

## المنتجات المستحدثة محل التداول في بورصة الأوراق المالية

### Legal regulation of preventive investment in algeria

أ. د حسينة شرون<sup>(1)</sup> ط. د. قاسمي الرزقي

أستاذة التعليم العالي - كلية الحقوق والعلوم السياسية - مخبر أثر الاجتهاد القضائي على حركة  
التشريع - جامعة محمد خيضر - بسكرة (الجزائر)

rezkigasm@yahoo.fr

h.cherroun@univ-biskra.dz

تاريخ النشر

تاريخ القبول:

تاريخ الارسال:

25 مارس 2020

16 فيفري 2020

13 أكتوبر 2019

### الملخص:

تمثل المنتجات محل التداول في بورصة الأوراق المالية السلعة التي يتمحور حولها النشاط، ومن ثم فإنها تعد عصب الحياة لهذه السوق، مما يعني وجود علاقة قوية وتأثير متبادل، بين تطور أسواق الأوراق المالية وتنوع المنتجات المستعملة فيها، وأن تحديث الأوراق المالية أخذ أبعاداً واسعة في الأسواق المالية الدولية، فلم تعد هذه المنتجات تنحصر في الأدوات التقليدية، بعد أن توصلت الهندسة المالية إلى ابتكار منتجات جديدة، عرفت باسم المشتقات المالية، بغرض توفير السيولة الكافية للمشاريع الاستثمارية المتزايدة، بالإضافة إلى التقليل من حجم المخاطر الاستثمارية، وذلك بتوزيعها على أطراف متعددة، وهو ما سمح فعلاً بزيادة حركية أسواق الأوراق المالية وتطورها، رغم ما عرفته الأسواق المالية العالمية من أزمات خانقة بعد ظهور هذه المنتجات. وعليه سنحاول من خلال هذه الوثيقة البحثية الوقوف على حقيقة هذه المنتجات المالية المستحدثة، والبحث في ما إذا تم تنظيمها من قبل المشرع الجزائري.

**الكلمات المفتاحية:** المنتجات المستحدثة، التداول، بورصة الأوراق المالية، المشتقات المالية، مخاطر

المشتقات.

### Abstract :

The products traded in the stock exchange are the commodity that is the focus of activity and therefore these products are the life nerve of this market. This means that there is strong relationship and mutual effect between the development of stock markets and the diversity of products used. And that the modernization of securities took a large dimension in international financial markets, These products are no longer confined to traditional instruments, as financial engineering has developed new products, known as derivatives, In order to provide sufficient liquidity to the increasing investment projects, in addition to reducing the size of investment risks, by distributing them to multiple parties, which actually allowed the increase in the dynamics of the stock markets and their development, despite the severe global financial markets experienced crises after the emergence of these products. Thus, we will try through this research document to determine the reality of these new financial products, and to examine whether they were regulated by the Algerian legislator.

**key words :** New Products, the Trading, Stock Exchang, finmcal Derivatives, Derivatives risks.



## مقدمة:

باعتبار أن بورصة الأوراق المالية سوقا كغيرها من الأسواق الأخرى، فإن لها حتما منتجات تكون محلا للتعامل فيها، وتختلف عن غيرها من السلع المتداولة في باقي الأسواق لما لها من خصوصيات، جعلتها أساسا ومحورا للتداول في هذه السوق، وأهم عامل في تطورها على المستوى الدولي، بحيث أصبحت بورصات الأوراق المالية المحرك الأساسي لاقتصاديات الدول العظمى بفضل ما توفره من سيولة مالية للمشاريع الاقتصادية، كنتيجة لتسويق هذا النوع من المنتجات المالية التي تصدرها منشآت الأعمال وتمنح كحقوق للمستثمرين، مقابل الحصول على التمويل اللازم للمشاريع، هذه المنتجات التي قد تأخذ إما شكل صكوك ملكية أو صكوك مديونية.

بالإضافة إلى الأدوات المالية التقليدية السابقة، فقد أدت التطورات الاقتصادية في العقود الأخيرة إلى نمو سريع في حجم الأوراق المالية وذلك بظهور منتجات مالية جديدة، أملتتها التحولات المالية المتزامنة مع التقدم الهائل الذي عرفته تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، والحاجة المالية إلى مثل هذه المنتجات. حيث تسهل عملية نقل المخاطر وتوزيعها على عدد كبير من المستثمرين، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في بورصة الأوراق المالية، ويصطلح على هذه الأدوات اسم المشتقات المالية.

وعليه فإن أهمية هذه الدراسة تكمن في الوقوف على حقيقة هذه المنتجات المالية المستحدثة، وذلك باستقراء وتحليل مختلف النصوص التشريعية المنظمة للأوراق المالية المتداولة في البورصة.

إذا تأسيسا على ما سبق ذكره فإن إشكالية هذا البحث تتمحور حول حقيقة المنتجات المالية المستحدثة، وهل تكفل المشرع الجزائري بتنظيمها؟. على أن تكون دراستنا لها في بحثين بالتركيز على ماهية الأوراق المالية المشتقة، ثم التعرض لمخاطر المشتقات المالية ثانيا.

## البحث الأول: ماهية الأوراق المالية المشتقة

إن الأدوات المالية التقليدية المتعارف عليها، ليست آخر ما تم التوصل إليه في عالم المال والأعمال، بل هناك ابتكارات جديدة قدمتها الهندسة المالية، أصبحت محلا للتداول في الأسواق المالية العالمية، تعرف بالمشتقات المالية، ولذا فإن من مقتضيات هذه الدراسة الإحاطة بها ضمن هذا البحث، محاولين التعريف بها مع التركيز على موقف المشرع الجزائري من هذه المنتجات المالية، ثم ذكر أنواعها.

### المطلب الأول: التعريف بالأوراق المالية المشتقة (المشتقات المالية)

#### *Derivatives Securities ( financial Derivatives )*

تعرف المشتقات المالية على أنها: "نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كأسهم والسندات"<sup>1</sup>. كما تعرف بأنها: "عقود يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي، ويتحمل المتعامل بها تكلفة، لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد، فضلا عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر لأطراف المشتقة على الأصل المالي محل التعاقد"<sup>2</sup>. وعرفت أيضا بأنها: "عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية و...)، لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية"<sup>3</sup>. وبمعنى آخر هي: "أوراق مالية تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية لورقة مالية أخرى محدد مثل السهم العادي أو السند، وبالتالي فليس للمشتقات المالية حقوق مالية مباشرة على أصول حقيقية"<sup>4</sup>.

بناءً على التعاريف الفقهية السابقة يمكن القول أن المشتقات المالية ما هي إلا عقود ثانوية تستخلص من عقود أصلية، أساسية، تتعلق بأوراق مالية عادية ويكون تنفيذها مستقبلا، ونظرا لعدم وضوح طبيعتها القانونية، يمكن تشبيهها لحد بعيد بالوعد بالعقد. ومن أهم الخصائص المميزة لها أنها:

- عقود فرعية؛ أي يستند وجودها على عقود أصلية سابقة.
- قيمة المشتقة تبنى على الأرباح أو الخسائر التي تحققها الأدوات المالية الأصلية (أسهم، سندات).

كما أنه ومن خلال ما ورد في التعريف الثاني للمشتقات المالية بأنها: "...عقود يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي، ويتحمل المتعامل بها تكلفة، لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد..."، نستشف عينة من المزايا التي تقدمها المشتقات المالية للأسواق المالية في حال استخدامها بكفاءة، في مجال التحوط وإدارة المخاطر الاستثمارية، إذ أنه وبحسب التعريف تكون تسويتها في تاريخ لاحق، أي أن الدفع لا يكون حاليا ويعطي للمستثمر فرصة إعادة البيع للحصول على فوائد من دون تحمل أي تكاليف.

تكاليفها تكون منخفضة بالنظر لقيمة الأصل المالي محل العقد، وهو ما يزيد في تداولها بكثره بين المستثمرين في السوق وبالتالي توفير سيولة مالية أكبر. إذا فالمشتقات المالية تمكن من دعم فرص الاستثمار وتحقيق الإيرادات وزيادة الأرباح، وتقلل من تكاليف المعاملات التقليدية في الأسواق المالية<sup>5</sup>.

كما تعد أسواق عقود المشتقات مهمة لتزويد المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل المالي في المستقبل، والذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر، لذا يقال أنها أداة جيدة

لاستكشاف السعر، أي تحديد المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.<sup>6</sup>

هذا بالإضافة إلى تميز عقود المشتقات بسرعة وسهولة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، وذلك بسبب مرونتها وسيولتها المتميزة<sup>7</sup>، إلى جانب دعم كفاءة سوق الأوراق المالية، إذ توفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغباتهم، سواء من حيث العائد أم المخاطرة<sup>8</sup>، وغيرها من المزايا التي يمكن أن تحققها بورصة الأوراق المالية من رواء اعتماد تداول المشتقات المالية.

وتجدر الإشارة بصدد هذا النوع من العقود أو الأوراق المالية المشتقة إن صح القول كما يصطلح عليها، أن المشرع الجزائري لم يتناولها بالتنظيم، إذ باستقراء أحكام المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري<sup>9</sup>، والتي عرف بموجبها المشرع الأوراق المالية بأنها: "سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف وتسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدر أو حق مديونية عام على أموالها".

يتبين أن المشرع الجزائري حصر الأوراق المالية في السندات دون غيرها من القيم المنقولة الأخرى، والمعلوم أن السندات تعد أحد أنواع الأوراق المالية. وبالتالي يمكن القول أن المشرع لا يميز بين الأسهم والسندات، حيث أن الأحكام التي وردت في نص المادة تسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأس مال الشركة المصدر تتعلق بالأسهم، فهي فقط القيم المنقولة التي تعتبر أداة ملكية، مما يسمح لمالكها (المساهم أو من انتقل إليه السهم) بالتمتع بحق تملك جزء من رأس مال الشركة المصدر، في حين أن السندات تعد ديناً في ذمة الشركة، ولهذا كان من الأفضل استعمال مصطلح الصكوك المالية بدل السندات.

وعليه فإذا أخذنا بهذا التعريف المقدم للأوراق المالية ضمن أحكام القانون التجاري يمكن القول أن المشرع لا يعتد بالمنتجات المالية المستحدثة، أما إذا رجعنا إلى أحكام المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة<sup>10</sup> سواء قبل أو بعد آخر تعديل وتتميم له بموجب القانون 04/03<sup>11</sup>، فإنه لم يتناول القيم المنقولة بجميع أنواعها بالرغم أنه القانون الإطار لهذه السوق، والذي كان يفترض فيه أن يتناول كل جوانب السوق بالتفصيل، في حين أنه ركز على الجانب الشكلي للسوق فقط؛ حيث تطرق للوسطاء في عمليات البورصة، شركة إدرأ البورصة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والأحكام الجزائية في أربعة أبواب متتالية، بالإضافة إلى باب خامس خاص بأحكام مختلفة.

وبالمقابل أهمل أهم شيء قامت لأجله هذه السوق، وهو إطارها الموضوعي، ألا وهي القيم المنقولة التي أنشأت هذه السوق خصيصاً لتكون محلاً لتداول هذه المنتجات المالية. غير أنه وبالرجوع إلى نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03/97 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة<sup>12</sup>، نجد بعض الإشارات للقيم المنقولة دون تفصيل، حيث جاء في نص المادة رقم 16 منه بأنه: "يجب أن يكون قبول القيم المنقولة في عمليات التداول في البورصة محل طلب قبول..."، كما نصت المادة رقم 17 بأنه: "يجب على أي شركة تطلب قبول سندات في عمليات التداول في البورصة أن تعين وسيطاً في عمليات البورصة...".

في حين المادة رقم 30 تحيلنا مباشرة على القانون التجاري الجزائري بخصوص محل التداول في هذه السوق، حيث جاء فيها بأنه: "لا تقبل في التداول في البورصة إلا القيم المنقولة الصادرة عن الشركات بالأسهم طبقاً للأحكام المنصوص عليها في القانون التجاري"، وحتى بعد تعديل وتتميم هذا النظام بموجب النظام رقم 01/12<sup>13</sup>، فإنه لم يأتي بجديد بخصوص القيم المنقولة المتداولة في البورصة، مما يعني أن المشرع الجزائري في ما يخص الأوراق المالية محل التداول في بورصة القيم المنقولة، قد اكتفى بأحكام القانون التجاري، مع العلم أن الأسواق المالية هي مجالات تتطور بسرعة لتلائم متطلبات المشاريع الاقتصادية، وبالتالي تحتاج لتجديد تشريعاتها بصورة متسارعة لمواكبة التطورات الحاصلة في المجال الاقتصادي.

وعليه يمكن القول أن سبب عدم وجود تطبيق لهذه المنتجات المستحدثة في بورصة الأوراق المالية الجزائرية، يمكن رده إما لحدثة البورصة الجزائرية، كما هو الحال بالنسبة لأغلبية البورصات في العالم العربي، والدليل على ذلك أن المشرع الجزائري كما رأينا لم يتطرق لا في قانون البورصة ولا في أنظمتها المتعددة لموضوع التعامل داخل هذه السوق، واكتفى بأحكام القانون التجاري التي تعد في حدودها أكثر جمود من القواعد القانونية والتنظيمية لهذه السوق، والتي تحتاج لأحكام تساير التغيرات المتسارعة التي يتطلبها الاستثمار في المجال الاقتصادي. أو لما يشوب المعاملات بهذه القيم، باعتبار أن الغاية منها هي المضاربة على حصول تغيير في الأسعار<sup>14</sup>.

وبالتالي يمكن القول أن بورصة الأوراق المالية الجزائرية لا تزال متخلفة عن البورصات العالمية، ولن تستطيع أن تحقق الغاية المنشودة منها، إذا لم يرق المشرع بتحديث القواعد القانونية المنظمة لها وإدراج هذه المنتجات المستحدثة، للاستفادة من مزاياها، مع الأخذ بعين الاعتبار مخاطر وعيوب التعامل بها، وذلك بإسناد الأمر لمختصين في المجال القانوني والاقتصادي على حد سواء، أملاً في تحقيق كفاءة عالية للسوق، من خلال جلب المستثمرين لتوفير السيولة المالية للمشاريع الاقتصادية.

### المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية

تضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من الأنواع من أبرزها<sup>15</sup> :

#### الفرع الأول: عقود الخيارات *Options contracts*

تعتبر عقود الخيارات أحد أهم المشتقات المالية المستخدمة في إدارة التحوط من المخاطر المالية<sup>16</sup> التي قد يتعرض لها المستثمر، حيث تساهم في تسهيل عمليات التداول في الأوراق المالية المتنوعة (أسهم، سندات...) بغرض الاستثمار، أو المضاربة، أو الحماية من تقلبات السوق<sup>17</sup>، ويمثل عقد الخيار كما يطلق عليه: "حقاً للمشتري (وليس التزاماً) في بيع أو شراء شيء معين، بسعر معين خلال فترة زمنية معينة، ويلتزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية"<sup>18</sup>، وتعرف علاوة الصفقة الشرطية (ثمن الخيار) بأنه: "تعويض متفق عليه يدفع للبائع في البورصة من قبل المشتري مقابل تمتعه بحق شراء أو حق بيع أوراق مالية خلال فترة زمنية محددة وهذا المبلغ غير قابل للرد سواء نفذ المشتري حقه أو لم ينفذه"<sup>19</sup>.

إذا يمكن اعتبار عقد الخيار نوع فريد من أنواع التعاقد المالي، لأنه يسمح للمتعاقد في استخدام حقه في الخيار لشراء أو بيع الأصل المالي، متى رأى أن ذلك العمل نافعا له، أما إذا كان ضارا به فسوف لا يستخدمه.

#### الفرع الثاني: العقود المستقبلية *Futures contracts*

هي عقود يتم من خلالها تسليم واستلام أصل مالي في وقت محدد في المستقبل ويتحدد السعر وقت إنشاء العقد، إلا أن العقد المستقبلي نمطي، من حيث عدد الوحدات في العقد الواحد، وتاريخ التسليم، ونوعية الأصل المتداول ومستوى جودة الأصل نمطية لكل نوع من العقود، بالإضافة إلى إمكانية تغيير سعر العقد المستقبلي خلال فترة التعاقد، وهذا غير ممكن بالنسبة للعقد الآجل<sup>20</sup>. إذا فالعقود المستقبلية هي عقود يتم الاتفاق فيها عند إبرام العقد على الشيء المباع، كميته وسعره، على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق في المستقبل<sup>21</sup>، كما أن تداول العقود المستقبلية يكون في البورصات، أين يقوم بائع ومشتري العقد المستقبلي بالاتفاق على السعر من خلال مزاد تنافسي في البورصة، وقد لا يعرف طرفي العقد بعضها البعض<sup>22</sup>، ولذلك تقوم السوق بتوفير آلية تعطي كلا الطرفين ضماناً بأن العقد سينفذ<sup>23</sup>، إذ أن التعاقد يكون من خلال وسيط مالي بين البائع والمشتري، حيث يقوم كل طرف بوضع مقدار مالي لدى الوسيط، يسمى الهامش لضمان إتمام العقد<sup>24</sup>، وبناءً على ذلك فالعقود المستقبلية هي نوع خاص من العقود الآجلة.

### الفرع الثالث: العقود الآجلة *Forwards contracts*

العقد الآجل هو عقد بين طرفين ينص على بيع أو شراء قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر يتم تحديده مسبقا عند إبرام العقد، والتسليم أو التسوية يتم مستقبلا، في تاريخ يتم تحديده عند إبرام العقد، كما يؤجل تسليم الثمن إلى ذلك التاريخ، وهي عقود لا تختلف من حيث حقيقتها عن العقود المستقبلية إلا من حيث كونها عقود شخصية تفاوضية<sup>25</sup>، وأن الفروق الأساسية بينهما تكمن في:

- نوعية العقد، حيث ينفذ العقد الآجل بصفة شخصية عن طريق التفاوض وخارج بورصة الأوراق المالية، في حين يكون العقد المستقبلي نمطي ويتداول داخل البورصة.  
- بالنسبة للعقود الآجلة السعر المحدد في العقد يظل ثابتا وتدفع قيمته مع نهاية العقد، في حين أنه في العقود المستقبلية السعر يكون مراقبا بصفة يومية، وبالتالي يكون خاضعا للتعديل حسب السعر المستقبلي للشيء محل العقد.

- بخصوص تسليم الأصل المالي محل التعاقد يكون مع انتهاء العقد بالنسبة للعقود الآجلة، غير أن العقود المستقبلية في الغالب لا ينتهي العقد بتسليم الأصول المالية موضوع التعاقد، وإنما تنتهي عملية التسليم عن طريق التسوية النقدية أو إجراء عملية المقاصة لإنهاء الالتزام بين طرفي العقد، إذا فالتسوية بالنسبة للعقود المستقبلية يمكن أن تتم قبل تاريخ الاستحقاق<sup>26</sup>، أي قبل نهاية العقد.

### الفرع الرابع: عقود المبادلات (المقايضات) *swaps contracts*

عقد المقايضة (المبادلة) هو التزام تعاقدية بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين يمتلكه أحد الطرفين في مقابل تدفق أصل يمتلكه الطرف الآخر، بالسعر الحالي، وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق<sup>27</sup>.

إذا فالهدف من استخدام عقود المبادلات في بورصة الأوراق المالية يكمن في تخفيض تكلفة التمويل من خلال الحصول على قروض مستمرة وبتكلفة منخفضة، فالشركات التي لا تستطيع الحصول على قروض بسعر فائدة ثابت يمكنها إصدار سندات بسعر فائدة متغير، ومن ثم تقوم بمبادلة الفوائد المتغيرة بفوائد ثابتة<sup>28</sup>، الوقاية من مخاطر تقلب الأسعار<sup>29</sup>، الدخول إلى أسواق جديدة، استحداث أدوات مالية مركبة<sup>30</sup>.

### المبحث الثاني: مخاطر المشتقات المالية

على الرغم من أن المشتقات المالية وجدت أصلاً من أجل التحوط وإدارة المخاطر الاستثمارية، إلا أنه بحكم قيامها على التوقعات، فهي بذلك لا تخلو من احتمالات الربح والخسارة، وفي غالب الأحيان تؤدي إلى مخاطر مالية جد عالية، مما قد يتسبب في خلق أزمات اقتصادية، وهذا ما أثبتته الواقع العملي بالمشتقات المالية في كونها أكثر الأدوات المالية مخاطرة، ويمكن التمييز بين مجموعتين من المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات وهي:

#### المطلب الأول: المخاطر التقليدية

هذا النوع من المخاطر تشترك فيه المشتقات المالية مع غيرها من العقود والأدوات المالية، ومن أهمها:

#### الفرع الأول: المخاطر السوقية *Market Risk*

يقصد بمخاطر السوق، تلك المخاطر التي يترتب عليها تغيير في سلوك المستثمرين نتيجة وقوع أحداث غير متوقعة، فينتج عن ذلك انخفاض في أسعار الأوراق المالية إلى أقل من قيمتها الحقيقية<sup>31</sup>، فينعكس ذلك على أسعار المشتقات المالية باعتبار أن هذه الأدوات حساسة كثيراً لظروف السوق، إذ أن أي تغيير بسيط في قيمة محل التعاقد (أسهم، سندات)، قد يؤدي إلى تغيير أكبر في قيمة المشتقة، ولهذا تعد المخاطر السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في المشتقات المالية مراقبتها وقياسها، وإن كان القياس الدقيق لهذا النوع من المخاطر يعد صعباً ومعقداً، لا سيما مع هذه الأدوات نظراً للتقلب الكبير في أسعارها<sup>32</sup>.

#### الفرع الثاني: المخاطر الائتمانية *Credit Risk*

وهو ما يعرف بالخطر الناتج عن التوسع في منح الائتمان التجاري، ويزداد بزيادة الذمم المدينة المانحة للائتمان للعملاء، وتأتي هذه المخاطر نتيجة عدم القدرة على التسديد أو الوفاء<sup>33</sup>، حيث يمكن أن يؤدي ذلك للمتعاملين إلى خساره مبالغ كبيرة جداً، وغني عن الذكر أن المخاطرة الائتمانية تعد من أهم الأسباب الرئيسية لفشل العديد من المنشآت المالية والمصرفية، ولهذا يشترط في بعض العقود أن يتم تنفيذها شهرياً لتجنب الخسائر الكبيرة<sup>34</sup>.

وجدير بالذكر أن هذا النوع من المخاطر يعد مصدر قلق وانزعاج للمتاجرين في المبادلات والمشتقات في السوق غير الرسمية، أين يكثر انتشارها، ويمكن مواجهة المخاطر الائتمانية لهذه المشتقات من خلال تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بسقوف معينة لهذه المخاطر، والتوثيق الدقيق للمعاملات مما يخفف من وطأه هذا النوع من المخاطر، ويوفر الالتزام القانوني لتنفيذ العقود<sup>35</sup>.

### الفرع الثالث: المخاطر القانونية *Legal Risk*

وهي المخاطر الناشئة عن التغيرات في البيئة القانونية وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات<sup>36</sup>، كما هو الحال بالنسبة لطبيعة العلاقة التي تربط بين أطراف عقود الخيار لأن علماء الاقتصاد لم يتناولوا في أبحاثهم مسألة تكييفها من الناحية القانونية، وإنما اهتموا بالأبعاد الاقتصادية للعقد فقط<sup>37</sup>، مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود، بالإضافة إلى عدم التوثيق الدقيق. أو هي المخاطر الناتجة عن عدم تمتع الطرف المقابل بصلاحيات التعاقد، وبذلك لن يكون هناك التزام قانوني للجهة المقابلة، ومن ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس، أو إدخال تعديلات على قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية<sup>38</sup>.

### الفرع الرابع: مخاطر التسوية *Settlement Risk*

تتضح في كون أن القليل من المعاملات الخاصة بالمشتقات تتم تسويتها آتيا أو في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ، في حين تمتد مدد التسوية في الغالب إلى عدة أيام، مما يؤدي إلى تعرض أحد طرفي العقد للخسارة نظرا لإمكانية تغير الأسعار بسرعة خلال تلك المدد أو في يوم التنفيذ ذاته<sup>39</sup>.

غير أنه يمكن تقليل مخاطر التسوية في المشتقات المالية لدرجة كبيرة باستعمال "شروط تصفية التسويات" في الاتفاقيات الشاملة، وهذا ما يقلل من مخاطر التسوية التي تتم بنفس العملة، كما أن الكثير من معاملات المشتقات (مثل مبادلات أسعار الفائدة) لا يتم فيها تبادل أصل المبلغ بتاريخ الاستحقاق، غير أن مقاصة التسويات لا تعالج مشكلة التسديد بأكثر من عملة واحدة، فهناك مخاطر كبيرة هنا تتمثل بسبب التسديد بالعملات الأجنبية، سواء آتيا أو آجلا<sup>40</sup>.

### المطلب الثاني: المخاطر الخاصة بالمشتقات المالية

هي مخاطر قد تترتب على أدوات مالية أخرى، غير أنها تكون أكثر ارتباطا بالمشتقات المالية، من أهمها:

### الفرع الأول: مخاطر السيولة *Liquidity Risk*

وهي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الالتزامات أول بأول من قبل المتعاملين في سوق المشتقات مما يجعل المتاجرء بهذه الأدوات أكثر صعوبة<sup>41</sup>، أي أن تحقق هذا النوع من المخاطر يكون بسبب عدم تمكن المالك من تصريف العقود المالية التي بحوزته بسرعة عند حاجته<sup>42</sup>، وهذا بالرغم من السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، ويمكن رد ذلك إلى عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف

السوق من العرض والطلب وغيرها من العوامل<sup>43</sup>، مما يدل على عدم عمق أسواق المشتقات المالية واختلالها، وقلة المشاركين فيها، وهو ما قد يؤدي إلى خسائر كبيرة للأطراف التي ترغب في تصريف عقودها بسرعة<sup>44</sup>.

### الفرع الثاني: مخاطر التسعير Pricing risk

يحتاج تسعير عقود المشتقات المالية إلى خبرة كبيرة ونماذج رياضية جد متطورة، وبالأخص إذا تعلق الأمر بتسعير المشتقات المالية المرتبطة بسندات الدين، غير أن الواقع العملي وفقاً لما هو سائد في الأسواق العالمية، يؤكد عدم التوصل بعد إلى نموذج رياضي كفاء لتسعير العقد المشتق بدون أخطاء<sup>45</sup>، مع العلم أن الحاجة إلى التقييم (التسعير) أصبحت ضرورة ملحة لا غنى عنها لأي مستثمر، فرداً كان أم شركة، ولهذا فإن عملية التقييم مستمرة، وإذا كانت عملية التقييم للأصول بوجه عام تنطوي على بعض الصعوبات فإنها تزداد تعقيداً عند تقييم المشتقات المالية، لارتباطها بعوامل عدة إضافة إلى جوهرها وهو التحوط ضد المخاطر مما يعني أنها تعتمد على التوقعات المستقبلية، وهذا وحده كفيلاً يجعل عملية تسعير المشتقات صعباً للغاية<sup>46</sup>.

### الفرع الثالث: مخاطر الارتباط Correlation risk

هي أكثر أنواع المخاطر الخاصة بالأدوات المالية المشتقة، وتنتج عن تغير قيمة الأداة المالية المشتقة بمعدل لا يتساوى مع معدل التغير في الأصل المالي (سهم، سند) الذي يتم حمايته. وتزيد هذه المخاطر عندما يتم حماية أصل ما بأداة مشتقة مختلفة في النوع أو سوق التداول عن الأصل الذي يتم حمايته<sup>47</sup>.

وهناك العديد من المخاطر الأخرى والتي تسمى المشتقات المالية أكثر من الأدوات المالية الأصلية، لا يتسع المجال لذكرها على غرار مخاطر الإحلال، مخاطر نسبة الحماية، مخاطر الرفع المالي.

إذا يتضح من خلال المخاطر السابق ذكرها أن المشتقات المالية، وإن كانت كما سبق ذكره تساهم في إدارة المخاطر، إلا أنها أيضاً قد تكون من الخطورة بمكان إذا لم يحسن استعمالها، وقد كان للأخطاء الجسيمة في التعامل بها عواقب وخيمة على الأسواق المالية والأمثلة على ذلك كثيرة.

### خاتمة:

ختاماً لما سبق عرضه، يمكن القول أن المنتجات موضوع التداول في عمليات بورصة الأوراق المالية، لم تعد تنحصر في تلك الأوراق المالية التقليدية التي كانت تصدرها منشآت

الأعمال والحكومات في بادئ الأمر، وذلك بسبب عدم كفايتها في جذب المستثمرين، وهو ما دفع بالهندسة المالية إلى ابتكار أنواع جديدة من الأوراق المالية تساهم في توفير السيولة المالية. وتجدر الإشارة أن هذه المنتجات تعد في الأصل عقوداً فرعية، معنى ذلك أنه لا يمكن إصدارها كأوراق مالية إن صح القول، أو إبرام عقودها ما لم تكن هناك أصولاً مالية تقليدية ترتكز عليها، أو تشتق منها ولهذا يطلق عليها الاختصاصيون بالأوراق المالية المشتقة. ورغم ذلك تعد أسواق عقود المشتقات المالية جد مهمة، حيث يمكن القول أنها وجدت لتكمل الدور الذي تلعبه الأوراق المالية التقليدية لما تتمتع به من مزايا، كالقدرة على التنبؤ بالأسعار، لتزويد المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل المالي في المستقبل، كذلك انخفاض تكاليفها يشجع على تداولها بكثرة بين المستثمرين في السوق مما يوفر سيولة مالية عالية، في حين تكون عمليات التسوية آجلة.

إذا فالمشتقات المالية تمكن من دعم فرص الاستثمار وتحقيق الإيرادات وزيادة الأرباح، وتقلل من تكاليف المعاملات التقليدية في الأسواق المالية، وبالتالي قدرتها على توزيع المخاطر على عدد واسع من المستثمرين وعدم تركيز مخاطرها على فئة محدودة من المستثمرين. لكن ورغم التسليم بأن المشتقات المالية وجدت أصلاً من أجل التحوط وإدارة المخاطر الاستثمارية بمفهوم الاقتصاديين، فإنه بالموازات مع ذلك وبحكم قيامها على التوقعات، فيمكنها أن تتضمن في حد ذاتها مخاطر تفوق بكثير مخاطر الأوراق المالية التقليدية، وأن تتسبب في خلق أزمات اقتصادية إذا لم يحسن استعمالها، أو كان الغرض من هذه العقود هو المضاربة على حصول تغيير في الأسعار. وقد كان للأخطاء الجسيمة في التعامل بها عواقب وخيمة على الأسواق المالية والأمثلة على ذلك كثيرة.

أما من الناحية القانونية فيلاحظ أن التعامل بهذا النوع من العقود في الأسواق المالية لم يحض باهتمام فقهاء القانون، إذ تكاد تنعدم الدراسات القانونية التي تعالجها، من حيث تكييفها وبيان طبيعتها القانونية والنظام الذي يحكمها؛ بمعنى غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات، كما هو الحال بالنسبة لطبيعة العلاقة التي تربط بين أطراف عقود الخيار، لأن علماء الاقتصاد عند ابتكارهم للمشتقات المالية، لم يتناولوا في أبحاثهم مسألة تكييفها من الناحية القانونية، وإنما اهتموا بالأبعاد الاقتصادية لهذه العقود فقط.

كما أن التعامل بها وإن كان قد بلغ أوجه في الأسواق العالمية الكبرى، إلا أنه وبالنظر في أحكام القانون التجاري الجزائري أو القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة وأنظمة لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة، يمكن القول أنه ليس هناك ما يشير إلى تطبيق عقود المشتقات المالية في بورصة الجزائر، وهذا يرجع إما لحدثة هذه الأخيرة، حيث أن المشرع الجزائري كما رأينا

لم يتطرق لا في قانون البورصة ولا في أنظمتها المتعددة لموضوع التعامل داخل هذه السوق، واكتفى بأحكام القانون التجاري التي تعد في حدوداتها أكثر جمود من القواعد القانونية والتنظيمية لهذه السوق، والتي تحتاج لأحكام تساير التغيرات المتسارعة التي يتطلبها الاستثمار في المجال الاقتصادي. أو بالنظر إلى لما يشوب بعض الاستعمالات لهذه العقود من لبس وغموض، وما يمكن أن تتسبب فيه من مخاطر.

وعليه فإنه يستحسن قيام المشرع الجزائري بتحديث القواعد القانونية المنظمة لبورصة الأوراق المالية، وإدراج هذه المنتجات المالية المستحدثة، للاستفادة من مزاياها، لكن دون اعتمادها على هذا النحو التي هي عليه، ما دامت تؤدي إلى خلق مضاربات وهمية قد تكون سببا في زعزعة استقرار الأسعار وابتعادها عن مستواها الحقيقي، وهو ما من شأنه أن يعرض المتعاملين بها لخسائر فادحة أو حتى الإفلاس، وهذا بإسناد الأمر لمختصين في المجال القانوني والاقتصادي على حد سواء، أملا في تحقيق كفاءة عالية للسوق، تسمح بجلب المستثمرين لتوفير السيولة المالية للمشاريع الاقتصادية.

### قائمة المصادر والمراجع:

#### أولا/ قائمة المصادر:

##### أ- القوانين:

- 1- الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 والمتضمن القانون التجاري الجزائري المعدل والمتمم، ج، ر، العدد 101، الصادر بتاريخ 19 ديسمبر 1975.
- 2- المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج، ر، العدد 34، الصادر في 23 ماي 1993.
- 3- القانون رقم 04/03، المؤرخ في 17 فيفري 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93، ج، ر، العدد 11، الصادر في 19 فيفري 2003.

##### ب- الأنظمة:

- 4- نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03/97، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997م، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج، ر، العدد 87، الصادر في 29 ديسمبر 1997م.
- 5- نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 01/12، المؤرخ في 12 يناير 2012م، المعدل والمتمم للنظام رقم 03/97، ج، ر، العدد 41، الصادر في 9 سبتمبر 2012.

#### ثانيا/ قائمة المراجع:

##### أ- الكتب:

- 1- دباس العابدي هاشم فوزي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2008.
- 2- أحمد القندوز عبد الكريم، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.

- 3- أحمد القندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، مؤسسة الرسالة ناشرون، دمشق، سوريا، 2008.
- 4- الحناوي محمد صالح وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 5- الداغر محمود محمد، الأسواق المالية (مؤسسات- أوراق - بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 6- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010.
- 7- يوسف كاي مصطفي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2014.

#### ب- الرسائل الجامعية:

- 1- بومدين نورين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2015.
- 2- بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الاشارة لحالة بورصة تونس، مذكره ماجستير، فرع إدارة مالية، كلية الاقتصاد وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012.
- 3- بن لخضر مسعود، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال - دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014، مذكره ماجستير، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2015.
- 4- بومدين نور، الأسواق المالية في الدول النامية معالم الواقع وآفاق المستقبل (دراسة تجرية السوق المالي الماليزي)، مذكره ماجستير، تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف، 2012.
- 5- زيد حياء، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم (دراسة تطبيقية على عينة من أسواق المال العربية: الأردن، السعودية وفلسطين)، مذكره ماجستير، فرع الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2015.
- 6- غزال محمد، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية)، مذكره ماجستير، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013.
- 7- طلال مزاييد العرادة، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)، مذكره ماجستير، كلية الأعمال، قسم المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2014.

#### ج- المقالات في المجلات:

- 1- أحمد القندوز عبد الكريم، تحليل لأساليب تسعير عقود الخيارات المالية، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة سعد دحلب البليدة، المجلد 2، العدد 2، ديسمبر 2014، ص ص 172، 191.
- 2- إبراهيم أونور، إدارة المخاطر في الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 105، جويلية 2011، ص ص 2، 16.

- 3- بومدين نورين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، ص ص 121، 147.
- 4- عيساوي سهام، مخاطر المشتقات المالية وإدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية، جامعة المدية، العدد 02، جانفي 2014، ص ص 164، 183.
- 5- ناجي فهمي اسراء، ماهية عقد الخيار وموقف القانون العراقي منه، مجلة رسالة المحقق، العدد 1، 2013.

## الهوامش:

- 1 - زيد حياؤ، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم (دراسة تطبيقية على عينة من أسواق المال العربية: الأردن، السعودية وفلسطين)، مذكره ماجستير، فرع الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2015، ص 20.
- 2 - الداغر محمود محمد، الأسواق المالية (مؤسسات- أوراق - بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 125.
- 3 - أحمد قندوز عبد الكريم، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص 82. كذلك السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010، ص 238.
- 4 - أحمد قندوز عبد الكريم، المرجع السابق، ص 82.
- 5- نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الاسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2015، ص 63.
- 6- محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية)، مذكره ماجستير، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013، ص 48.
- 7- طلال مزيد العرادة، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)، مذكره ماجستير، كلية الأعمال، قسم الحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2014، ص 33.
- 8- نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، ص 135.
- 9 - الأمر رقم 59/75، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون التجاري، ج ن، العدد 101، الصادرة في 19 ديسمبر 1975.
- 10 - المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ن، العدد 34، الصادرة في 23 ماي 1993.
- 11 - القانون رقم 04/03، المؤرخ في 17 فيفري 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93، ج ن، العدد 11، الصادرة 19 فيفري 2003.
- 12 - نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03/97، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997م، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج ن، العدد 87، الصادرة في 29 ديسمبر 1997م.

- 13 - نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 01/12، المؤرخ في 12 يناير 2012م، المعدل والمتمم للنظام رقم 03/97، ج، العدد 41، الصادر في 9 سبتمبر 2012.
- 14 - إسرائ فهمي ناجي، ماهية عقد الخيار وموقف القانون العراقي منه، مجلة رسالة المحقق، العدد 1، 2013، ص 151.
- 15 - بومدين نور، الأسواق المالية في الدول النامية معالم الواقع وآفاق المستقبل (دراسة تجريبية السوق المالي الماليزي)، مذكرة ماجستير، تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسبية بن بوعلي - الشلف، 2012، ص 25.
- 16 - إبراهيم أونور، إدارة المخاطر في الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 105، جويلية 2011، ص 3.
- 17 - دباس العابدي هاشم فوزي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 93.
- 18 - أحمد القندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، مؤسسة الرسالة ناشرون، دمشق، سوريا، 2008، ص 66.
- 19 - قندوز عبد الكريم أحمد، المرجع نفسه، ص 65.
- 20 - الحناوي محمد صالح وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 252.
- 21 - طلال مزاید العرادة، المرجع السابق، ص 25.
- 22 - أحمد القندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، المرجع السابق، ص 69.
- 23 - محمود محمد الحسن، أثر استخدام المشتقات المالية للتحوط ضد المخاطر السوقية للأسهم (دراسة تطبيقية على الاسهم الأوروبية)، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، سورية، 2014، ص 58.
- 24 - الحناوي محمد صالح وآخرون، المرجع السابق، ص 252.
- 25 - طلال مزاید العرادة، المرجع السابق، ص 26.
- 26 - محمود محمد الحسن، المرجع السابق، ص 59.
- 27 - دباس العابدي هاشم فوزي، المرجع السابق، ص 86.
- 28 - نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الاسواق المالية العربية، المرجع السابق، ص 83.
- 29 - بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الاشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير، فرع إدارة مالية، كلية الاقتصاد وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص 47.
- 30 - زيد حيا، المرجع السابق، ص 23.
- 31 - يوسف كاي مصطفى، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2014، ص 224.
- 32 - أحمد القندوز عبد الكريم، المشتقات المالية، المرجع السابق، ص 96.

- 33 - بن لخصر مسعود، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال - دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009 - 2014، مذكرة ماجستير، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2015، ص 68.
- 34 - أحمد القندوز عبد الكريم، المشتقات المالية، المرجع السابق، ص 97.
- 35 - طلال مزاید العرادة، المرجع السابق، ص 36.
- 36 - أحمد القندوز عبد الكريم، المشتقات المالية، المرجع السابق، ص 99.
- 37 - إسرائ فهمي ناجي، المرجع السابق، ص 171.
- 38 - عيساوي سهام، مخاطر المشتقات المالية وإدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية، جامعة المدينة، العدد 02، جانفي 2014، ص 174.
- 39 - عيساوي سهام، المرجع نفسه، ص 177.
- 40 - عيساوي سهام، المرجع السابق، ص 177.
- 41 - أحمد القندوز عبد الكريم، المشتقات المالية، المرجع السابق، ص 99.
- 42 - طلال مزاید العرادة، المرجع نفسه، ص 39.
- 43 - أحمد القندوز عبد الكريم، المشتقات المالية، المرجع السابق، ص 99.
- 44 - عيساوي سهام، المرجع السابق، ص 176.
- 45 - طلال مزاید العرادة، المرجع السابق، ص 39.
- 46 - أحمد القندوز عبد الكريم، تحليل لأساليب تسعير عقود الخيارات المالية، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة سعد دحلب البليدة، المجلد 5 العدد 2، ديسمبر 2014، ص 173.
- 47 - طلال مزاید العرادة، المرجع السابق، ص 38.