الدنيا الرئيسية للسوق. ويعتقد الفنيون بان الحجم سوف يزداد بسرعة مع الدنو من هذه النقاط (NYMEX, 2004:34) أما المراكز المفتوحة فهي العدد الكلي لعقود المستقبلية القائمة في أي وقت ولم تغلق. وكما هو معلوم فإن لكل عقد مركزين طويل وقصير لكنه يعد عقدا واحدا في

المراكز المفتوحة. (Chance,1998:289) وللمراكز المفتوحة نمط زمني مميز، فحينما يبدأ التداول بعقد مستقبلات جديد، فإن المراكز المفتوحة ترتفع من الصفر إلى الواحد حينما يباع أول عقد. وخلال الأشهر المبكرة من حياة التداول بالعقد فإن عدد العقود المفتوحة يكون اكبر من المغلقة وان صافي المراكز المفتوحة يتراكم يوميا" ليصبح بآلاف العقود في غضون أشهر قليلة. وفيما بعد ومع اقتراب تاريخ الاستحقاق، فإن عدد المراكز التي تغلق عبر الصفقات العكسية يصبح اكبر من عدد المراكز المفتوحة وبالنتيجة فإن المراكز المفتوحة تنخفض ثانية للصفر في تاريخ تسليم العقد.

(Francis,1993:550-551)

والنمط الاعتيادي للمراكز المفتوحة خلال حياة عقد المستقبلات ظاهر في الشكل (6) .

(Francis,1991:758)



الشكل (6) الرسم البياني للمراكز المفتوحة خلال حياة عقد مستقبلات افتراضي

Source: Francis, Jack Clark Investments: Analysis and Management, 5th ed., N.Y.: McGraw-Hill, Inc, 1991:759

ويوضح الجدول (5) كيف تحتسب المراكز المفتوحة وحجم التداول. افترض انه في اليوم الثاني بدأ عقد جديد بالتداول وان المتعامل (A) اشترى عقدين من المتعامل (B). وبنهاية اليوم فان سجلات دار التصفية ستظهر بان المتعامل (A) لديه مركزين طويلين مفتوحين والمتعامل (B) لديه مركزين قصيرين مفتوحين. وكل من حجم التداول اليومي والمراكز المفتوحة بنهاية اليوم سيكونان عقدين. وفي اليوم الثالث افترض بان هناك بيع لعقد واحد من قبل المتعامل (D) (بائع جديد)

للمتعامل (C) (مشتري جديد). وبنهاية اليوم الثالث فان لمراكز المفتوحة المتراكمة ستزداد من (2) إلى (3) وحجم التداول اليومي سيكون عقد واحد. ويزود الجدول (5) بإيضاح أكثر للأيام من الرابع إلى السابع. وكما يلاحظ من الجدول فإذا كان هناك شراء "البائع قديم" من "مشتري قديم" فان المراكز المفتوحة تنخفض. ومن جانب آخر، إذا كان هناك شراء "لمشتري جديد" من "مشتري قديم" فالمراكز المفتوحة لا تتغير. (Blank, et.al., 1991:22)

وقد أوضح (Working, 1962) بان مفهوم المراكز المفتوحة هو ما يميز سوق المستقبلات عن السوق النقدية. فهذا المفهوم هو غير موجود في الأسواق النقدية التي تعد وظيفتها الرئيسة تسهيل شراء وبيع السلع والخدمات مقابل الدفع الفوري النقدي. أما أسواق المستقبلات فهي موجودة لتسهيل التداول بالعقود النمطية بوصفها وسائل لإدارة المخاطرة والمضاربة. وتقيس المراكز المفتوحة العدد الإجمالي لهذه العقود القائمة غير المغلقة ولأنه مقابل كل متعامل يشتري العقد هناك متعامل يبيعه فان المراكز المفتوحة ربما تعد العدد الإجمالي للعقود المشتراة إلا أنها لم تباع إلى الآن أو العدد الإجمالي للعقود المباعة إلا أنها لم تشتري إلى الآن. (Malliaris, 2003:6)

الجدول (5) مثال على احتساب المراكز المفتوحة وحجم التداول بعقود المستقبلات

تسلسل الأيام	الصفقة		المراكز المفتوحة " الطويلة "	المراكز المفتوحة " القصيرة "	حجم التداول اليومي	المراكز المفتوحة
	المشتري	البائع				
1					0	0
2	(2)A	(2)B	(2)A	(2)B	2	2
3	(1)C	(1)D	(1)C · (2)A	(1)D · (2)B	1	3
4	(1)B	(1)E	(1)C · (2)A	(1)E · (1)D · (1)B	1	3
5	(1)D	(1)C	(2)A	(1)E · (1)B	1	2
6	(1)E	(1)A	(1)A	(1)B	1	1
7	(1)B	(1)A			1	0

ملاحظة: الأرقام بداخل الأقواس تمثل عدد العقود المشتراة أو المباعة. الحرف A،...، E ترمز للمتعاملين

Source: Blank, Steven C., Colin A. Carter and Brian H. Schmiesing, Futures and Options Markets: Trading in Financials and Commodities, N.J.: Prentice-Hall International, Inc. 1991:22

6.4 التنظيم القانوني لأسواق مستقبلات السلع Regulation of Commodity Futures Markets

إن الشروط والتدابير التنظيمية الرئيسة المتعلقة بعقود مستقبلات السلع الأمريكية يضمنها قانون بورصة السلع (CEA)⁽¹⁾ الذي تنفذه وتديره هيئة تنظيم رسمية مستقلة تدعى هيئة التداول

(1) Commodity Exchange Act, CEA.

بمستقبليات السلع (CFTC)⁽¹⁾، فال تداول بالمستقبليات في الأسواق المنظمة ينظم بشكل رسمي من قبل (CFTC). ويحظر قانون (CEA) الغش والاختلاس ونشر الشائعات والتلاعب بالسوق. وقد وافق الكونغرس على تأسيس جمعية المستقبلويات الوطنية (NFA)⁽²⁾. وهي المؤسسة الأولى المنظمة ذاتيا على مستوى صناعة المستقبلويات. (Brown and Errera,1987:8) وتحدد البورصة القواعد الحاكمة للأنشطة في قاعة التداول ولديها قسم مسئول عن مراقبة التداول لتحديد فيما إذا كان هناك أي شخص يحاول التلاعب بالسوق. وفي بعض الحالات المتطرفة ربما تختار البورصة تعليق التداول إذا ما وقعت أحداث غير عادية.

(Chance,1998:273)

والملاك التنظيمي بالبورصة هو المسئول عن مراقبة الالتزام بالمتطلبات المالية والأخلاقية لأعضاء البورصة وهو يخضع لرقابة وإشراف (CFTC). كما إن الانتهاكات لقواعد البورصة يمكن إن تقضي إلى غرامات كبيرة أو تعليق مؤقت أو ربما إلغاء للعضوية.

(NFA,1999:31)

وتقدم هيئة التداول بمستقبليات السلع تعويضات للأشخاص الذين لديهم السبب للاعتقاد بأنهم عانوا من الخسارة بسبب انتهاك قانون بورصة السلع أو تنظيمات الهيئة في صفقاتهم. وبرنامج التعويضات هذا هو بديل لإجراءات التحكيم في الصناعة وعلاجات المحاكم المدنية الاعتيادية. والقرارات ربما تستأنف من قبل الهيئة ذاتها أو من قبل محاكم الاستئناف المتخصصة. (CFTC,2003:5) وما يميز التداول بمستقبليات السلع هو إن المجتمع الاستثماري تكون لديه فكرة كاملة عما تفعله كل مجموعة من مجاميع المتعاملين بالسوق كل أسبوع وذلك عبر تقرير التزامات المتعاملين (Commitments of Traders Report) الذي تعده (CFTC). فهذا التقرير يعطي فكرة واضحة عن من يفعل ماذا وهو أشبه بتقرير تداول المطلعين في سوق الأسهم.

(CIG,2004:10)

والجدير بالذكر إن التداول بعقود مستقبلويات الطاقة في بورصة نيويورك التجارية والبورصات الرسمية الأخرى في الولايات المتحدة هو منظم من قبل هيئة (CFTC) وتحت مظلة قانون

(2) لقد تأسست هيئة التداول بمستقبليات السلع (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) في عام 1975 بمقتضى قانون هيئة التداول لعام 1974 (CME,2004:26). وهي تنظم بشكل قانوني جميع المستقبلويات وخيارات المستقبلويات المتداولة في أمريكا (Active Trader,2002:73).

(3) بدأت جمعية المستقبلويات الوطنية (National Futures Association, NFA) العمل في عام 1982، وهي مسؤولة عن حماية المستثمرين بأسواق المستقبلويات. ويتعين على الشركات والأفراد الذين يتداولون بالنيابة عن الجمهور الحصول على عضوية الجمعية (Active Trader,2002:73). رسالتها هي تقديم برامج وخدمات منظمة مبتكرة تضمن تكامل صناعة المستقبلويات وتحمي مشتركي السوق وتساعد أعضائها في الإيفاء بمسؤولياتهم التنظيمية (NFA,2000:3).

(CEA). والهدف من التنظيم القانوني لسوق المستقبلات هو ضمان بقاء السوق كأداة لإدارة المخاطرة السعرية واكتشاف الأسعار أو نشر معلومات التسعير عبر التداول عالي السيولة والعادل والمضمون ماليًا. إما الأهداف الأساسية لقانون (CEA) فهي الحيلولة دون التلاعب بالأسعار أو أية خروقات أخرى تهدد سلامة السوق وكذلك الضمان المالي لجميع الصفقات التي تخضع لهذا القانون وحماية جميع مشتركي السوق من الاحتيال أو الممارسات التعسفية الأخرى وسوء استخدام موجودات الزبائن وكذلك تشجيع الإبداع المسؤول والمنافسة العادلة بين الأسواق المختلفة وبين مشتركي السوق. وعلى الرغم من إن الهيئة هي وكالة فيدرالية مسؤولة عن تنظيم أسواق المستقبلات إلا أنها تتمتع بسلطة إصدار عقوبات مدنية إزاء الانتهاكات لتنظيماتها وكذلك إحالة الانتهاكات الجنائية لوزارة العدل للبت فيها. كما إن البورصات نفسها تحتل الصدارة في تحمل المسؤولية عن ضمان استمرار التداول المنظم وإن يكون السماسرة مؤهلين بشكل جيد ومسجلين فضلا عن إيداع الهوامش الكافية لضمان أداء العقد وكذلك اكتشافوا إيقاف عمليات الاحتيال أو التلاعب بالسوق واتخاذ الإجراءات التصحيحية قبل انهيار السوق. وفي المملكة المتحدة فإن أسواق مستقبلات السلع تنظم من قبل سلطة الخدمات المالية (FSA) ⁽¹⁾ وإن الكثير من المبادئ الأساسية للنظام البريطاني الخاص بتنظيم سوق مستقبلات السلع هي مشابهة لمبادئ النظام الأمريكي .

(DOE,2003:39-40)

5. مقارنة عقود مستقبلات السلع مع العقود الآجلة والفورية :

1.5 مقارنة عقود مستقبلات السلع مع العقود الآجلة :

إن العقد الآجل وعقد المستقبلات هما متشابهان في كل واحد منهما يتضمن عنصر المستقبلية (Futurity). فالعقود الآجلة هي صفقات يتفق فيها الطرفان على شراء أو بيع السلعة في وقت ما في المستقبل وبطل شروط يتفق عليها. لكن العقد الآجل هو عبارة عن أداة قانونية متفردة يتم تصميمها بشكل يلبي الاحتياجات الشخصية (Tailor-Made) للطرفين المتعاقدين.

(Brown and Errera,1987:5-6) ولان

شروط العقد فريدة وخاصة ومحددة فليس هناك عموماً "سوقاً" ثانوية نشطة للعقود الآجلة. وبالتالي فإن الطرفين يتحملان مخاطرة النكول. بالمقابل فإن عقود المستقبلات تعالج الكثير من مشاكل العقود الآجلة. فهي ليست عقوداً شخصية لوجود الطرف الثالث الضامن للأداء (دار التصفية) كما إن شروطها نمطية باستثناء السعر الذي يتم تحديده بالمزايدة العلنية، مع وجود سوق ثانوية نشطة تسهل مهمة إغلاق المراكز وتخلو من مخاطرة النكول بوجود عمليات التسوية اليومية للأرباح والخسائر .

(Reilly,1992:494-495) فعملية التأشير مع السوق

(1) Financial Services Authority, FSA.

هي السمة المميزة لأسواق المستقبلية عن الأسواق الآجلة. ففي الأسواق الآجلة عادة ما يتم تسوية الأرباح والخسائر في نهاية حياة العقد حينما يتم التسليم. إما أسواق المستقبلية فهي تضيق وتستقطع التغيرات السعرية على أساس يومي. وهذا يساعد على ضمان سلامة الأسواق لأن الخسائر تغطي وهي صغيرة في حينها بدلا من إن تتراكم وتصبح كبيرة بالنهاية وربما يكون صاحب المركز الخاسر غير قادر على تغطية الخسارة.

(Chance,1998:287)

وهذا يبرر سبب كون التداول المنظم⁽¹⁾ بعقود المستقبلية هو أكثر شيوعا بكثير من التداول بالعقود الآجلة (Ross,et.al.,1998:656). واختلاف التسوية بين العقدين يكمن في توقيت تحقق التدفقات النقدية ففي العقد الآجل تتحقق التدفقات في نهاية أجل العقد بينما تتحقق يوميا في عقد المستقبلية.

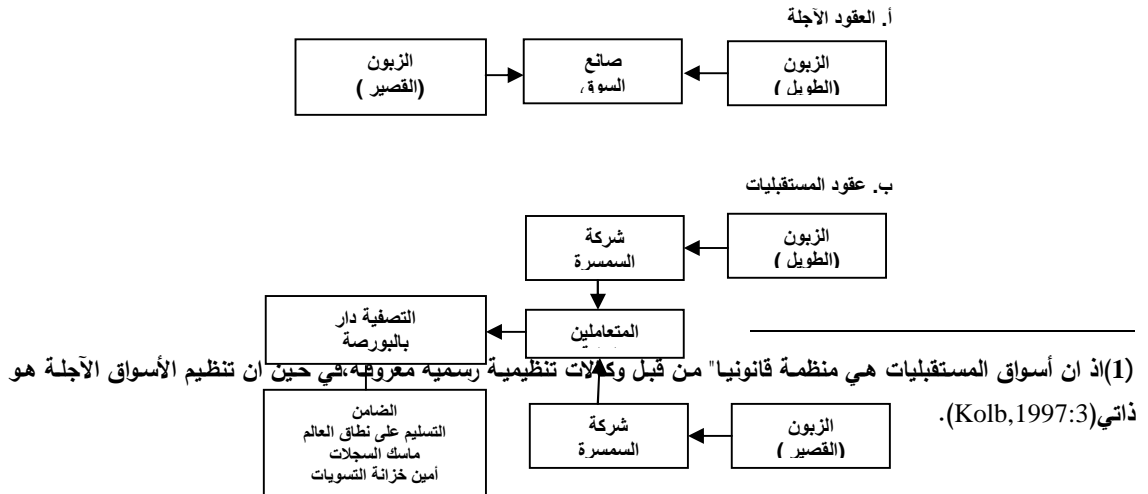
وربما تكون هناك الكثير من التدفقات النقدية الداخلة والخارجة خلال حياة عقد المستقبلية، لكن مع ذلك فإن السعر الصافي للمشتري يجب أن يكون السعر الذي أبرم به العقد أصلا.

(Ross,et.al.,1996:656)

وتتقلب أسعار المستقبلية من يوم لآخر وان مشتري وباعة العقد يحاولون تحقيق الربح من تغيرات الأسعار هذه وتدنيه مخاطرة التعامل بالسلع الأساس. (Chance,1998:6) ولعل

المتعامل البارز والدائم بالعقود الآجلة هو المصرف التجاري أو مصرف الاستثمار الذي يمارس دور صانع السوق ويتصل بشكل مباشر بالزبون. فالعقود الآجلة هي اتفاقات شخصية مباشرة بينما التعاقد بالمستقبلية هو أكثر تعقيدا. فالمستثمر الذي يرغب بالتداول في سوق المستقبلية عليه إن يتصل بالسمسار (FCM) ويضع له أمرا ليأخذ طريقه، عبر مسارات محددة، إلى حلبة التداول حيث سمسرة التنفيذ. وبعد تنفيذ الأمر تمرر التفاصيل لدار التصفية للتسجيل والمتابعة. وبذلك فإن المستخدمين النهائيين لعقد المستقبلية لا يتعاملون مع بعضهم بشكل مباشر بل يتصافون دائما مع دار التصفية التي تكون مسؤولة أيضا عن ضمان أداء العقد. ويوضح الشكل (7) التباين في إجراءات تنفيذ أوامر العقدين.

(Reilly and Brown,2000:939)



الشكل (7) آليات التداول بالعقد الآجل وعقد المستقبلات

Source: Reilly, Frank K. and Keith C. Brown, Investment Analysis and Portfolio Management, 6th ed., FortWorth: The Dryden Press, 2000:940

ويختلف عقد المستقبلات عن العقد الآجل في تاريخ التسليم. إذ انه يعين بدقة في يوم محدد في العقد الآجل بينما هذا لا يحصل في عقد المستقبلات. فالعقد يشار إليه بشهر تسليمه والبورصة تحدد مدة للتسليم وليس يوما واحدا. وبالنسبة لمستقبلات السلع فان مدة التسليم هي في الغالب شهر التسليم بالكامل. (Hull, 1989:5)

كما إن الغالبية العظمى من عقود المستقبلات لا تنتهي بالتسليم الفعلي، فحامل العقد يغلق مركزه قبل الاستحقاق. وبالمقابل فان التسليم يحدث عادة في العقود الآجلة. (Hull, 1989:9) والفرق المهم الآخر بين العقدين الآجل والمستقبلات هو الكيفية التي يتعامل بها النوعين من العقود مع احتمال فشل الطرف المقابل في تنفيذ التزاماته. فالعقود الآجلة ربما لا تطلب من أي من الطرفين إيداع ضمان، وفي هذه الحالة فان كل طرف يكون عرضة للنكال المحتمل من الطرف الآخر خلال حياة العقد. بالمقابل فان بورصة المستقبلات تطلب كل زبون بإيداع الهامش وقت إبرام العقد. (Reilly and Brown, 2000:942) وهذا يعني إن أطراف العقد

الآجل يكونون عرضة لمخاطرة النكول، أي مخاطرة عدم أداء الطرف المقابل لالتزاماته بمقتضى شروط العقد. لذلك فان صفقات العقود الآجلة عادة ماتبرم بين الجهات الموثوقة وذات الائتمان العالي. (VanHorne, 2001:157) ما يؤكد إن العقد الآجل هو اقل

سيولة⁽¹⁾ وأكثر تعرضا لمخاطرة النكول من عقد المستقبلات لأنه، وبخلاف عقد المستقبلات، ليس نمطيا ويتداول في السوق الموازية بدون دار تصفية ولا سوق ثانوية ولا تسوية يومية. (VanHorne, 1998:570) وعلى الرغم من إن الكثير من الأسواق الآجلة للسلع لا تتمتع بالسيولة إلا إن القليل من الأسواق مثل سوق برنت الآجل وأسواق العديد من المنتجات النفطية هي على درجة عالية من السيولة.

(1) الافتقار للسيولة هي واقع ناتج عرضي لمرونة العقد الآجل لان الخصوصية العالية في صياغة الاتفاق تحتاج لشخص معين كي يتقبلها وهذا هو سبب انخفاض قابلية العقد على التسويق (Reilly and Brown, 2000:343-344). كما انه يتداول في السوق الموازية التي تفتقر لمركزية التداول ومركزية اكتشاف السعر اللذين تتيحهما السوق المنظمة (NCFM, 2000:2).

(UNCTAD,1998:22)

وهناك قضية الشفافية في التداولات وبالتالي في الأسعار. ففي سوق المستقبلات يتم التداول بأسلوب النداء المفتوح في حلبة التداول أو باستخدام الطرق الالكترونية، وبالتالي فان تفاصيل التداولات تكون مشاهدة من جميع المشتركين في السوق باستثناء التداولات المتضمنة صفقات تبديل المستقبلات بالماديات (EFPs) التي لا تشاهد مباشرة خصوصاً وانها قد تحصل خارج ساعات العمل العادية للبورصة. إما في السوق الآجل فليس هناك مثل هذه الشفافية في التداولات. فبغياض دار التصفية لن يكون هناك إعلان للتداولات. وبينما تكون الكثير من التداولات المتحققة مكشوفة أمام مؤسسات تخمين الأسعار إلا انه ليست هناك شركة ملزمة بكشف تفاصيل أي تداول لأية شركة أخرى أو لأية مؤسسة تخمين. وبالتالي ليس هناك من أسعار معلنة بصورة مستمرة .

(Horsnell and Mabro,1993:200)

ويلخص الجدول (6) هدف ومزايا وعيوب العقد الآجل وعقد المستقبلات.

الجدول (6) هدف ومزايا وعيوب العقد الآجل وعقد المستقبلات

عقد المستقبلات	العقد الآجل	
تحويط المخاطرة السعرية	تسهيل التخطيط والتسويق	الهدف
تثبيت قيمة الخزين أو تمويل جزء من تكاليف التخزين	تثبيت الأسعار الآجلة	
ضمان استقرار العوائد	ضمان استقرار العوائد	المزايا
لامجال للتفاوض على مواصفات العقد	يتم تصميمها لتلبية احتياجات الطرفين المتعاقدين	
مخاطرة نكول بعدها الأدنى	تأمين السوق المادي للسلع	العيوب
من السهل عكس المركز المتخذ سلفاً"	من الصعب عكس المركز المتخذ سلفاً"	
ليس بالضرورة ان يتم التسليم المادي	مخاطرة نكول كبيرة	
رأس المال العامل مجمد في الهوامش	ليس هناك من إمكانية للإفادة من التحركات السعرية المؤاتية في السوق الفوري	
ليس هناك من إمكانية للإفادة من التحركات السعرية المؤاتية في السوق الفوري	ليس هناك من إمكانية للإفادة من التحركات السعرية المؤاتية في السوق الفوري	
ربما تكون هناك مخاطرة أساس كبيرة تؤثر بفاعلية التحوط	الإفطار للشفافية في التسعير	

Source:UNCTAD,A Survey of Commodity Risk Management Instruments ,Report by the UNCTAD Secretariat,April6,1998:22-24

2.5 مقارنة عقود مستقبلات السلع مع العقود الفورية :

إن العقد الفوري هو اتفاق بين المشتري والبائع الآن يوافق فيه بائع الموجود على تسليمه مباشرة للمشتري،وبالمقابل يوافق فيه المشتري على دفع مبلغ ذلك الموجود مباشرة.عليه فان السمة المميزة للسوق الفوري هي التبادل الفوري والمباشر للنقد مقابل الموجود أو ما يسمى في الغالب بالتسليم مقابل الدفع. (Sunders,2000:556) وهذا يعني إن ما

يتميز عقود المستقبلات عن العقود الفورية هو تاريخ تنفيذ الالتزامات المترتبة على النوعين من العقود.فعقود المستقبلات هي عقود نمطية تنفذ في تاريخ لاحق (تاريخ التسليم) بسعر يحدد في تاريخ سابق (تاريخ إبرام العقد) إما العقود الفورية فالتسليم والدفع فيها يحدث بشكل فوري.ولكن

لفترض بان المشتري في حاجة إلى السلعة في المستقبل وليس الآن. حينئذ سيجد أمامه ثلاثة بدائل:

- * البديل الأول : هو شراء السلعة الآن وتخزينها إلى حين الحاجة إليها.
 - * البديل الثاني : هو الانتظار حتى تاريخ الحاجة إلى السلعة ثم شراءها من السوق الفوري.
 - * البديل الثالث : هو التعامل في سوق المستقبلات وذلك بشراء السلعة بسعر متفق عليه مسبقاً، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق يناسب توقيت الحاجة إلى السلعة.
- وبالطبع تختلف المخاطر والتكاليف المصاحبة للبدائل الثلاثة. ففي ظل البديل الأول يتكبد المشتري تكاليف التخزين. وفي ظل البديل الثاني هناك مخاطرة تغير سعر السلعة في السوق الفوري في تاريخ الشراء مقارنة بما كان عليه قبل ذلك. إما في ظل البديل الثالث، أي التعامل في سوق المستقبلات، فلا توجد تكاليف للتخزين كما تتخفف أو تزول المخاطرة السعرية.
- (هندي، 1994: 324-

(325)

6. تأثير التداول بسوق مستقبلات السلع على السوق الفوري :

إن تأثير أسواق المستقبلات على الأسواق الفورية هو بالغ الأهمية لأن أي تأثير باعث على عدم الاستقرار في الأسواق الفورية بسبب تداول المستقبلات من الممكن أن يلحق الضرر بالمتعاملين في السوق النقدي ويقلل كفاءة هذا السوق. وفي هذه العملية ربما ينجح بعض المضاربين المهرة في مصادرة ثروة مشتركي السوق، الأقل اطلاعاً ومعرفة. وقبل نقاش الدليل التجريبي، يتوجب علينا الإشارة للوظيفتين الرئيسيتين لأسواق المستقبلات. فأسواق المستقبلات تسمح للمنتجين (Producers) والمعالجين (Processors) بالتحوط، أي بتحويل المخاطرة السعرية للمضاربين المحترفين وتسمح بألية اكتشاف السعر. وبهذا المعنى الأخير فإن سوق المستقبلات يعمل كأداة معلوماتية (تنبؤية). والدليل يشير بان أسواق المستقبلات أسهمت، بظل الظروف الطبيعية، في استقرار السوق الفوري وبتحسين ربحية المنتجين والمعالجين. وهذه النتيجة تحققت بالمعلومات السوقية المتزايدة التي تزودها أسواق المستقبلات لهؤلاء المتعاملين. ومن بين الاختبارات التجريبية هــ اختبارات (COX, 1976) و (Gardner, 1976)، و (Grossman, 1977)، و (Peck, 1976)، و (Turnovsky, 1980). دراسة (COX, 1976) قدمت دليلاً داعماً للفرضية القائلة بان "أسواق المستقبلات زادت من كفاءة الأسواق الفورية". والسبب الأساس كان التدفق المتزايد للمعلومات. ودليل (Gardner, 1976) يدعم دليل (COX) لأسواق فول الصويا والقطن. وقد أكد (Grossman, 1977) ثانياً على الدور المعلوماتي لأسواق المستقبلات وأشار بشكل مقنع بأنه لطالما إن أسعار المستقبلات والأسعار الفورية تمثل نتائج التفاعل بين المتعاملين المطلعين فان المتعامل غير المطلع يستفيد من معلومات

الأسعار وبالنتيجة يتعزز التخصيص الزمني للمورد. وقد عرض (Peck,1976) أيضا "دليلا" حول تأثيرات الاستقرار لأسواق المستقبلية. فالتأثير على السلع غير القابلة للتخزين (مثل الماشية) كان أكبر بكثير من التأثير على السلع القابلة للتخزين (مثل الحنطة). وقد قدم (Turnovsky,1980) "دليلا" على الدور الاستقراري لسوق المستقبلية واستنتج بأنه يسهل قرارات الإنتاج والتخزين. لذلك يمكن الاستنتاج بان تأثير أسواق المستقبلية على الأسواق الفورية هو ايجابي عموما". (Khoury,1984:186-187) كما إن العديد من الدراسات الأكاديمية والتجارية استنتجت أيضا "بان أسواق المستقبلية لاتسبب بارتفاع أو انخفاض السوق الفوري. فكل من السوق الفوري وسوق المستقبلية يسببان عوالم العرض والطلب نفسها". (CFTC,2003:3) واغلب الدراسات بخصوص تأثير التداول بالمستقبلية على السوق الفوري قارنت التقلب بأسعار السوق الفوري قبل وبعد بدء التداول بالمستقبلية. والدلائل التجريبية تؤكد بان تداول المستقبلية لايزيد من تقلب السوق الفوري. والواقع إن بعض الدراسات وجدت بان التقلب بالسوق الفوري انخفض بعد بدء التداول بالمستقبلية. ويلخص الجدول (7) بعض الدراسات على هذا الموضوع. وكما يوحي الجدول فان الدليل يوضح بان تداول المستقبلية لم يكن السبب في عدم استقرار السوق الفوري.

(Kolb,1997:108)

الجدول (7) التداول بالمستقبلية وتقلب السوق الفوري

النتائج الرئيسية	الدراسة
التداول بالمستقبلية خفض التقلب في سوق البصل	(working,1960)
التداول بالمستقبلية خفض التقلب في سوق البصل	(Gray,1963)
أسعار الماشية الحية أصبحت أكثر استقرارا" بعد بدء التداول بالمستقبلية	(Powers,1970)
أسعار الماشية الحية أصبحت أكثر استقرارا" بعد بدء التداول بالمستقبلية	(Taylor and Leuthold,1974)
تواصل انخفاض التقلب بأسعار خام برنت بعد بدء التداول بالمستقبلية	(Antoniou and Foster,1992)

بتصرف من الباحث

Source: Kolb, Robert W., Understanding Futures Markets, 5th ed., UK: Blackwell Publishers, 1997: 109

الاستنتاجات

1. إن سوق مستقبلية السلع هو سوق لعقود المستقبلية وليس للسلعة المادية الأساس. إذ أن الذين يتخذون مراكب طويلة يوعدون باستلام السلعة الأساس ويدفعون عند الاستحقاق سعر

مستقبلات السلعة، أما الذين يتخذون مراكب قصيرة فهم يوعدون بتسليم السلعة الأساس واستلام سعر المستقبلات عند الاستحقاق.

2. تؤدي سوق مستقبلات السلع عدداً من الوظائف الاجتماعية التي تلبي بعض الأهداف الاجتماعية. فلو لم تؤدي هذه الوظائف المجتمعية الهادفة لتلاشت من الوجود منذ زمن طويل. إذ تلبي أسواق مستقبلات السلع احتياجات ثلاث مجاميع من مستخدمي سوق المستقبلات وهم: أولئك الراغبين بالتحوط وأولئك الراغبين باكتشاف المعلومات على الأسعار المستقبلية للسلع وأولئك الراغبين بالمضاربة. وهذا يعني إن الوظائف الثلاث الرئيسية لأسواق المستقبلات هي التحوط واكتشاف السعر والمضاربة.

3. إن المتعاملين بسوق مستقبلات السلع على أصناف عدة وكلّ يؤدي دوره سواء داخل قاعة التداول أم خارجها وعلى وفق آليات محددة وإجراءات دقيقة ومراقبة لتنفيذ الأوامر وبرعاية دار التصفية التي تؤدي أدواراً ووظائف مهمة جداً داخل سوق مستقبلات السلع. ولضمان الأداء الشفاف والموثوق لسوق مستقبلات السلع فيتعين إن تكون على درجة عالية من التنظيم القانوني.

4. إن لعقود مستقبلات السلع العديد من المميزات التي تمنحها التفرد والتميز على كل من العقود السلعية الآجلة والفورية.

5. إن التداول بسوق مستقبلات السلع لا يزيد من تقلب السوق الفوري بل إن بعض الدلائل التجريبية وجدت انخفاضاً في تقلب السوق الفوري بعد بدء التداول بالمستقبلات.

التوصيات

1. لفت أنظار الجهات المسؤولة وكذا المجتمع الاستثماري في العراق للأهمية البالغة لإقامة سوق مستقبلات السلع ودوره في تأدية وظائف التحوط واكتشاف الأسعار والمضاربة، وذلك عبر إعداد ونشر المزيد من البحوث وإقامة المؤتمرات والندوات والدورات المتخصصة في هذا المجال.

2. تلبية المتطلبات الضرورية كافة لإقامة مثل هذا السوق في العراق وتهيئة المناخ الاستثماري المشجع لاستقطاب المؤسسات المالية الدولية التي تلعب دوراً مهماً في حفز الأنشطة التداولية للسوق وتفعيل حضوره الدولي بدلاً من تحجيمه وجعله ينكفي على النماذج المحلية الضيقة للأسواق، خصوصاً وأن لدى العراق الأساس المادي (في مجال النفط الخام على الأقل) الذي بالإمكان تكييفه لإنجاح مثل هذه التجربة.

قائمة المصادر

أولاً: المصادر العربية

الكتب:

1. هندي، منير إبراهيم، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، عمان: المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، 1994.

- 2.Blank,Steven C.,Colin A. Carter and Brian H.Schmiesing,Futures and Options Markets: Trading in Financials and Commodities,N.J.:Prentice–Hall International,Inc.1991.
- 3.Brown,StewartL. and Steven Errera,Trading Energy Futures: Manual for Energy Industry Professionals, N.Y.:Quorum Books,1987.
4. Chance, Don M.,An Introduction to Derivatives,4thed.,Forth Worth: The Dryden Press,1998.
- 5.Corrado,Charles J. and Bradford D. Jordan, Fundamentals of Investments: Valuation and Management, Boston:Irwin/McGraw-Hill,2000.
- 6.Eun,Cheol Sand Bruce G.Resnick,International Financial Management,2nded.,Boston:Irwin/McGraw-Hill ,2001.
- 7.Francis,JackClark,Investments:Analysis and Management,2nded.,N.Y.:McGraw-HillBook Company,1976.
- 8.———,Investments: Analysis and Management,5thed.,N.Y.:McGraw-Hill,Inc,1991.
- 9.———,Management of Investments,3rded.,N.Y.:McGraw–Hill,Inc.,1993.
- 10.Garbade,Kenneth,Securities Markets,N.Y.:McGraw–Hill Book Company,1982.
- 11.Grinbatt,Mark and Sheridan Titman, Financial Markets and Corporate Strategy,Boston:Irwin/McGraw–Hill ,1998.
- 12.Horsnell,Paul and Robert Mabro,Oil Markets and Prices: The Brent Market and the Formation of World Oil Prices,London:Oxford University Press,1993.
- 13.Howells,Peter and Keith Bain, Financial Markets and Institution,3rded.,UK:Prentice–Hall,2000.
- 14.Hull,John C.,Options,Futures,and Other Derivative Securities,N.Y.:Prentice–Hall,1989.
- 15.———,Introduction to Futures and Options Markets,3rded.,N.Y.:Prentice-Hall,1998.
- 16.Johnson,Hazel J.,Global Financial Institution and Markets,UK:Blackwell Publishers,2000.
- 17.Khoury,Sarkis J.,Speculative Markets,N.Y.:Macmillan Publishing Company,1984.
- 18.Kolb,Robert W.,Understanding Futures Markets,5thed.,UK:Blackwell Publishers,1997.
- 19.Levy,Haim and Marshall Sarnat,Capital Investment and Financial Decisions,5thed.,N.Y.:Prentice-Hall ,1994.
- 20.Peck,A.E.,Selected Writings On Futures Markets, Reading in Futures Markets, Volume II,USA:Chicago Board of Trade, 1977.

21. Powers, Mark and David Vogel, *Inside the Financial Futures Markets*, N.Y.: John Wiley & Sons, 1981.
22. Reilly, Frank K., *Investments*, 3rd ed., Fort Worth: The Dryden Press, 1992.
23. ——— and Keith C. Brown, *Investment Analysis and Portfolio Management*, 6th ed., Fort Worth: The Dryden Press, 2000.
24. Ritter, Lawrence S., William L. Siberian Gregory F. Udell, *Principles of Money, Banking, and Financial Markets*, 10th ed., Reading: Addison-Wesley, 2000.
25. Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, and Jeffrey F. Jaffe, *Corporate Finance*, 4th ed., Boston: Irwin / McGraw-Hill, 1996.
26. ———, and Bradford D. Jordan, *Fundamentals of Corporate Finance*, 4th ed., Boston: Irwin/McGraw-Hill, 1998.
27. Samuels, J.M., F.M. Wilkes, and R.E. Brayshaw, *Management of Company Finance*, 6th ed., London: Chapman & Hall, 1995.
28. Sharpe, William F. and Gordon J. Alexander, *Investments*, 4th ed., N.J.: Prentice-Hall, 1990.
29. Sunders, Anthony, *Financial Institutions Management: A Modern Perspective*, 3rd ed., Boston: Irwin/ McGraw-Hill, 2000.
30. Teweles, Richard J., Charles V. Harlow, and Herbert L. Stone, *The Commodity Futures Game*, N.Y.: McGraw-Hill Book Company, 1974.
31. VanHorne, James C., *Financial Management and Policy*, N.J.: Prentice-Hall, 1998.
32. ———, *Financial Market Rates and Flows*, 6th ed., N.J.: Prentice-Hall, 2001.

ب. الدوريات :

33. Bessembinder, H. and P.J. Seguin, *Price Volatility, Trading Volume, and Market Depth*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.28, No.1, March 1993.
34. Chiang, R., G.D. Gay, and R.W. Kolb, *Commodity Exchange Seat Prices*, *The Review of Futures Markets*, Vol.6, No.1, 1987.
35. Edwards, Franklin R. and Slain N. Neftci, *Extreme Price Movements and Margin Levels in Futures Markets*, *The Journal of Futures Markets*, Vol.1, 1988.
36. Figlewski, Stephen, *Margins and Market Integrity: Margin Setting for Stock Index Futures and Options*, *The Journal of Futures Markets*, Vol.4, 1984.
37. Fishe, R.P., L.G. Goldberg, T.F. Gosnell, and S. Sinha, *Margin Requirements in Futures Markets: Their Relationship to Price Volatility*, *The Journal of Futures Markets*, Vol.10, No.5, October 1990.
38. Gay, Gerald D., W.C. Hunter, and R.W. Kolb, *A Comparative Analysis of Futures Contract Margins*, *The Journal of Futures Markets*, Vol.6, 1986.

39. Johnson, Leland L., The Theory of Hedging and Speculation in Commodity Futures, The Review of Economic Studies, Vol. XXVII, No. 73, 1960.
40. Moser, J. T., Determining Margin for Futures Contracts: The Role of Private Interest and the Relevance of Excess Volatility, Economic Perspectives, Vol. 16, No. 2, (March-April) 1992.
41. Stoll, Hans R., Commodity Futures and Spot Price Determination and Hedging in Capital Market Equilibrium, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. XIV, No. 4, November, 1979.
- ج. شبكة المعلومات الدولية :
42. Active Trader Staff, The Futures Advantage, Active Trader Magazine, October 2002.
43. Benhamou, Eric and Grigories Mamalis, Commodity Markets: Overview, 2003.
44. CBOT-Chicago Board Of Trade, Trading in Futures Can Provide Considerable Financial Rewards, 2001.
45. CFTC-Commodity Futures Trading Commission, Economic Purposes of Futures Trading, 2003.
46. CIG-Cornerstone Investor Group: Florida/USA, Introduction to Futures and Options: Understanding the Mechanics, 2004.
47. CME-Chicago Mercantile Exchange, Feature of Futures Markets: Basics of Trading, 2004.
48. COT-Commodity Option Training (Web Site), Commodity and Option Basic Training, 2003.
49. Day, Theodore E. and Craig M. Lewis, Margin Adequacy and Standards: An Analysis of the Crude Oil Futures Market, June 1999.
50. DOE-Department of Energy/USA, The Pricing of Crude Oil, 2003.
51. Kissler, Dennis and Paul Pozzi, Milk Hedging Strategies Utilizing Futures and Options, 2004.
52. Malliaris, A. G., Futures Markets: Why Are They Different?, 2003.
53. MGEX-Minneapolis Grain Exchange, Examining Futures and Options, 2001.
54. NFA-National Futures Association, A Guide to Understanding Opportunities and Risk in Futures Trading, 1999.
55. —————, Buying Options on Futures Contracts: A Guide to Uses & Risk, 2000.
56. NYMEX-New York Mercantile Exchange, Why Do They Need to Yell and Make Funny Gestures?, 2003.
57. —————, A Guide to Energy Hedging, 2004.
58. Options University, Commodity and Option Trading Basics, 2003.
59. Parcell, Joe and Vern Pierce, Using Commodity Futures as a Price Forecasting Tool, December 15, 2000.

60.UNCTAD-United Nations Conference on Trade and Development, A Survey of Commodity Risk Management Instruments, Report by the UNCTAD Secretariat, April 6, 1998.

61. Van Vactor, Samuel A., Flipping the Witch: The Transformation of Energy Markets, Submitted for a ph.D., Scott Polar Research Institute, Darwin College, University of Cambridge, February 12, 2004.

د.التقارير والنشرات :

62.NCFM-National Stock Exchange's Certification in Financial Markets, Derivatives Core Module, Workbook, National Stock Exchange of India Limited, Mumbai, 2000.