أساسيات عقود مستقبليات السلع مع التركيز على عقود مستقبليات النفط الخام[1]

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

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

المستخلص

تسمح الأسواق الفورية للمستثمرين بشراء وبيع الأدوات الفورية للتسليم والدفع الآني المباشر.لكن في بعض الحالات يكون المستثمر قلقا" من السعر الذي سيكون قادرا" على التصافق به في المستقبلوا إحدىطر ائق التخلص من المخاطرة السعرية للصفقة التي لن تكتمل إلا في المستقبل هي عبر الدخول بعقد تسليم مؤجل . وهناك نوعان من الأسواق لصفقات التسليم المؤجل وهما سوق العقود الآجلة وسوق عقود المستقبليات.فالعقد الآجل هو اتفاق ثنائي بين المشتري والبائع.والموجود محل التصافق وسعر التسوية وتاريخ التسليم يتم الاتفاق عليها بشكل ثنائي مشترك بين المتصافقين.وحينما يصل تاريخ التسوية فأن المشتري يدفع مبلغا نقديا يساوي سعر التسوية المتفق عليه سلفا" للبائع،وهذا الأخير يقوم بتسليم الموجود المتفق عليه سلفاللمشتر ي. وبالنسبة لبعض الموجوداتفقد تم تسهيل الشراء والبيع مقابل التسليم المؤجل عبر تنظيم البورصات الرسميةوا إحدى الخصائص الأساسية لتداول البورصة هي تحديد تواريخ تسليم نمطية يقوم عندها المشترون والباعة بالدفع والتسليم على التوالي مقابل التزاماتهم المفتوحة.وتواريخ التسليم النمطية جعلت العقود أكثر تجانسا" وبذلك تحسنت سيولة السوق.وعقود التسليم المؤجل التي تبرم في البورصات المنظمة تسمى المستقبليات.لذا يسعى هذا البحث إلى مناقشة الأساسيات التي تستند إليها عقود مستقبليات السلع عامة"والطاقة والنفط الخام خاصة".توصل البحث لعدد من الاستنتاجات من أهمها، ان عقد مستقبليات السلعة هو عقد تسليم مؤجل منظم بعكس العقد الآجل غير المنظم وتكون السلعة المادية موجودة الأساس وليس الأداة المالية كما هو الحال في المستقبليات المالية.و لايحظى عقد مستقبليات السلعة بنصيبه من النجاح مالم يلبي عددا من المتطلبات ومن أهمها ان تكون السلعة محل التعاقد متجانسة وقابلة للإبدال والإحلال،وان يكون

[1] **بحث مستل من اطروحة الدكتوراه الموسومة"استخدام خيارات مستقبليات السلع في تحويط المخاطرة السعرية للنفط الخام–دراسة تطبيقية لتحويط المخاطرة السعرية للخام العراقي"المقدمة من قبل ميثم ربيع هادي إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصادجامعة بغداد كجزء من متطلبات نيل درجة دكتور اه فلسفة في إدارة الأعمال.**

هناك عدد كبير من المحوطين في السوق،وان يكون هناك تقلب سعري في السوق الفوري للسلعة الأساس.كما يتعين على العقد ان يوفر سمتي السيولة المتمثلتين بتكاليف المعاملات المنخفضة والطلب المرتفع عالي المرونة.وكذلك يجب ان يتوفر العقد بحجم صغير كفاية لجذب اهتمام المضاربين من خارج الصناعة كما يجب ان يراعي الارتباط الوثيق بين سوق عقد المستقبليات والسوق الفوري للموجود الأساس إذ ان التقارب السعري بين السوقين يجعل من عقد مستقبليات السلعة أداة تحوط ممكنة للمشتركين من داخل الصناعة.كما توصل البحث لعدد من التوصيات أهمها،ضرورة استغلال المزايا الواضحة لعقود مستقبليات السلع عبر إقامة سوق لهذه العقود في العراق للتداول،من جانب،بعقود مستقبليات النفط الخام ومشتقاته وذلك بقصد تحويط المخاطرة السعريللنفط الخام العراقي المصدّر وللمشتقات النفطية المستوردة وللتداول،من جانب آخر،بعقود مستقبليات الحنطة والسكر والرز وغيرها من السلع الاستهلاكية التي يستوردها العراق بكميات كبيرة.

المقدمة

تسمح الأسواق الفورية للمستثمرين بشراء وبيع الأدوات الفورية للتسليم والدفع الآني المباشر.لكن في بعض الحالات يكون المستثمر قلقا" من السعر الذي سيكون قادرا" على التصافق به في المستقبلوا حدىطر ائق التخلص من المخاطرة السعرية للصفقة التي لن تكتمل إلا في المستقبل هي عبر الدخول بعقد تسليم مؤجل . وهناك نوعان من الأسواق لصفقات التسليم المؤجل وهما سوق العقود الآجلة وسوق عقود المستقبليات.فالعقد الآجل هو اتفاق ثنائي بين المشتري والبائع.والموجود محل التصافق وسعر التسوية وتاريخ التسليم يتم الاتفاق عليها بشكل ثنائي مشترك بين المتصافقين.وحينما يصل تاريخ التسوية فأن المشتري يدفع مبلغا نقديا يساوي سعر التسوية المتفق عليه سلفا" للبائع،وهذا الأخير يقوم بتسليم الموجود المتفق عليه سلفا" للمشتري. وبالنسبة لبعض الموجوداتفقد تم تسهيل الشراء والبيع مقابل التسليم المؤجل عبر تنظيم البورصات الرسميةوا حدى الخصائص الأساسية لتداول البورصة هي تحديد تواريخ تسليم نمطية يقوم عندها المشترون والباعة بالدفع والتسليم على التوالي مقابل التزاماتهم المفتوحة.وتواريخ التسليم النمطية جعلت العقود أكثر تجانسا" وبذلك تحسنت سيولة السوق.وعقود التسليم المؤجل التي تبرم في البورصات المنظمة تسمى المستقبليات.لذا يسعى هذا البحث إلى مناقشة الأساسيات التي تستند إليها عقود مستقبليات السلع عامة"والطاقة والنفط الخام خاصة".ولغرض تحقيق البحث لأهدافه فقد تم تقسيمه على ثلاثة أقسام رئيسة،يهتم الأول ببيان طبيعة وأهمية عقود مستقبليات السلع ومتطلبات نجاحها بينما يهتم الثاني بتعقب نشأة عقود مستقبليات السلع ويهتم الثالث بمناقشة أنواع عقود مستقبليات السلع وخصائصها ومواصفاتها.

2. المنهجية:

1.2 المشكلة:مشكلة هذا البحث تتمحور حول الأبعاد الآتية:

آ.هل ان عقد مستقبليات السلعة هو عقد تسليم مؤجل منظم أم لا؟وماهو ابرز مايميزه عن عقد المستقبليات المالي،من جهة،وعن العقد الآجل من جانب آخر؟

ب.مالذي يترتب على بيع هذا العقد وشرائه وماأثر ذلك على المخاطرة السعرية للسلع الفورية الأساس لهذه العقود؟

ج.هل هناك متطلبات يجب توافرها في عقد مستقبليات السلعة كي يحقق تداوله النجاح؟

د.كيف نشأت عقود مستقبليات السلع عموما"وعقود مستقبليات الطاقة والنفط الخام خصوصا"؟والى أي زمن يعود وجودها؟

هـ.هل ان لعقود مستقبليات السلع عموما"وعقود مستقبليات الطاقة خصوصا"أنواعا" مختلفة؟وماهي الخصائص العامة والمواصفات التفصيلية لكل منها؟

2.2 الأهداف: يسعى هذا البحث إلى مناقشة الأساسيات التي تستند إليها عقود مستقبليات السلع عامة"والطاقة والنفط الخام خاصة" وذلك بقصد :

آ. بيان طبيعة وأهمية عقود مستقبليات السلع عامة والنفط الخام خاصةو استكشاف متطلبات نجاحها.

ب. التعقب التاريخي لنشأة عقود مستقبليات السلع عامة والطاقة والنفط الخام خاصة.

ج. مناقشة الأنواع المختلفة من عقود مستقبليات السلع وبيان خصائصها العامة ومواصفاتها التفصيلية.

3.2 الأهمية : تنبثق أهمية هذا البحث من أهمية موضوعه ويتجسد ذلك بالاتي:

آ.ان الدراسة الدقيقة للعلاقة بين السعر الفوري وسعر المستقبليات تقدم إشارات مفيدة لمشتركي السوق لبيع أو تخزين المنتوج وبالتالي فأن أسواق المستقبليات تقدم إشارات تساعد في تأدية وظيفة تخصيص المنتوج عبر الزمن وتميل لتحقيق الاستقرار والانسيابية في الاختلافات الموسمية للعرض والطلب في السوق النقدي.

ب.ان عقود المستقبليات هي فاعلة في تحويط المخاطرة السعرية للسلع وهذا يحقق بدوره الانسيابية في تدفق التجارة وتسهيل عمليات التخطيط لمشتركي السوق.ولان الشركات بإمكانها تثبيت أسعار الشراء والبيع للمنتجات النفطية في المستقبل فأن السوق تكون اقل عرضة للصدمات والعجوزات وهذا يخفض مخاطرة أداء الأعمال لمشتركي السوق.وكنتيجة لهذا فأن تدنية هوامش الربح تكون مقبولة وان هذه المنافع تمرر للمجتمع الاستهلاكي عبر أسعار اقل للطاقة واحتمالات اقل للعجوزات بعرض الطاقة.

ج.يستبعد صغار المتعاملين من المشاركةفي السوق النقدي لان وحدات التداول كبير ة جدا".في حين ان أسواق المستقبليات توفر آلية يمكن للمجتمع الاستثماري بمقتضاها محاولة الإفادة من

التغيرات بأسعار الطاقة.فعقود المستقبليات تحدد بوحدات صغيرة نسبيا" يعد استخدامها اقتصاديا" بالنسبة لصغار المتعاملين.

د.الشركات المنتجة للنفط والتي لديها احتياطيات نفطية مؤكدة تحت الأرض تكون في الغالب مكبلة بعدم قدرتها على تمويل المزيد من عمليات الاستكشاف من الاقتراض مقابل احتياطاتها.فالمصارف تقرض الأموال فقط مقابل نسبة صغيرة من الاحتياطيات بسبب عدم قدرتها على تحديد قيمة هذه الاحتياطيات مقدما".وحاليا" فمن الممكن التداول بعقود المستقبليات لتسليم النفط الخام لعدة سنو ات في المستقبل.وهذا يعني بأن الشركات ربما تحوط أسعار النفط الخام الموجود تحت الأرض.وبسبب هذه القدرة فأن المصارف أصبحت راغبة بالإقراض مقابل نسبة أعلى من الاحتياطيات المؤكدة.

3 . طبيعة وأهمية عقود مستقبليات السلع ومتطلبات نجاحها

1.3طبيعة وأهمية عقود مستقبليات السلع:

يعرّف عقد المستقبليات عموما"بأنه التزام لشراء او بيع كمية محددة من الموجود الأساس في وقت محدد في المستقبل مقابل سعر محدد(Demirer and Charnes،2003: 5) ; (12 :Bloom and Woods،2004).وهو نوع من الأدوات المشتقة أو العقود المالية التي يتفق فيها الطرفان على التصافق على مجموعة من الأدوات المالية أو السلعية مقابل التسليم المستقبلي بسعر محدد (Investopedia،2004: 1).وهذا العقد يعد من الأدوات المشتقة لان قيمته تشتق من قيمة موجوده الأساس. على سبيل المثال،قيمة عقد مستقبليات الذهب تشتق من السعر الفوري للذهب (Corrado and Jordan،2000: 457) ويعرّفه (رايتر وزملائه،2000) بأنه اتفاق تعاقدي نمطي يطالب بتسليم سلعة أو ورقة مالية أساسية في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يتفق عليه الآن (Ritter،et.al.،2000: 51).وان الشروطأو المواصفات الأخرى لهذا الاتفاق التعاقدي(كالكمية والنوعية ومكان التسليم وغيرها) تحدد سلفا"(McDonald and Siegel ،2004: 1).وان هذه العقود تتداول على موجود سلعي أو مالي يسمى الموجود الأساس،وهذا الأخير يتداول بالسوق الفوري.ومن الممكن إعادة بيع أو شراء عقود المستقبليات في بورصة المستقبليات (Kaminski،2000: 2).ويرى(هويلز وبين)بان عقود المستقبليات هي اتفاقات ملزمة قانونا" لتسليم أو استلام سلعة أو أداة مالية بتاريخ مستقبلي محدد وطالما ان العقود هي لكميات صغيرة نسبيا"فأن التنميط لايقلل من مرونة السوق لان المستثمر بإمكانه تغيير مقدار تعرضه للمخاطرة عبر شراء أوبيع العقود على الموجود الأساس وللمدة نفسها(Howells and Bain, 2000: 290). اما عقد مستقبليات السلعة(Commodity Futures) فهو عقد ملزم قانونا" يطالب بتسليم أو استلام كمية محددة من نوعية محددة من السلعة الأساس في وقت محدد في المستقبل(144

and Errera،1987: 1-3) [1] ومن هنا جاءت تسمية المستقبليات (VanHorne،2001: Brown).وعقد مستقبليات السلعة هو العقد الذي تكون السلعة المادية موجوده الأساس وليس الأداة المالية كما هو الحال في المستقبليات المالية(McMillan،1986: 587).والسلعة قد تكون من سلع الطاقة كالنفط الخام ومنتجاته المكررة –كالكاز ولين وزيت التدفئة – والغاز الطبيعي وغيرها أو قد تكون من المعادن كالذهب والنحاس والألمنيوم وغيرها وقد تكون من السلع الزراعية كالحبوب والماشية ومنتجاتها المختلفةويعرف (فرانسس،1993)عقود مستقبليات السلع بأنها اتفاقات قانونية بين المشترين والباعة المحتملين للسلع (Francis،1993: 550)، وهي تحدد نوع السلعة المغطاة بالعقد والتاريخ المستقبلي لتسليم السلعة وسعر الوحدة الواحدة من السلعة والكمية الواجب تسليمها ومواصفات نوعية السلعة وبقية الشروط أو المواصفات الأخرى.هذه المواصفات لايمكن تغييرها بعد إبرام العقد.وتعرض عقود المستقبليات على المتعاملين بالسلع إمكانيتين: الأولى هي حق اتخاذ مركز طويل يخولهم استلام السلعة المحددة في التاريخ المحدد وبالمكان المحدد في العقد.والثانية هي حق اتخاذ مركز قصير يمنحه حق تسليم السلع كما هو منصوص عليه في العقد (Francis،1991: 751)Hوتعرف بورصة نيويورك التجارية عقود مستقبليات السلع بأنها التزامات ثابتة لتسليم أو استلام كمية ونوعية محددة من السلعة خلال شهر محدد في المستقبل بسعر يتفق عليه وقت إبرام العقد(NYMEX،2004a: 4).وهو اتفاق يبرم اليوم بين المشتري والبائع لكمية محددة من السلعة وبسعر محدد على أمل ان تسلم بتاريخ محدد في المستقبل.والعقود المتداولة ببورصات مستقبليات السلع هي نمطية من حيث الكمية والنوعية(1 Foresight،2004:).وهي نمطية من حيث زمان ومكان التسليم لكل سلعة والمتغير الوحيد هو السعر الذي يتم الكشف عنه في بورصة المستقبليات(CBOT،2003: 8).حيث يتم التفاوض عليه بين المتعاملين في سوق المستقبليات (Cornford،1995: 190).وفي جميع أسواق المستقبليات فأن الأسعار تتحدد عبر مزايدة النداء العلني المفتوح (Open Outcry) في حلبات التداولأو عبر أنظمة التداول الالكتروني.أسعار الشراء وأسعار البيع هي متاحة أمام جميع المتعاملين لمشاهدتها سواء داخل الحلبةأو عبر النظام المؤتمت ولكل متعامل فرصة متساوية للمشاركة في التداول(MGEX،2001: 4). ويهدف تنميط عقود مستقبليات السلع إلى ضمان ان الأسعار تعني الشيء نفسه لجميع المشتركين في السوق وان الجميع يتداولون بالعقود التي لها نفس المواصفات(NYMEX،2003: 7)Hكما وتعرف عقود مستقبليات السلع بأنها اتفاقات ملزمة

([1])هناك من يرى بان تسمية المستقبليات جاءت من كون عقد المستقبليات يمكن المستثمر من تثبيت السعر المستقبلي للموجود الأساس (McMillan،1986: 588).وهناك من يرى بان تسمية المستقبليات جاءت لتمييز عقود التسليم المؤجل هذه عن العقود الآجلة(Garbade،1982:303).

قانونا" لشراء واستلام أو لبيع وتسليم السلعة بتاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد سلفا"(11 :Mckissick and Shumaker،1990); (Levy and Sarnat،1994: 640).وكمية ونوعية محددة وموقع محدد(McNew،3:2004).وهناك طرفان في كل عقد، الطرف الأول يوافق على الشراء والاستلام في المستقبل والطرف الثاني يوافق على البيع والتسليم في المستقبل.الطرف الأول عادة ما يسمى بالطويل(Long)أو صاحب المركز الطويل.والطرف الثاني يسمى القصير(Short)أو صاحب المركز القصير.وعند استحقاق العقد فأن القصير يسلم الموجود للطويل مقابل مبلغ نقدي يتفق عليه في العقد والذي يسمى في الغالب سعر التسليم.

الارتفاع بسعر المستقبليات يعود بالربح على أصحاب المراكز الطويلة وبالخسارة على أصحاب المراكز القصيرة والعكس صحيح(Curley and Bear،1979: 382). وبالتالي فأن ربح وخسارة المركز القصير هي معكوس ربح وخسارة المركز الطويل.ولان هناك عقد طويل قائم مقابل كل عقد قصير بالتالي سيكون دائما" مقابل كل رابح بسوق مستقبليات السلع هناك خاسر أيضا"،لذلك فأن عقود مستقبليات السلع تسمى لعبة ذات مجموع صفري (Zero–Sum–Game).وفي أسواق مستقبليات السلع،يتم اتخاذ المركزين الطويل والقصير بنفس السهولة وليس هناك من قيود توضع على المراكز القصيرة كما هو الحال في سوق الأسهم.ولابد من الإشارة الى ان مصطلحي الطويل والقصير يستخدمان أيضا" لوصف مراكز السلعة بالسوق النقدي أو الفوري.فالمركز الطويل بالسوق النقدي يعني امتلاك السلعة الآن أو في المستقبل.فمسوق زيت التدفئة الذي لديه خزين زيت تدفئة في المخزن يكون بذلك صاحب مركز نقدي طويل وقيمة خز ينه تزداد بزيادة الأسعار النقدية أو الفورية للزيت وتنخفض بانخفاض الأسعار النقدية،ونفس الكلام ينطبق على المزارع الذي سوف يحصد الحبوب في المستقبل (ومنتج النفط الذي سوف يستخرج النفط من الحقول في المستقبل).ولأنه سوف يمتلك الحبوب(النفط)في المستقبل فأنه سيربح إذا ما ارتفعت الأسعار ويخسر إذا ما انخفضت الأسعار.وهذا يؤكد بأنه عرضة للمخاطرة السعرية.وعلى نحو متشابه ، من الممكن ان يكون مسوق زيت التدفئة صاحب مركز قصير بالسوق النقدي إذا ماتعاقد مع زبائنه لتسليم زيت التدفئة في المستقبل بسعر ثابت،هذا يعرض المسوق للمخاطر ة السعرية أيضا"،اذ انه لايعرف سلفا"السعر الذي سيشتري به الزيت مستقبلا".فإذا ارتفعت أسعار زيت التدفئة فأن تكاليف المسوق سوف تزداد وتنخفض أرباحه.وبالعكس إذا انخفضت أسعار الزيت.والمسوق في كلتا الحالتين(الطويل والقصير)يكون عرضة للمخاطرة السعرية،لكن الفارق الوحيد هو ان أرباحهم تتغير بشكل عكسي حينما تتغير الأسعار(Brown and Errera1987, 10 – 9:). وما يميز المستقبليات هو أنها عقود ولا تمثل أداة ملكية كالأسهم.فحينما يتداول المستثمر بالمستقبليات فأنه لا يتداول بسلعة مادية أو أداة مالية (نفط خام،ين ياباني،فول الصويا،اذونات الخزانة،مؤشر الأسهم . . .الخ) إنما يدخل ببساطة في عقد لشراء أو بيع هذه الأدوات في تاريخ مستقبلي محدد

سلفاًإذا ما اتخذ المستثمر مركزا" طويلا" بعقد مستقبليات النفط الخام تسليم ديسمبر بسعر (26.20$)للبرميل فأنه بذلك لم يشتر نفط خام إنما دخل في عقد لشراء نفط خام بذلك السعر في ديسمبر القادم.وسيكون ملزما"بتنفيذ هذا العقد واستلام النفط الخام المادي مالم يبع عقد المستقبليات لمتعامل آخر قبل نهاية فترة التسليم المحددة بعقد مستقبليات النفط الخام (ديسمبر).فإذا ما ارتفع سعر مستقبليات النفط الخام الى (27.65$) للبرميل وباع المستثمر عقد المستقبليات فأنه سيحقق ربحا" قدره (1.45$) للبرميل والذي يبلغ (1450$) للعقد (حجم العقد 1000 برميل).وعلى نحو مشابه إذاما اتخذ المستثمر مركز قصير ا بعقد مستقبليات النفط الخام تسليم ديسمبر ولم يغلق مركزه (لم يشتر العقد) فأنه سيكون ملزما" بتسليم النفط الخام بسعر (26.20$)للبرميل في ديسمبروا إذا اشترى المستثمر العقد بسعر التسوية(27.62$)للبرميل فأنه سيخسر 1450$ للعقد الواحد.وتحدد بورصات المستقبليات شروط تبادل السلع المادية عبر التداول بالمستقبليات.وهي جزء من مواصفات كل عقد من عقود المستقبليات(72 :Active Trader،2002).وتتداول عقود مستقبليات السلع في البورصة(السوق المنظمة)وليس في السوق الموازية.وتوفر بورصة السلع مكانا"مركزيا"يحدد فيه المشترون و الباعة أسعار الشراء وأسعار البيع للعقود التي تغطي التسليم لعدة أشهر في المستقبل.وبسبب الطبيعة المركزية للسوق والسرعة وسهولة إتمام عمليات البيع والشراء فأن سعر أي عملية بيع في الشهر المستقبلي المعني خلال يوم التداول هو انعكاس شبه كامل لظروف العرض والطلب في تلك اللحظة الزمنية لعقود ذلك الشهر المعني(Johnson،1960: 139).وتعد عقود مستقبليات السلع بمثابة أدوات استثمارية أو أوراق مالية قابلة للتسويق تتداول كل يوم ولها أسواقها الثانوية الخاصة بها حيث تتقلب أسعارها السوقية دقيقة بعد أخرى(Francis،1976: 371).وحينما يحين وقت تسليم العقد فأن البائع أمامه ثلاثة خيارات للمفاضلة فيما بينها وهي (Francis،1993: 558):

1. تسليم السلعة المادية (إذا كان البائع يمتلكها).
2. شراء (أو عكس) العقد.
3. شراء السلعة المادية من السوق النقدي وتسليمها (إذا لم يكن البائع يمتلكها).

بمعنى ان بائع عقد المستقبليات بإمكانه التخلص من التزامه (المركز المفتوح) بتسليم الموجود الأساس أو عبر الدخول للسوق وشراء عقد معاكس.والمشتري ربما يتخلص من مركزه المفتوح باستلام الموجود الأساس أو عبر الصفقة العكسية (Johnson،2000: 139).شهر عقد المستقبليات،الذي يسمى أيضا" شهر التسليم،يحدد عادة الشهر الذي ينتهي أو يستحق فيه عقد المستقبليات (CME،2004: 18).

ويلزم عقد مستقبليات النفط الخام المشتري على شراء (والبائع على بيع) برميل النفط الخام في المستقبل مقابل سعر ثابت يحدد الآن (Smith and McCardle،1999: 8).ولابد من الإشارة

الى ان التقلب المتزايد باسعار النفط الخام منذ بداية السبعينيات هو الذي أدى الى تطوير التداول بمستقبليات النفط الخام والمنتجات النفطية المكررة (Siegel and Siegel،1990: 398).

ان عقود مستقبليات الطاقة[1] تقدم الكثير من المنافع لمشتركي السوق وللمجتمع عموما".وواحدة من اكثر المنافع أهمية هي آلية التسعير العلنية والكفوءة.حيث ان عقود المستقبليات تتداول بظل ظروف تقترب كثيرا" من ظروف المنافسة الحرة التامة.فهناك عدد كبير من المشترين والباعة الذين يبرمون الصفقات بمنتوج متجانس.وقواعد السوق المنظمة تمنع التلاعب وتضمن التداول العادل والمفتوح والصادق.بالإضافة لذلك هناك نظام معلومات كفوء ومجاني تقريبا".وباستثناء المسؤولية المالية فليس هناك من قيود للدخول الى السوق.وبظل مثل هذه الظروف فأن السعر الناتج يمكن ان يعتبر السعر " المناسب " ، بمعنى انه يمثل إجماع قرارات الآلاف من مشتركي السوق المستقلين.وقبل ظهور أسواق مستقبليات الطاقة،لم يكن هناك سعر واضح وعلني يحدد على نطاق واسع.فأسعار المستقبليات تحدد في سوق مركزية منظمة وهي تمثل كميات ونوعيات نمطية من المنتوج النفطي المتداول في موقع معين (نقطة التسليم في العقد).والأسعار الفورية للمنتوج ذي النوعية المختلفة تحدد باستخدام هذا السعر المرجعي زائد ناقص فارق النوعية المناسب.وعلى نحو مشابهه فأن السعر المرجعي ربما يستخدم لتحديد الأسعار الفورية في مواقع مختلفة مع استخدام فوارق النقل.والمعلومات المرجعية الموضوعية هذه هي مفيدة حتى لأولئك الذين لا يشتركون في السوق الفوري (النقدي) فأسعار المستقبليات هي متو افرة في كل أنحاء العالم على أساس يومي في الصحف وفوريا"عبر الوسائط الالكترونية.كما ان العلاقة بين السعر الفوري وسعر المستقبليات تقدم إشارات مفيدة لمشتركي السوق لبيع أو تخزين المنتوج وبالتالي فأن أسواق المستقبليات تقدم إشارات تساعد في تأدية وظيفة تخصيص المنتوج عبر الزمن وتميل لتحقيق الاستقرار والانسيابية في الاختلافات الموسمية للعرض والطلب في السوق النقدي.كما ان القدرة على تحويط المخاطرة السعرية في أسواق المستقبليات تحقق الانسيابية في تدفق التجارة وتسهل عمليات التخطيط لمشتركي السوق.ولان الشركات بإمكانها تثبيت أسعار الشراء والبيع للمنتجات النفطية في المستقبل فأن السوق تكون اقل عرضة للصدمات والعجوزات وهذا يخفض مخاطرة أداء الأعمال لمشتركي السوق.وكنتيجة لهذا فأن تدنية هوامش الربح تكون مقبولة وان هذه المنافع تمرر للمجتمع الاستهلاكي عبر أسعار اقل للطاقة واحتمالات اقل للعجوزات بعرض الطاقة.ومن جانب آخر،فأن صغار المتعاملين مستبعدون من المشاركة في السوق النقدي لان وحدات التداول كبيرة جدا".وأسواق المستقبليات من جانبها توفر آلية يمكن للمجتمع الاستثماري بمقتضاها محاولة الإفادة

---

(1) ان مستقبليات الطاقة هو مصطلح يستخدم في الأدب المالي ويشير الى المستقبليات السلعية المتخصصة بمنتجات الطاقة كالنفط الخام ومنتجاته المكررة والغاز الطبيعي (Brown and Errera،1987: 1).

من التغيرات باسعار الطاقة.فعقود المستقبليات تحدد بوحدات صغيرة نسبيا" يعد استخدامها اقتصاديا" بالنسبة لصغار المتعاملين.

وقبل ظهور سوق المستقبليات فأن الآلية الوحيدة التي كانت متاحة للجمهور هي الاستثمار باسهم الشركات العاملة في مجال الطاقة (Brown and Errera،1987: 101–102).وقد شهدت مستقبليات الطاقة نموا" سريعا" في حجم تداولها مما يعكس الدور الجوهري والحاسم للنفط بالاقتصاد العالمي(Chance،1998: 277).والنشاط الأكثر أهمية الذي تقدمه أسواق المستقبليات هو فرصة تحويط الأنشطة التجارية.فان المحوطين يشترون أو يبيعون عقود المستقبليات لتقليل تعرضهم لمخاطرة التحركات السعرية المستقبلية للموجود الأساس(Ritter،et.al.،2000: 155).والتحوط يسمح بتحويل مخاطرة التغيرات السعرية وبالتالي تخفيض تكاليف الإنتاج أو التسويق أو المعالجة إذا ما تحقق هذا وتم تمرير الوفورات الكلفوية للمستهلكين فأن التداول بالمستقبليات يعود بالنفع على جمهور المستهلكين وعلى الاقتصاد ككل.وتقدم أسواق المستقبليات منافع هامة أخرى مثل المعلومات السعرية المستمرة والدقيقة والعلنية فضلا عن كونها أسواق مستمرة تتمتع بسيولة عالية(Teweles،et.al.،1974: 3–4).ولعل الطبيعة النمطية العالية للعقود وتكاليف التداول المنخفضة هي التي أسهمت في تعزيز سيولة السوق . (Blank،et.al.،1991: 24)

والجدير بالذكر ان المشاركة بسوق المستقبليات لاتعني بالضرورة ان يكون المشترك مسؤولا"عن استلام أو تسليم السلع المادية.فالمشترون والباعة في سوق المستقبليات يبرمون العقود وهدفهم الأساس هو تحويط المخاطرة أو المضاربة وليس لمبادلة السلع المادية (الذي يعد النشاط الأساس للسوق النقدي) (Investopedia،2004 :1).من جانب آخر، فان الشركات المنتجة للنفط والتي لديها احتياطيات نفطية مؤكدة تحت الأرض تكون في الغالب مكبلة بعدم قدرتها على تمويل المزيد من عمليات الاستكشاف من الاقتراض مقابل احتياطاتها.فالمصارف تقرض الأموال فقط مقابل نسبة صغيرة من الاحتياطيات بسبب عدم قدرتها على تحديد قيمة هذه الاحتياطيات مقدما".وحاليا" فمن الممكن التداول بعقود المستقبليات لتسليم النفط الخام لعدة سنو ات في المستقبل.وهذا يعني بأن الشركات ربما تحوط أسعار النفط الخام الموجود تحت الأرض.وبسبب هذه القدرة فأن المصارف أصبحت راغبة بالإقراض مقابل نسبة أعلى من الاحتياطيات المؤكدة.

ولغرض التحوط فأن الشركة تبيع عقود المستقبليات مقابل احتياطاتها،فإذا انخفضت أسعار النفط الخام فأن عقود المستقبليات ستحقق ربحا" يحمي قيمة ضمانة المصرف(Brown and Errera، 1987: 104).وبالتالي فأن الهدف الرئيس لعقد المستقبليات هو إتاحة الفرصة لمنتجي ومشتري السلعة الفعلية لتحويط مخاطرتهم السعرية وبالشكل الذي يساعدهم على العمل بشكل اكثر كفاءة (McMillan،1986: 587).وتستخدم عقود مستقبليات السلع على نطاق واسع في إدارة

المخاطرة السعرية (Siegel and Siegel،1990: 283)عبر تثبيت السعر المستقبلي للسلعة(4: CBOT،2004).حيث ان أسعار المستقبليات تعطي إشارات طويلة الأجل تحكم قرارات الاستثمار وتسمح للمنتجين والمستهلكين بإدارة المخاطرة السعرية.وفي الأسواق الزراعية والنفطية والغاز والكثير من الأسواق المالية فأن التداول المنظم بعقود المستقبليات هو المصدر الأساس لاكتشاف السعر.كما ان التداول الناجح بمستقبليات السلع يخفض تكاليف المعاملات بجميع أجزاء السوق من خلال تنميط السلع وتحسين المعلومات وتدنية تكاليف تنفيذ العقود(2: VanVactor،2004).ومن المؤكد بان التحوط هو الهدف الاقتصادي الرئيس لوجود أسواق المستقبليات.وعلى أية حال فأن أسواق المستقبليات الفعالة لايمكن ان تكون موجودة دون مشاركة المحوطين والمضاربين.فالمحوطين ينقلون المخاطرة السعرية للمضاربين وهؤلاء يمتصون هذه المخاطرة.والتحوط والمضاربة هما نشاطان يكمل بعضهما البعض الآخر(Corrado،2000: 460 and Jordan).وقد أضاف التداول بعقود المستقبليات البعد الزمني لأسواق السلع. فعقد المستقبليات يفصل تاريخ الاتفاق(وهو تاريخ تحديد سعر التسليم)عن التاريخ الذي يحدث فيه التسليم والدفع الفعلي.ومن خلال فصل هذين التاريخين فأن المشترين والباعة أصبحوا يحظون بأداة هامة ومرنة لإدارة المخاطرة(Corrado and Jordan،2000: 455). وتنطوي صفقات المستقبليات على درجة عالية من الرفع.وهذا يعني ان وديعة أو مبلغ صغير ا مدفوعا من الممكن ان يؤدي إلى خسائر أو أرباح كبيرة،كما ويعني بأن تحرك صغير ا نسبيا" من الممكن ان يؤدي إلى تحرك نسبي اكبر بكثير من قيمة الاستثمار بالعقود وهذا يمكن ان يعمل لمصلحة أو بالضد من مصلحة المستثمر(BWD,2004:7).

ولعل الزيادة الدراماتيكية بعقود مستقبليات السلع المتداولة في البورصات المختلفة هي خير دليل على أهمية وجدوى التداول بالمستقبليات (Khoury،1984: 174).وباختصار فأن أسواق المستقبليات هي مؤسسات لافتة للنظر أثبتت الإبداع والابتكار على الميدانين النظري والتطبيقي. (Malliaris،2003 :24)

2.3 متطلبات نجاح عقد مستقبليات السلعة :

ليكون عقد المستقبليات ناجحا"فلابد من تو افر ثلاثة متطلبات مهمة وهي كالأتي:

- المتطلب الأول : هو ان السلعة محل التعاقد يجب ان تكون متجانسة وقابلة للإبدال والإحلال (Fungible).والتجانس مطلوب لان سوق المستقبليات يجب ان يكون لديها صنف نمطي للسلعة كي تتداول.وسعر عقد المستقبليات سوف يعكس قيمة الصنف المحدد في العقد بالشكل الذي يلبي متطلبات التسليم إذا ما حدث التسليم فان الخصومات أو العلاوات المناسبة فوق سعر الصنف الاسمي المحدد بالعقد تضمن ملائمة التسليم لطيف واسع من مشتركي السوق.ويبدو بأن القدرة

على التسليم والاستلام بمقتضى عقد المستقبليات كانت الأساس في النجاح المبكر لمثل هذه العقود.وعلى الرغم من ان أسواق المستقبليات الناضجة هي أسواق مالية بطبيعتها وان التسليم يحدث فيها بشكل نادر الا ان التسليم في المراحل المبكرة من نشوء وتطور عقد المستقبليات كان كثير الحدوث.ففي البداية كان ينظر مشتركو السوق لأسواق المستقبليات بوصفها المصدر الآخر للعرض أو المنفذ الآخر لبيع المنتوج الفائض عن الحاجة.وكانت عقود المستقبليات تستخدم فقط كآليات للتسعير الآجل.وهذه هي السمة الأكثر جاذبية لأسواق المستقبليات بالنسبة لأولئك الذين لم يألفوا عملياتها.ومع نضج الأسواق فأن التسليم اصبح يحدث بتكرار اقل.وسوق المستقبليات الناضجة بالكامل يحدث فيها التسليم بأقل من (2%) من العقود القائمة على السلعة المعنية(86 :Brown and Errera،1987).

- المتطلب الثاني : هو انه يجب ان يكون هناك عددكبير ا من المحوطين في السوق.فالشركات التي تتخذ مراكز كبيرة في السوق النقدي أو التي ربما هي بحاجة لشراء أو بيع السلعة في المستقبل تعتبر تقلب الأسعار أمرا" غير مرغوب" فيه وتستخدم أسواق المستقبليات لتقليل مخاطرة تغير الأسعار في السوق النقدي.والأساس المنطقي لوجود أسواق المستقبليات هو أنها توفر آلية لتحويل المخاطرة السعرية من المحوطين الى المضاربين.ووجود المضاربين لوحدهم هو غير كاف لإقامة سوق مستقبليات ناجح.عليه ولكي يكون عقد المستقبليات ناجحا" فيجب ان يكون هناك عددكبير ا من الشركات التي بإمكانها استخدام عقود المستقبليات في عملياتها.والسوق النقدي الذي تهيمن عليه القلة من الشركات الكبيرة لن يكون مؤهلا" للتداول بعقد المستقبليات.لكن بعض المشاركين من جانب المضاربين هي مرغوبة أيضا".فوجود عدد كبير من المشترين والباعة في أسواق المستقبليات يضمن التدفق الكافي لأوامر الشراء والبيع الى قاعة التداول كما يضمن أيضا"آلية تسعير كفوءة وتنافسية في سوق المستقبليات.والتلاعب بالأسعار يكون مستحيلا" في أسواق المستقبليات المنظمة.

(Brown and Errera،1987: 86)

–المتطلب الثالث : هو انه يجب ان يكون هناك تقلب سعري في السوق الفوري.فالأسعار يجب ان ترتفع وتنخفض واتجاه التغير غير قابل للتوقع به.وهذا يعني بأنه يجب ان تكون هناك مخاطرة سعرية.فالمخاطرة السعرية تجتذب المضاربين لأسواق المستقبليات الذين يأملون تحقيق الربح منها.ومن جانب آخر فأن التقلب السعري يجتذب المحوطين الذين يأملون استخدام المستقبليات للتخلص من المخاطرة السعريةإذا لم يكن هناك تقلبا سعريا فلن تكون هناك حاجة لدى المحوطين للدخول الى السوق.وبالفعل فأن واحدا" من اكثر العوامل أهمية في النجاح الحالي لعقود مستقبليات الطاقة هو التقلب السعري المصاحب لحالات العجز والفائض في المعروض

النفطي.والتقلب السعري المتزايد اجتذب عددا" اكبر من المضاربين الى أسواق الطاقة (87 –86 (NYMEX,2004a:4);(Brown and Errera،1987:.

ومن المهم جدا" التصميم المميز للعقد النمطي.وهدف التصميم هو جعل عقد المستقبليات أداة تداول عالية السيولة وان كل وحدة من وحدات العقد تكون بمثابة بديل تام للوحدة الأخرى.وطالما ان النقود هي السلعة الأكثر سيولة،فيجب على عقد المستقبليات ان يوفر سمتي السيولة المتمثلتين بتكاليف المعاملات المنخفضة والطلب المفرط عالي المرونة.والبورصات الناجحة تحافظ على تكاليف المعاملات عند مستويات منخفضة جدا" من خلال استقطاع اجور صغيرة والمطالبة بمتطلبات هامش متدنية.والمرونة العالية للطلب يتم تحقيقها من خلال اختيار أدوات المستقبليات للأسواق النقدية الكبيرة ومن خلال تشجيع عدد كبير من المتعاملين على المشاركة.والمرونة العالية للطلب تعني بأنه حتى الكميات الكبيرة من العقود المباعة لاتسبب تغيرات كبيرة في الأسعار .لذلك إذا ما كان الانحراف المعياري لتوزيع أسعار التسوية منخفضا" خلال فترة معينة،فبالإمكان الاستنتاج بأن هذا السوق هو عالي السيولة.وبالعكس إذا ما كان السوق ليس عالي السيولة وان التداولات تنفذ باسعار توازنية متباينة بشكل كبير فمن المتوقع ان يكون الانحراف المعياري لتوزيع هذه الأسعار عاليا".

(Malliaris،2003: 14 – 15)

كما ان العقد يجب ان يتوفر بحجم صغير كفاية لجذب اهتمام المضاربين من خارج الصناعة وبعكس ذلك فأن التداولات تكون مقيدة برأسمال المشتركين وتوجهاتهم صوب المخاطرة المترتبة على التداول بعقود ذات حجوم كبيرة.كما يجب ان يراعى الارتباط الوثيق بين سوق عقد المستقبليات والسوق النقدي للموجود الأساس،حيث ان التقارب السعري بين السوقين يجعل من عقد المستقبليات أداة تحوط ممكنة للمشتركين من داخل الصناعة.

(Horsnell and Mabro،1993 :46)

ولابد من الإشارةالى ان هناك القليل من السلع التي تتو افر فيها الشروط التي تناسب الأسواق المنظمة لعقود المستقبليات، وهذه الشروط تؤكد،بالإضافة الى وجوب كون السلعة متجانسة وقابلة للتنميط من حيث الكمية والنوعية وما شابهه ذلك وان يكون الطلب عليها نشطا" بما يضمن السيولة لسوقها،على ضرورة ان تكون السلعة من النوع القابل للتخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد بالعقد وان تكون السلعة ذات قيمة بالمقارنة مع حجمها.

(هندي،1994a: 634)

4. نشأة عقود مستقبليات السلع

ان أسواق المستقبليات بشكلها الحالي يعود وجودها الى حوالي (100) سنة خلت،لكن ما تشتمل عليه من مبادئ كانت قد استخدمت منذ مئات السنين[1] وأول مثال مسجل على التعاقد للتسليم المستقبلي للسلع بسعر ثابت كان خلال زمن الفينيقيين (Phoenician) (5 :Brown and Errera،1987).وقد بدأت عقود المستقبليات في أسواق السلع،وكانت متخصصة بالتحديد في السلع الزراعية (IEM،2004: 2).فقد كانت عقود مستقبليات الرز تتداول في اليابان[2] في عام (1730) في مدينة اوساكا (Blank،et.al.،1991: 2) وكان التجار يخزنون الرز في مخازن لغرض الاستخدام المستقبلي.ولغرض الحصول على النقود فأن أصحاب الخزين يبيعون إيصالات الاستلام المخزنية في مقابل الرز المخزون.وهذه كانت تعرف بـ"بطاقات الرز" وبالنهاية فأن بطاقات الرز هذه أصبحت مقبولة كنوع من العملات العامة القابلة للتسويق والتداول.وقد وضعت قواعد لتنميط التداول ببطاقات الرز.هذه القواعد هي مشابهة لقواعد التداول الحالية بالمستقبليات الأمريكية (Options University،2003 :2). وفي الولايات المتحدة فأن التداول بعقود المستقبليات جاء نتيجة التطور بممارسة التعاقد الآجل (Francis،1993: 549). حيث ان عمليات التنميط لشروط العقد زادت من قابلية العقود على التناقل والتسويق وسهولة التسوية(Cornford،1995 :190).ففي بداية القرن التاسع عشر كانت هناك فوائض في المنتجات الزراعية تنقل للسوق في منطقة شيكاغو.لكن وبسبب الطبيعة الموسمية للإنتاج الزراعي والحيواني فأن المزارع في الغالب كان يواجه ظروف سوقية مشوشة ومضطربة.ففي وقت الحصاد،يكون لدى مصنعي الأغذية خزين اكبر من احتياجاتهم وكانت قابلياتهم الخزنية محدودة مما يؤدي إلى انخفاض الأسعار إلى مستويات متدنية جدا".بل ان السلع تترك في الشوارع في الغالب لعدم وجود طلب عليها على الإطلاق. وبعد أشهر قليلة يتلاشى العرض وتزداد الأسعار بشكل دراماتيكي (Brown and Errera،1987: 5).وقد كان إلقاء الحبوب الفائضة عن الحاجة في نهر شيكاغو وبيعها كغذاء حيواني من الممارسات الشائعة بين أوساط منتجي الحنطة الذين لم يكونوا قادرين على بيع حصادهم في السوق الفوري بسبب الأسعار المنخفضة جدا" وغياب المرافق الخزنية المناسبة(Khoury،1984: 149).وقد طرح العقد الآجل استجابة لحالة الاضطراب هذه.و مثل عقد المستقبليات،فأن العقد الآجل هو اتفاق قانوني للتسليم أو الاستلام في المستقبل.فالمزارع بإمكانه التعاقد مع مصنع الأغذية أو شركة النقل لبيع منتجاته بسعر ثابت قبل الحصاد بوقت قريب.والقدرة على التعاقد مع المشتري بسعر ثابت في المستقبل قللت المخاطرة السعرية للمزارع

([1]) للمزيد من التفاصيل ، انظر: (Williams،1982: 306–316).

(2) بعض المؤرخين يشيرون بان التداول بالمستقبليات في اليابان يعود لبداية عهد توكاغاوا(Tokugawa)،أي للقرن السابع عشر (Corrado and Jordan،2000: 456) للمزيد من التفاصيل عند بدايات التداول بعقود مستقبليات السلع في اليابان ، انظر: (Teweles،et.al.،1974: 8–9) ; (Malliaris،2003: 2–3).

بشكل كبير ،كما أنها قللت المخاطرة السعرية لمصنع الأغذية،حيث اصبح بإمكانه الحصول على الحبوب أو الماشية بسعر ثابت في المستقبل.والقدرة على ضمان مصادر العرض والطلب في المستقبل الى جانب الانخفاض الحاصل في المخاطرة أسهما بشكل كبير في تطور آليات الوساطة والنقل والتخزين الضرورية لانسياب تدفق المنتجات من المنتجين الى المستهلكين النهائيين.وقد اصبح التعاقد الآجل شائعا" في العقد الثالث من القرن التاسع عشر.وفي عام1848 تم تأسيس مجلس تجارة شيكاغو (CBOT[1]) بعضوية(82) شخص يمثلون مختلف مصالح الأعمال.ومنذ ذلك التاريخ بدأ التداول الفوري والتعاقد الآجل يجري في (CBOT). وبالنهاية تم تنميط شروط العقود الآجلة وأصبحت عقود مستقبليات (Brown and Errera،1987: 5).بمعنى ان العقود الآجلة هي أسلاف عقود المستقبليات الحالية (NFA،1999: 7).وباعتماد سوق شيكاغو كنموذج،سرعان ما طرحت عقود المستقبليات النمطية في مدن أخرى في الولايات المتحدة الأمريكية والعالم،فقد بدأت لندن التداول بمستقبليات الحنطة الى جانب تأسيس بورصات مستقبليات القطن في نيويورك وبومباي.و هناك حاليا" بورصات مستقبليات كثيرة حول العالم.فعلى اقل تقدير هناك حاليا"(85) بورصة مستقبليات حول العالم وكما هو ظاهر في الجدول (1) (ITC،2004: 7).

الجدول (1) عدد بورصات مستقبليات السلع الموجودة في بلدان العالم

البلد	عدد البورصات	البلد	عدد البورصات	البلد	عدد البورصات
الأرجنتين	2	هولندا	2	السويد	1
استراليا	1	ماليزيا	3	سويسرا	1
النمسا	1	نيوزلندا	1	هون كونغ	1
بلجيكا	1	النرويج	1	هنكاريا	2
برمودا	1	بولندا	2	اسرائيل	1
البرازيل	2	البرتغال	1	ايطاليا	2
كندا	3	روسيا	2	اليابان	11
الصين	14	سنغافورا	2	تايوان	1
الدنمارك	1	سلوفانيا	1	تركيا	1
فنلندا	1	جنوب أفريقيا	1	بريطانيا	4
فرنسا	1	كوريا الجنوبية	1	أمريكا	8
المانيا	2	اسبانيا	3	فنزويلا	1

Source:(ITC-Infinity Trading Corporation,Crude Oil Futures and Crude Oil Options Trading,2003: 7-8)

ان بورصة مستقبليات السلع هي سوق مالي تتداول فيه مجاميع مختلفة من المتعاملين بعقود ذات صلة بالسلع وهدفها الأساس هو تحويل التعرض للمخاطرة السعرية للسلع من مشترك لآخر.وبورصات مستقبليات السلع الأكثر أهمية في العالم موجودة في الدول المتقدمة.واكبر بورصات مستقبليات السلع هي تلك الكائنة في الولايات المتحدة الأمريكية(مجلس تجارة شيكاغو

(1)Chicago Board of Trade,CBOT.

وبورصة نيويورك التجارية وبورصة شيكاغو التجارية وبورصة القهوة والسكر والكاكاو)والمملكة المتحدة(بورصة لندن للمعادن وبورصة النفط الدولية) وفرنسا واليابان.

وهذه الأسواق،خصوصا الأمريكية والبريطانية،تقدم أسعارا" مرجعية دولية للسلع التي تطرح لأجلها العقود.كما ان عددا" من البلدان النامية لديها بورصات مستقبليات السلع الخاصة بها.ففي سنغافورة،تعرض بورصة النقد الدولية بسنغافورة(SIMEX[1])عقودا لأنواع مختلفة من المنتجات النفطية المتداولة بشكل مكثف جدا" وكذلك الذهب.وبورصة سلع سنغافورة(SICOM[2]–التي كانت تسمى في السابق جمعية المطاط لبورصة سلع سنغافورة) تتداول بمستقبليات مطاط مختلفة فضلا" عن القهوة.وبالنسبة للسلع من غير المنتجات النفطيةفأن بورصة سلع كوالالمبور(KLCE[3]) تحظى باهتمام دولي كبير جدا".وفي عام (1980) تأسست أول بورصة للمستقبليات في ماليزيا،حيث أنها عرضت عقودا" لزيت النخيل الخام.وفي عام (1854) تأسست بورصة حبوب بوينس ايرس في الأرجنتين.وهي واحدة من أقدم البورصات في العالم وقد بدأت التداول بمستقبليات الحبوب في عام (1907) وهي تتداول بعقود الحنطة والذرة وزهرة الشمس وفول الصويا.وفي الصين فأن عددا" كبيرا" من بورصات مستقبليات السلع قد تم تأسيسها في السنوات الأخيرة.وقد حافظت الهند على حضورها في المشهد الدولي على مستوى بورصات مستقبليات السلع.كما تمتلك العديد من الدول ذات الاقتصادات الانتقالية مثل هنكاريا وسلوفانيا بورصات مستقبليات سلع محلية وتدرس العديد من الدول الأخرى إقامة بورصات مستقبليات السلع الخاصة بها(10 :UNCTAD،1998).

وقد شهدت صناعة المستقبليات نموا" متفاوتا" في عقدي السبعينيات والثمانينيات من القرن العشرين.فعقود المستقبليات المتداولة سنويا" في الولايات المتحدة في بداية السبعينيات كانت حوالي (30) مليون عقد فقط،وبحلول عام 1987 أصبحت اكثر من (225) مليون عقد متداول.وخلال مدة 12 عام (1975–1987) ارتفع حجم التداول بالمستقبليات غير الزراعية من الصفر الى (185) مليون عقد.وخلال نفس المدة كان نمو المستقبليات الزراعية صفرا"،حيث ان حجم التداول ظل يحوم حول متوسطه البالغ (50) مليون عقد سنويا".وقد عانت مستقبليات السلع الزراعية من انخفاضات في عقد الثمانينيات لغاية مشكلة الجفاف في عام (1988).ففي عام(1980)كانت المستقبليات الزراعية تشكل(64%)من إجمالي حجم التداول بعقود المستقبليات الأمريكية المتداولة. وفي عام1987شكلت هذه العقود فقط(19%)من إجمالي حجم التداول.واحد أسباب الانخفاض في استخدام عقود المستقبليات الزراعية كان الانخفاض بالأسعار في بداية الثمانينيات.وفي عام1988ارتفع التداول بالمستقبليات الزراعية بحوالي(30%)بسبب ارتفاع

(1) Singapore International Monetary Exchange,SIMEX.
(2) Singapore Commodity Exchange ,SICOM.
(3) Kuala Lumpur Commodity Exchange ,KLCE.

الأسعار المصاحب للجفاف الشديد في الغرب الأوسط الأمريكي.وحجم التداول بمستقبليات السلع غير الزراعية كالمعادن انخفض هو الآخر خلال الثمانينيات.وعلى العكس من ذلك تماما" فأن حجم التداول بعقود مستقبليات النفط الخام قد ازداد كثيرا".وكان له اكبر حجم تداول من بين عقود مستقبليات السلع بنهاية1987.ويعتقد بأن التقلب باسعار النفط الخام هو المسؤول عن ذلك.وهذا يعني بأن حجم التداول بعقد المستقبليات المعني هو حساس جدا" لخصائص سوق الموجود الأساس(Blank،et.al.،1991: 6). وتعد عقود مستقبليات الطاقة الناجحة بمثابة ظاهرة حديثة.فالبعض ير ى بأن أول عقد مستقبليات طاقة تداول في بورصة السلع في منتصف عقد الستينيات من القرن العشرين.وكان هذا عقد البروبين لبورصة نيويورك للقطن.وبسبب الافتقار لمشاركة المحوطين والتقلبات السعرية الطفيفة فأن العقد لم يكن ناجحا" في البداية وسرعان ما أوقف التداول به.ولكن تم تغيير العقد بشكل طفيف وأعيد طرحه في ديسمبر (1981).وعلى الرغم من ان حجم التداول والمراكز المفتوحة ظلت معتدلة الا ان كليهما يتزايد باضطرار ويبدو بأن العقد هو ناجح بنحو معتدل.وقد ازدادت شعبية وأهمية عقد البروبين لان استخدام مستقبليات الطاقة اصبح اكثر انتشارا".وأولى عقود مستقبليات النفط طرحت في بداية عقد السبعينيات.ففي خريف 1974 بدأت بورصة نيويورك للقطن (NYCE) التداول بعقد مستقبليات النفط الخام الذي اشترط ميناء روتردام نقطة للتسليم.وبنفس الوقت فأن بورصة نيويورك التجارية بدأت التداول بعقود مستقبليات زيت الغاز والزيت (C).وهذه العقود اشترطت روتردام هي الأخرى.وقد فشلت هذه العقود الثلاثة في اجتذاب الكثير من الاهتماما إحدى المشاكل كانت نقطة التسليم التي كانت بعيدة عن نقطة التداول،وخلال الخطر النفطي(1973)كان المشتركون قلقين من امكانية الاستلام الفعلي للنفط اكثر من قلقهم من المخاطرة السعرية.وطالما انه لمن الصعب على الشركات الأمريكية الاستلام من روتردام فقد كان هناك اهتمام ضعيف باستخدام العقود في التحوط.وقد أوقفت بورصة نيويورك للقطن التداول بعقد مستقبليات النفط الخام بينما قامت بورصة نيويورك التجارية بإبدال عقد الزيت (C) تسليم روتردام الى عقد الزيت (رقم 6) تسليم نيويورك.وأبدلت عقد زيت الغاز تسليم روتردام بعقد زيت التدفئة (رقم 2) تسليم ميناء نيويورك.وقد بدأ التداول بكلا العقدين في خريف 1978.عقد الزيت (رقم 6) لم يجتذب الكثير من الاهتمام والمشكلة الرئيسة كانتاشتر اط العقد تسليم زيت بمحتوى كبريتي منخفض جدا" (0.3%) ينسجم مع قو انين التلوث لمدينة نيويورك.بينما تم السماح بتداول الزيت ذي المحتوى الكبريتي الأعلى في عدد كبير من الولايات الأمريكية الأخرى،ولهذا السبب لم يكن عقد مستقبليات الزيت (رقم 6) مفيدا" خارج نيويورك وبالتالي لم يكن ناجحا".بالمقابل فأن عقد مستقبليات زيت التدفئة (رقم 2) كانت له مسيرة مختلفة.حيث ان فتح التداول بالمستقبليات سمح للشركات الصغيرة والموزعين المحليين،الذين كانوا مبعدين عن التداول بالسوق الفوري،ليشتركوا بهذه السوق حينما تم طرح المستقبليات لأول مرة.وهذا

أتاح لهم مصدرا" آخرا" للحصول على المنتوج باسعار غير مرتبطة بالأسعار المعلنة لشركات النفط الكبرى.بالإضافة لذلك فأن هذه الشركات الصغيرة بإمكانها بعض الأحيان بيع العرض الفائض في أسواق المستقبليات باسعار مؤاتية.واستخدام السوق من قبل صغار الشركات والموزعين كان العامل الر ئيس في النجاح المبدأي لعقد مستقبليات زيت التدفئة.ذيوع الاستخدام الناجح للسوق شجع الكثير من الشركات الأخرى لاستخدام سوق المستقبليات كأداة لتحويط المخاطرة السعرية.وحاليا" هناك وعي اكبر بكثير من جانب الجمهور والصناعة النفطية بفائدة وأهمية سوق مستقبليات زيت التدفئة.حجم التداول والمراكز المفتوحة ازدادت بشكل دراماتيكي مع ازدياد نضج السوق.وأول تسليم لزيت التدفئة في سوق المستقبليات حصل في مارس 1979.ومنذ ذلك الحين سه ّ لت عقود مستقبليات زيت التدفئة لبورصة نيويورك التجارية تسليم اكثر من (60) مليون برميل من زيت التدفئة،وهي قصة نجاح مثيرة.وقد شجع نجاح عقد مستقبليات زيت التدفئة بورصات السلع الأخرى لتصميم وطرح عقود مستقبليات الطاقة.وقد تقدم طرح عقود مستقبليات الطاقة الجديدة بسرعة بالغة.فقد بدأت بورصة النفط الدولية (IPE[1]) التداول بعقد مستقبليات زيت الغاز في ربيع 1981 وكان العقد ناجحا" مباشرة.وقد بدأت بورصة نيويورك التجارية التداول بعقد مستقبليات الكازولين الحاوي على الرصاص تسليم ميناء نيويورك في اكتوبر1981وكان العقد ناجحا" جدا".بالإضافة لذلك بدأت البورصة التداول بعقد الكازولين الخالي من الرصاص(وقد حل محل عقد الكازولين الحاوي على الرصاص)تسليم ميناء نيويورك في ديسمبر 1984.وقد بدأت التداول بعقد مستقبليات النفط الخام في ربيع 1983.ويعد عقد النفط الخام العقد الأكثر نجاحا" في مستقبليات الطاقة بحجم تداول يومي يفوق (15000)عقد ومراكز مفتوحة تزيد عن(60000)عقد في حينها(Brown and Errera،1987: 87 – 89).والواقع ان الجائزة الحقيقية في التداول بمستقبليات الطاقة آلت لبورصة نيويورك التجارية في عام1983 حينما طرحت عقد مستقبليات النفط الخام.فقد كان السبب في تغيير وجهة سوق الطاقة وبشكل مثير جدا".ويبلغ متوسط حجم التداول بعقد مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو الآن اكثر من (150) مليون برميل كل يوم تداول وهو حوالي ضعف الإنتاج الفعلي اليومي للعالم (87 VanVactor،2004:).

وقد شهد التداول بعقود مستقبليات الطاقة نموا كبيرا" جدا".فعلى سبيل المثال،حجم التداول الشهري بعقود مستقبليات الطاقة لبورصة نيويورك التجارية ارتفع من (170000) عقد تقريبا" للشهر الواحد في يناير (1982) الى (7) ملايين عقد شهريا" في يناير (2000) واليوم فأن منتجات الطاقة هي ثاني أثقل صنف متداول من أصناف عقود المستقبليات في الأسواق المنظمة بعد المنتجات المالية (EIA،2003a: 13).والجدير بالذكر ان عقد مستقبليات النفط الخام قد طرح

(1) International Petroleum Exchange ,IPE.

بعد أحداث السوق النفطية في بداية السبعينيات،وهي فترة الجيشان والتقلب بأسواق النفط العالمية (Siegel and Siegel،1990: 383). وكما هو معلوم فأن النفط هو اكبر سلعة نقدية في العالم.وخلال عقد الثمانينيات ازداد الاعتماد على أسواق النفط الفورية وازداد تقلب أسعار منتجات الطاقة مما شجع على تطوير أسواق مستقبليات الطاقة.وكان السبب وراء إقامة أسواق مستقبليات النفط الخام في عقد الثمانينات من القرن العشرين التقلبات الحادة في الأسعار الفورية للنفط الخام.وقد كان ومازال التداول بمستقبليات الطاقة في الولايات المتحدة يجري في بورصة نيويورك التجارية،وهي بورصة مستقبليات الطاقة القائدة في العالم.وللبورصة مركب مستقبليات طاقة مكون من النفط الخام وزيت التدفئة والكازولين وزيت الوقود والبروبين والغاز الطبيعي بالإضافة الى خيارات مستقبليات النفط الخام وزيت التدفئة والكازولين.ولم تكن مستقبليات الطاقة متداولة قبل عام (1978) لأنه كان هناك القليل من التقلبات السعرية اليومية بمنتجات الطاقة.فخلال عقدي الستينيات والسبعينيات كانت أسعارالنفط الخام مسيطر ا عليها بإحكام من قبل أوبك الى جانب شركات النفط الكبرى المتكاملة عالميا".بالإضافة لذلك فأن أسعار الطاقة في الولايات المتحدة كانت خاضعة للتشريعات واللوائح التنظيمية للحكومة الفيدرالية.ولكن في بداية عقد الثمانينيات فقدت أوبك سيطرتها على أسواق النفط وتم تحرير أسعار الطاقة من التنظيم والرقابة القانونية الأمريكية استجابة لظروف السوق.وهذا جعل عقد مستقبليات النفط الخام أنشط عقد مستقبليات سلعي أمريكي متداول،حيث ان حجم تداوله في عام 1992 كان اكثر من ضعف حجم التداول بعقود الذرة أو فول الصويا أو الذهب(التي طرحت في الأعوام 1921،1937،1975 على التوالي).وقد اصبح سعر مستقبليات النفط الخام لبورصة نيويورك التجارية السعر المرجعي الذي تستند إليه جميع الصفقات الفورية للنفط الخام.

(Edwards and Ma،1992 :391 –394)

واليوم فأن منتجات الطاقة والمعادن والسلع الأخرىتشترى وتباع بمليارات الدولارات في حلبات التداول ببورصة نيويورك التجارية لوحدها كل يوم.وبعد إغلاق قاعة التداول بقليل يبدأ التداول الالكتروني الليلي عبر منصة التداول الالكتروني (NYMEX ACCESS).ذلك ان قيمة هذه السلع الاستراتيجية هي في تغير مستمر بالليل والنهار وهذه التغيرات لها تأثير على جوانب عدة،من السعر الذي يدفع مقابل البنزين (الكازولين) الى كلفة النحاس المستخدم في صناعة الأنابيب.والأسعار التي تحددها صفقات البورصة تعد الأساس للأسعار التي يدفعها الأشخاص في كل مكان بالعالم مقابل النفط الخام وزيت التدفئة والكازولين والغاز الطبيعي والذهب والفضة و البلاتين والنحاس والألمنيوم ....الخ.ويعود تاريخ هذه البورصة لعام (1872) حيث اجتمع،في هذا العام، مجموعة من تجار الألبان في مانهاتن ووضعوا بعض الإجراءات لتنظيم حالات الفوضى التي كانت سائدة في أسواق نيويورك.وكان لهذه المدينة اضعف نظام لتخزين وتسعير

ونقل المنتجات الزراعية في أمريكا من الناحيتين التنظيمية والاقتصادية.وكان يأمل التجار بأن تقدم بورصة نيويورك للزبدة والجبن المقامة حديثا" بتحسين كفاءة السوق.وفي غضون سنوات قليلة أصبح التداول بالبيض جزءا" هاما" من أعمال البورصة وقد تغير اسمها ليصبح بورصة الزبدة والجبن والبيض.وقد بذلت الجهود لاجتذاب تجار البقالة والفواكه المجففة والسلع المعلبة والدجاج.وفي عام 1982 تم تغيير الاسم ثانية ليصبح بورصة نيويورك التجارية.ولان الاتصالات والنقل أصبحت أكثر كفاءة في بداية القرن العشرين،وبسبب بناء المخازن المركزية في مراكز الأسواق الرئيسة في نيويورك وشيكاغو،والتي من الممكن ان تستخدم لتوزيع السلع بشكل منظم واقتصادي وبسبب توسع شركات الأعمال لتصبح دولية أكثر منها محليةإ قليمية،فلم تعد هناك حاجة لعدد كبير جدا" من البورصات.وبدأت البورصات في المدن الصغيرة بالتلاشي بينما أدت المنافسة في الأسواق الأكبر إلى اندماج الكثير من بورصات المدن الكبيرة. وفي أغسطس 1994 اندمجت اكبر بورصتين في نيويورك وهما بورصة نيويورك التجارية وبورصة سلع نيويورك لتصبح بورصة مستقبليات السلع الأساسية في العالم وتحمل اسم بورصة نيويورك التجارية.وهذه البورصة مكونة من سوق نايمكس (NYMEX[1]) وتتداول فيه مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو وبرنت[2] وزيت التدفئة والكازولين والغاز الطبيعي وغيرها من منتجات الطاقة،وسوق كوميكس (COMEX[3]) وتتداول فيه مستقبليات الذهب والفضة والنحاس والألمنيوم وغيرها من المعادن بالإضافة لمؤشرات الأسهم (NYMEX،2003: 2-6).وخلال العقد الماضي أصبح سوق نايمكس لمستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو السوق الأكثر سيولة في العالم فضلا"عن كونه يتمتع بأكبر حجم تداول بعقود مستقبليات النفط الخام في العالم. وبسبب سيولتها العالية وشفافية أسعارها فأن هذه العقود تستخدم الآن كمرجع للتسعير الدولي للنفط الخام(1: Harvey،2003).ومن جانب آخر فأن بورصة النفط الدولية(IPE)بلندن تعد بورصة مستقبليات وخيارات الطاقة القائدة في أوربا.ويستخدم مشتركو الصناعة النفطية المستقبليات والخيارات لتدنية تعرضهم للمخاطرة السعرية في سوق الطاقة الفوري.ويجري التداول في(IPE)عبر حلبات التداول وكذا عبر منصة التداول الالكتروني(ICE).ويتم التداول في(IPE) بسرعة لان هناك عددكبير ا من المشترين والباعة المشتركين في السوق ويتداولون بالشكل الذي يمنح جميع عقود البورصة

---

(1) New York Mercantile Exchange,NYMEX.

(2) على الرغم من ان سوق نايمكس يتداول الآن بعقد مستقبليات برنت إلا أن التداول بهذا العقد ظل محدودا"،وغالبية عقود مستقبليات برنت تتداول في بورصة النفط الدولية(IPE) بلندن(DOE،2003: 38).يذكر ان تاريخ طرح عقد مستقبليات برنت (NYMEX) هو الخامس من سبتمبر (2001) (CFTC،2002: 138) بينما طرح عقد مستقبليات برنت (IPE) بتاريخ الثالث والعشرين من يونيو1988(10 .(IPE،2004:

(3) Commodity Exchange,COMEX.

درجة عالية من السيولة.وتدرج(IPE)حاليا ثلاثة مشتقات طاقة رئيسية وهي مستقبليات وخيارات مستقبليات برنت(IPE)ومستقبليات وخيارات مستقبليات زيت الغاز ومستقبليات الغاز الطبيعي.ويعد عقد مستقبليات برنت(IPE)هو أول عقد في البورصة تم تصميمه لتلبية حاجة الصناعة النفطية الملّحة لأدوات تحوط دولية.وهو جزء مكمل ومتزايد الأهمية في مركب تسعير برنت الذي يتضمن العقد الفوري والعقد الآجل(IPE،2004: 1-2).وقد شهد هذه العقد نجاحا"كبيرا"جدا".فقد ازداد حجم التداول بالعقد لجميع أشهر التسليم.وعلى أية حال،فأن ازمة الكويت كانت أقوى حافز لنجاح العقد.فقد تضاعف متوسط حجم التداول في غضون شهرين فقط.والزيادة في السيولة جاءت نتيجة الزيادة العامة في الرغبة بإدارة المخاطرة الناشئة من التقلب المتزايد.وقد بلغ حجم التداول الذروة أعقاب الهجوم البري على العراق عام1991لان متوسط الحجم اليومي ظل ضمن المدى(15-25)ألف عقد في اليوم.ومنذ ذلك الحين استمر حجم التداول بعقد مستقبليات برنت(IPE)بالارتفاع والسبب في ذلك يعود الى النمو بخيارات مستقبليات برنت (IPE)الى جانب المحاولات لطرح عقود جديدة للمنتجات النفطية بدلا"من إجراء توسيع اكبر بعقد مستقبليات برنت(IPE).واستقرار حجم تداول عقد مستقبليات برنت يظهر بأنه يدنو الآن من مرحلة النضوج الكامل. (Horsnell and Mabro،1993: 193-195)

ما تقدم يعني بأن المحاولات المبكرة لطرح عقود مستقبليات الطاقة لم تكن ناجحة وقد تم التخلي عنها.لكن حالات الفشل هذه تبعتها العديد من عقود مستقبليات الطاقة الناجحة جدا" في أمريكا وأوربا.فعقود مستقبليات زيت التدفئة والكازولين الحاوي على الرصاص تسليم ميناء نيويورك والنفط الخام تسليم كوشنغ وزيت الغاز تسليم روتردام كانت مصممة بشكل مميز وكان لها تأثير كبير على تسعير وتوزيع تلك المنتجات.وقد شجع نجاح هذه العقود طرح عقود مستقبليات أخرى مرتبطة بالطاقة.فقد غيّر طرح عقد مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس في عام 1983 آلية تسعير النفط الخام وقدم آلية لتحويط مخاطرة التقلب باسعار النفط الخام (85 :Brown and Errera،1987).وعلى العموم فأن أسواق المستقبليات حول العالم هي في انتعاش وازدهار،حيث ان قرابة (2) مليار عقد قد تم التداول بها في عام (2003) بزيادة قدرها (26%) عن عام (2000) ولعل التحول صوب التداول الالكتروني فضلا"عن تزايد حدة التنافس ما بين البورصات هو الذي أدى الى تخفيض تكاليف التداول وبالتالي تزايد الطلب على المستقبليات. (Bloom and Woods،2004 :12)

5. أنواع عقود مستقبليات السلع وخصائصها ومواصفاتها:

1.5 أنواع عقود مستقبليات السلع:

ان عقد المستقبليات هو نوع من أنواع عقود التسليم المؤجل.فالمتعاملون الذين يدخلون في العقد يحددون وبشكل علني سعر التسليم اللاحق لصنف محدد من أداة سلعية أومالية محددة في منطقة

جغرافيـة محـددة(Blank،et.al.،1991: 16).وتصـنف عقـود المسـتقبليات عمومـا"إلى صـنفين رئيسين وهما المستقبليات السلعية(Commodity Futures)والمستقبليات المالية(Financial Futures). للمستقبليات السلعية موجودات أساسية سلعية مثل السلع الزراعية والمعادن النفيسة والمعادن الصناعية ومنتجات الغابات ومنتجات الطاقة،في حين ان للمستقبليات المالية موجودات أساسية مالية مثل العملات والسندات ومؤشرات الأسهم (Ross،et.al.،1998: 656) ; (21 :Vora،2002).وفـي مجـال عقـود المسـتقبليات الزراعيـة فهنـاك عقـود تتـداول علـى الحبـوب (كالحنطة والشعير والذرة وفول الصويا والقطن وغيرها)والزيت والدقيق(كزيت ودقيق فول الصويا أو الـذرة أو زهـرة الشـمس) والماشـية الحيـة ومنتجـات الغابات(كالخشـب ولبـاب الأشـجار)والمواد الغذائيـة(كالكاكاو والقهوة وعصـير البرتقـال والـرز والسكر).وفـي مجـال عقـود مسـتقبليات المعـادن النفيسـة،فهناك عقود تتداول علـى الفضـة والذهب والبلاتين والبـالاديوم وغيرهـا فـي حين ان عقود مسـتقبليات المعـادن الصـناعية تتـداول علـى النحـاس والرصـاص والزنـك والألمنيـوم والقصـدير وغيرها.وأمـا مسـتقبليات الطاقـة فهـي تتـداول علـى الـنفط الخـام والكـازولين وزيـت التدفئـة والغـاز الطبيعـي والكهربـاء وغيرهـا(Kolb،1997: 15 –16);(Pirrong،2002: 2). وأينمـا كـان هنـاك تقلب فـي الأسـعار كانـت هنـاك حاجـة لعقد المستقبليات، وتطـرح عقـود المستقبليات الجديدة علـى أساس دوري منتظم (Ross،et.al.،1998: 657).ولعل التطور الأكثر إثارة في عقد الثمانينيات من القرن العشرين هو طرح عقود مستقبليات الطاقة التي عززت من عمل نظام توزيع النفط العالمي وغيّرت الطريقة التي يسعر بها النفط على نطاق العالم.ولعل الأحدث هو طرح عقود خيـارات مسـتقبليات السـلع التـي تعـد بتنـوع مثيـر فـي بـدائل إدارة المخـاطرة السـعرية (2–1 :Brown and Errera،1987).وهناك اكثر من(90) عقد مستقبليات مختلف(تمثل حوالي 60 أداة ماليـــة وســـلعية مختلفـــة) متـــداول فـــي أســـواق مســـتقبليات أمريكـــا الشـــمالية لوحدها(Blank،et.al.،1991:1).وغالبية عقود مستقبليات الطاقة والمعادن الأمريكية تتداول في بورصـة نيويورك التجاريـة وأمـا عقود المستقبليات الزراعيـة والماليـة فهـي تتداول بشكل أسـاس فـي مجلس تجارة شيكاغو(CBOT) وفي بورصة شيكاغو التجارية (CME)(4–3 :1987، Brown and Errera).ويظهر الجدول(2)قائمة بأسماء ابرز بورصات مستقبليات السلع وعقود مستقبليات السلع الرئيسة التي تتداول بها.وتعد مستقبليات النفط الخام اليوم من بين مستقبليات السلع الأكثر نشاطا" في التداول بالعالم.

الجدول (2) ابرز أنواع عقود مستقبليات السلع وبورصات المستقبليات التي تتداول فيها

اسم البورصة	أنواع عقود مستقبليات السلع المتداولة فيها
1. سوق نايمكس ببورصة نيويورك التجارية New York Mercantile Exchange(NYMEX)	النفط الخام،زيت التدفئة،الكازولين الخالي من الرصاص، الغاز الطبيعي،الكهرباء

2. سوق كوميكس ببورصة نيويورك التجارية Commodity Exchange(COMEX)	الذهب،الفضة،النحاس،الألمنيوم،البلاتين،البالاديوم
3. مجلس تجارة شيكاغو Chicago Board of Trade (CBOT)	الحنطة،الشعير،الذرة،فول الصويا،زيت الصويا،دقيق الصويا،الخشب،الرز،الفضة،الذهب
4. بورصة شيكاغو التجارية Chicago Mercantile Exchange(CME)	الماشية الحية ، اللحوم المجمدة ، ماشية التربية أو التغذية ، الخشب ، الحليب ، الذهب
5. بورصة القهوة والسكر والكاكاو Coffee, Sugar and Cocoa (CSCE) Exchange	القهوة،السكر،الكاكاو
6. بورصة سلع أمريكا الوسطى Mid-America Commodity (MACE) Exchange	الحنطة،الشعير،الذرة،فول الصويا،دقيق الصويا،الماشية الحية،السكر،الفضة،الذهب،البلاتين،النحاس
7. بورصة حبوب مينيابولس Minneapolis Grain Exchange (MGEX)	الحنطة،الشعير،الذرة،زيت الذرة
8. بورصة نيويورك للقطن New York Cotton Exchange (NYCE)	القطن،عصير البرتقال
9. بورصة النفط الدولية بلندن International Petroleum Exchange (IPE)	النفط الخام، زيت الغاز،الغاز الطبيعي
10 . بورصة سلع لندن London Commodity Exchange (LCE)	الكاكاو،القهوة
11. بورصة معادن لندن London Metal Exchange (LME)	الألمنيوم،النحاس،الرصاص،النيكل،الزنك
12. بورصة سلع طوكيو Tokyo Commodity Exchange (TCE)	المطاط،الذهب،الفضة،البلاتين،البالاديوم
13. بورصة سلع ومستقبليات (Bolsa) في البرازيل Brazil's Bolsa de Mercadorias & Futuros	القهوة،فول الصويا،الماشية الحية،ماشية التربية،القطن، السكر،الذرة،الذهب

المصدر : الجدول من إعداد الباحث والمعلومات مستقاة من :

1.(Blank,StevenC.,Colin A. Carter and Brian H.Schmiesing,Futures and Options Markets:Trading in Financials and Commodities,N.J.:Prentice–Hall International,Inc.1991:27-30)
2.(Edwards,Franklin R. and Cindy W. Ma,Futures and Options,N.Y.:McGraw-Hill,Inc,1992:381)
3.(Brealey,Richard A.and Stewart C.Myers,Principles of Corporate Finance,5thed.,N.Y.:The McGraw–Hill Companies.Inc.,1996:712)
4.(Chance,Don M.,An Introduction to Derivatives,4thed.,Forth Worth:The Dryden Press,1998:295-296)
5.(UNCTAD-United Nations Conference on Trade and Development,A Survey of Commodity Risk Management Instruments,Report by the UNCTAD Secretariat,April6,1998:10)
6.(CIG-Cornerstone Investor Group:Florida/USA,Introduction to Futures and Options:Understanding the Mechanics,2004:9)

واهم عقود مستقبليات النفط الخام في العالم تتداول في بورصة نيويورك التجارية وبورصة النفط الدولية بلندن (Medova and Sembos،2000: 4).كما اثبت تجريبيا" ان للتداول بعقود مستقبليات النفط الخام في بورصة نيويورك التجارية تأثير كبير ا في التداول بعقود مستقبليات النفط الخام في بورصة النفط الدولية،وتعد هي القائد في تحديد أسعار مستقبليات النفط الخام.

(Lin and Tamvakis،2002 :2)

والجدير بالذكر ان سوق نايمكس طرح في الرابع من مايو (2003) عقد مستقبليات نفط الشرق الأوسط الخام.والعقد هو لأغراض التسوية النقدية وليس التسليم المادي ويستند لمؤشر متوسط

الأسعار المعلنة لخامي(دبي)و(عمان) والتي تنشرها ستة مؤسسات اعلان مختلفة.وتستخدم البورصة الأسعار المخمنة من قبل كل مؤسسة من هذه المؤسسات الست لاحتساب مؤشر نفط الشرق الأوسط الخام لكل يوم تداول(شريطة ان تكون هناك على الأقل ثلاثا مؤسسات تعلن تخمينات الأسعار لذلك اليوم).وصيغة الاحتساب اليومي لمؤشر نفط الشرق الأوسط الخام (MEC) هي كالأتي (ITC،2003: 1-3):

المؤشر اليومي = (متوسط أسعار خام دبي) + (متوسط أسعار خام عمان) \ 2. . . . (1)

2.5 خصائص عقود مستقبليات السلع:

تتمتع عقود مستقبليات السلع بجملة من الخصائص ومن أهمها الأتي :

النمطية (Standardization)ان نمطية عقود المستقبليات تسّهل التداول بهذه العقود وهي واحدة من المزايا الرئيسة للعقد الذي يمكن التداول به في البورصة.وعادةإبرام صفقة بعقد مستقبليات نمطي فأن الشرط التعاقدي الوحيد الذي يتوجب التفاوض عليه لغرض بيع او شراء ذلك العقد هو السعر (DOE،2003: 37).والنمطية في عقود مستقبليات السلع تجعل منها أدوات مالية عالية السيولة (NYMEX،2004a: 6)وتسّهل على المستثمر فهمها واستخدامها في تصميم استراتيجية التداول . (Sharpe and Alexander،1990: 594)

الشفافية السعرية (Price Transparency): ان أسعار عقود المستقبليات هي متوفرة وقت تحققها (Real Time) عبر باعة البيانات الرئيسين.وبالنتيجة فأن السعر الذي يتداول به العقد المعني يمكن معرفته بشكل فوري من قبل جميع المشتركين (IPE،2004: 9).على سبيل المثال، في كل وقت تكتمل فيه الصفقة في قاعات بورصات مستقبليات الطاقة الأمريكية فأن البورصة تسجل أسماء المشترين والباعة ويعلن سعر الصفقة.وهذه الأسعار تكون متاحة طوال اليوم من البورصات عبر الانترنت وهي تنتشر في النشرات التجارية الخاصة والصحف اليومية كما وتعلن اسبوعيا" من قبل إدارة معلومات الطاقة التابعة لوزارة الطاقة الأمريكية.التوفر الفوري لأسعار المستقبليات يحّسن من شفافية السوق (والتي تعني قدرة أي مشترك في السوق على رؤية ومعرفة مستوى السعر السائد) وتجعل عقود سوق المستقبليات بمثابة المرجع السعري للتفاوضات في الأسواق الفورية وأسواق العقود الآجلة (DOE،2003: 40).وتعد المستقبليات من أدوات إدارة المخاطرة السعرية للسلع تستخدم لتثبيت الأسعار وبالتالي الإسهام في تقليل تعرض المشتركين في أسواق السلع لمخاطر الأسعار ومن الممكن ان تحسن من شفافية الأسعار . (UNCTAD،1998: 9)

الضمان (Security) : ان التداول بالمستقبليات عادة ما يتضمن عددكبير ا من المتعاملين المتنافسين الذين يلتقون في حلبة التداول بالبورصة وان كل تداول يكون مضمونا من قبل دار التصفية بالبورصة (Malliaris،2003 :4).وهذا يعني ان جميع عقود مستقبليات السلع المتداولة

في بورصات المستقبليات تخضع لضمان دور التصفية العاملة بهذه البورصات. فعلى سبيل المثال تعمل مؤسسة دار التصفية – لندن (London–Clearing House, LCH) كطرف مقابل ضامن لجميع عقود مستقبليات برنت المتداولة في بورصة النفط الدولية.وهذا يمكنها من ضمان الأداء المالي لكل عقد مسجل لديها من خلال أعضاء التصفية التابعين لها لغاية عكس المركز أو التسليم. (IPE،2004: 9)

السيولة (Liquidity) : ان السيولة التي تعني حجم صفقات كبيرة وعدد كبير من المشتركين هي الشرط الأساس للأداء الوظيفي المناسب لبورصات مستقبليات السلع.فإذا ما كان التداول بعقد المستقبليات المعني عالي السيولة فأن أولئك الذين يرغبون بالشراء أو البيع بإمكانهم التداول بسهولة وبكلفة صغيرةو هذا يعني بأن الفرق بين السعر المدفوع مقابل العقد والسعر الذي سوف يتسلم مقابل بيعه (الفارق بين سعر الشراء والبيع) يكون بحده الأدنىوا ٍذا لم يكن التداول بعقد المستقبليات يتمتع بالسيولة فأن تكاليف المعاملات ستتضمن فارقا"عاليا" بين سعر الشراء وسعر البيع،وبسبب المنافسة المحدودة فأن الأسعار المشاهدة ربما تعكس الوقائع الاقتصادية.والأسواق عالية السيولةأو العميقة (Deep) بإمكانها وبسهولة امتصاص العروض الكبيرة دون ان تتأثر الأسعار كثيرا"(UNCTAD،1998: 27).ويرغب المتعاملون النشطون بالمستقبليات بأسواق تتمتع بسيولة عالية يتداول فيها حجم كبير من العقود.وهذا مرغوب لأنه يسمح لأولئك الذين يتداولون بمراكز كبيرة بالشراء والبيع في أي وقت دون التسبب بتغير سعري كبير (758: Francis،1991).وفيما يخص السوق النفطية فهي اكبر سوق للسلع في العالم ولاتعاني من مشكلة الافتقار للسيولة على الإطلاق(Akiyama and Christian،1998: 33).وهذا يؤكد ان أسوق مستقبليات السلع على العموم هي أسواق عالية التنظيم وعلى درجة عالية من السيولة. (Malliaris،2003: 4)

التداول بحجوم صغيرة (Small Parcel Trading): ان عقود مستقبليات السلع تتيح الفرص أمام صغار المستثمرين للتداول بها كونها متاحة بحجوم صغيرة.على سبيل المثال،حجم عقد مستقبليات النفط الخام هو1000برميل وهو حجم صغير جدا" مقارنة بحجم حمولة برنت القياسية البالغة 600000 برميل وهذا يعزز من سيولة العقد وقابليته التسويقية. (9 :IPE،2004)

3.5 مواصفات عقود مستقبليات السلع:

ان مواصفات العقد هي تعريفات وقواعد وحدود تضع قيودا"على التداول بمستقبليات السلع(Sartwelle,et.al.,2004:1). ولطالما ان مستقبليات السلعة هو عقد قانوني،فيطلق اسم المواصفات على الشروط التي ينص عليها العقد.وهذه الشروط أو المواصفات تحدد كمية ونوعية الموجود المراد تسليمه بالإضافة الى مكان ومدة التسليم.شروط العقد تحددها البورصة الراعية

لتداول العقد.والأمر الوحيد المتروك للتفاوض بين مشتري وبائع العقد هو سعر الموجود المراد تسليمه.وهذا السعر يحدد في حلبة التداول بقاعة البورصة وباسلوب المزايدة العلنية المفتوحة (153 :Ritter,et.al.,2000).ولعل الفارق الرئيس بين العقد الآجل وعقد المستقبليات هو الشروط النمطية لعقد المستقبليات.فالعقود الآجلة تفتقر للتنميط،والسلعة الأساس ليست نمطية ويتفق الطرفان على تاريخ تسليم محدد لكنهما يمكن ان يختارا أي تاريخ آخر يتفق كلا الطرفين عليه.وأيضا" ليس هناك من آلية خارجية تضمن للمتعاملين تنفيذ العقد.ولان السلعة محل التداول هي نمطية بدرجة عالية فأن جميع المشتركين في السوق يعرفون بالضبط ماهو معروض للبيع ويعرفون شروط الصفقات.وهذا التماثل يساعد على تعزيز السيولة(Kolb،1997 :5-6). وتعد العقود بنماذج مطبوعة سلفا".وهناك نموذج مختلف لكل سلعة.وحينما يوقع عقد المستقبليات فتملأ الأماكن الفارغة فقط من النموذج والتي تقتصر على اسم البائع والمشتري والتاريخ والسعر والشهر الذي سيتم به التسليم (Francis،1976: 376). وفيما يلي نقاش لأهم شروط أو مواصفات عقود مستقبليات السلع:

1. ساعات التداول Trading Hours : ساعات التداول بعقود مستقبليات مجلس تجارة شيكاغو هي الساعة التاسعة والنصف صباحا" لغاية الساعة الواحدة والربع بعد الظهر بتوقيت شيكاغو(17 :Blank,et.al.،1991).والتداول بعقود مستقبليات سوق نايمكس المختلفة يبدأ من الساعة العاشرة صباحا" لغاية الساعة الثانية والنصف بعد الظهر بتوقيت نيويورك (NYMEX,2004b:11).أما عقود مستقبليات بورصة النفط الدولية (IPE) فيبدأ التداول بها بعد الساعة العاشرة صباحا" بدقيقتين والإغلاق في الساعة السابعة والنصف مساءا" بتوقيت لندن .(IPE,2004 :10)

2. حجم العقد أو وحدة التداول Contract Size or Unit of Trading : ان حجم العقد يحدد كمية الموجود الأساس التي يتوجب تسليمها بظل عقد مستقبليات واحد.والقرار المتعلق بتحديد حجم العقد هو هام جدا" بالنسبة للبورصة.فإذا ما كان حجم العقد كبيرا" جدا" فأن الكثير من المستثمرين الذين يرغبون بتحويط التعرضات الصغيرة نسبيا" للمخاطرة والذين يرغبون باتخاذ مراكز مضاربة صغيرة نسبيا" ان يكونوا قادرين على استخدام البورصة كون العقود غير قابلة للتقسيم.من جانب آخر إذا ما كان حجم العقد صغيرا" جدا" فأن التداول ربما يكون مكلفا" لان هناك تكاليف معاملات مترتبة على كل عقد متداول.لذلك فأن الحجم الصحيح للعقد يعتمد بوضوح على المستخدم المحتمل للعقد (Hull،1998: 20) ; (Chance،1998: 271).على سبيل المثال حجم عقد

مستقبليات الفضة لسوق كوميكس هو (5000) اونسة ترويسية[1](OZ) وحجم عقد مستقبليات الذهب لسوق كوميكس هو (100) اونسة ترويسية (Kramer،1991: 110).وحجم عقد مستقبليات فول الصويا (وكذلك الحنطة والشعير والذرة) لمجلس تجارة شيكاغو هو (5000) بوشل[2] (Blank,et.al.,1991: 17).وحجم عقد مستقبليات الماشية الحية لبورصة شيكاغو التجارية هو (30000) باوند[3] من الماشية الحية (Kramer،1991: 109).وحجم عقد مستقبليات النحاس لبورصة لندن للمعادن (LME) هو (25) طن (29 :UNCTAD،1998).وأما حجم عقد مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس فهو (1000) برميل أمريكي (42000 كالون) (Siegel and Siegel،1990: 399).وحجم عقد مستقبليات برنت لسوق نايمكس هو (1000) برميل (NYMEX,2004c: 3).وهو نفس حجم عقد مستقبليات برنت (IPE)(IPE,2004:10).أما حجم عقد مستقبليات زيت التدفئة والكازولين لسوق نايمكس فهو(42000)كالون(NYMEX,2004d: 4).عليه فأن حجم العقد يشير الى كمية السلعة الأساسية الممثلة بعقد واحد من عقود المستقبليات.ولتحديد القيمة الكلية لعقد المستقبليات،يضرب حجم العقد بسعر المستقبليات الحالي الذي يحدد عادة للوحدة الواحدة(74 :Active Trader،2002).وتتميط حجم العقد يضمن التماثل ويزيد من سيولة العقد (159 :Khoury،1984).وبينما يمكن التداول بكميات كسرية (Odd Lots) في الأسواق الفورية فأنه لامجال للتداول بعقود كسرية في سوق المستقبليات،والسبب هو ان التداول في تلك السوق ينطوي على قدر كبير من الرافعة (Leverage) فما يدفعه المستثمر عند التعاقد هو مبلغ صغير بالمقارنة مع قيمة العقد.

(هندي،1994b:362-363)

3. وحدة التسعير Quotation or Pricing Unit : هي ببساطة الوحدة النقدية التي يحدد بها سعر الوحدة الواحدة من عقد المستقبليات(Chance،1998: 271).ويحدد سعر المستقبليات بطريقة ملائمة وسهلة الفهم.فعلى سبيل المثال،تحدد أسعار مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس بالدولارات الأمريكية للبرميل الواحد ولمرتبتين عشريتين(أي لأقرب سنت) (21 :Hull،1998).وكذلك الحال لعقد مستقبليات برنت المتداول في سوق

---

(1) الاونسة الترويسية (Troy Ounce) هي وحدة لقياس وزن المجوهرات والمعادن النفيسة يعتقد بأن تسميتها جاءت بعد استخدامها كوحدة لقياس الوزن في المعرض السنوي لمدينة ترويس بفرنسا في العصور الوسطى.وهي تساوي (31.04) غرام (NYMEX,2006:45).

(2) البوشل (Bushel) هو مكيال للحبوب وغيرها يساوي ثمانية كالونات (البعلبكي،1998: 137).

(3) الباوند (Pound) هو الرطل الانكليزي ويساوي حوالي (453) غرام (البعلبكي،1998 : 713).

نايمكس(NYMEX,2004c:3).وعقد مستقبليات برنت IPE (IPE,2004: 10).ويتداول عقد مستقبليات الذهب لسوق كوميكس بالدولارات للاونسة الواحدة (Kramer،1991 :110).

أما عقد مستقبليات فول الصويا لمجلس تجارة شيكاغو فهو يتداول بالسنتات للبوشل الواحد. (Blank,et.al.,1991: 17)

4. أشهر التسليم أو الاستحقاق Delivery or Maturity Months : ان عقد المستقبليات يشار إليه بشهر تسليمه (عقد يناير أو عقد سبتمبر) ويتعين على البورصة ان تحدد المدة الدقيقة خلال الشهر التي يمكن ان يحدث فيها التسليم.وللكثير من عقود المستقبليات فأن مدة التسليم هي الشهر بالكامل.وتختلف أشهر التسليم من عقد لاخر.ويتم اختيارها من قبل البورصة لتلبية احتياجات المشتركين[1] بالسوق.وتحدد البورصة متى يبدأ التداول بعقد الشهر المعني (Hull،1998: 21).وهذه الأشهر تسمى أيضا" بأشهر الاستحقاق التي عادة ما تحددها البورصة بشكل ينسجم وأشهر إنتاج أو استهلاك السلعة الأساسية.ففي حالة السلع الزراعية،على سبيل المثال،فأن البورصة تحدد عادة" أشهر استحقاق تناظر أشهر الحصاد.كما ان عدد أشهر التسليم المتاحة لكل عقد يعتمد أيضا"على مستوى نشاط التداول.فبالنسبة لبعض عقود المستقبليات غير النشطة نسبيا" فربما يكون هناك شهر تسليم واحد فقط أوشهر ان في السنة[2] ،بالمقابل فأن عقود مستقبليات السلع النشطة،كعقد دقيق فول الصويا،تتداول في ثمانية أشهر تسليم (Kolb،1997: 15).وكل عقد شهر تسليم معين هو عقد مستقل بحد ذاته عن عقود أشهر التسليم الأخرى، فعقد مستقبليات النفط الخام يناير هو ليس كعقد مستقبليات يوليو،حيث ان عقد كل شهر هو موجود خاص تؤثر بسعره عوامل مختلفة (Active Trader،2002: 74).ولان عقود مستقبليات النفط الخام هي من العقود النشطة جدا" والحاجة للنفط الخام هي على مدار السنة فأن عقد مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس يتداول للتسليم في جميع أشهر السنة (Siegel and Siegel،1990: 399).وكذا عقد مستقبليات برنت IPE (IPE,2004:10).

كما ان البورصة تقرر أيضا" المدى الذي تمتد إليه تواريخ الاستحقاق في المستقبل،فبعض العقود تمتد استحقاقاتها لسنة واحدة أو سنتين وتمتد استحقاقات البعض الأخر لأكثر من ذلك (Chance،1998: 272).على سبيل المثال يتداول عقد مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس لغاية (30) شهر متعاقب بالإضافة الى عقود مستقبليات طويلة الأجل يمتد اجلها الى (36)و(48)و(60)و(72)و(84) شهر في المستقبل (NYMEX,2004a:2).أما عقد

---

(1) وبالأخص المحوطين للسلعة المعنية (Khoury،1984: 159).

(2) في الغالب يكون هناك عدد من أشهر التسليم للعقد الواحد،لكن بسبب حجم تداوله المنخفض فستكون له سوقا" نشطة في شهر تسليم واحد فقط أو شهرين من بين هذا العدد من الأشهر (Kolb،1997: 29).

مستقبليات برنت (NYMEX) فهو يتداول لغاية (18) شهر متعاقب.في حين ان عقد مستقبليات برنت (IPE) يتداول لمدة (12) شهرا متعاقبا ومن ثم يصبح التداول كل ثلاثة أشهر (فصلي) لمدة أقصاها (24) شهرا ثم كل نصف سنة لمدة أقصاها (36) شهرا (IPE,2004:10).

5. آخر يوم للتداول Cessation of Trading : تحدد البورصة آخر يوم يمكن ان يتداول به العقد المعني.ويوقف التداول عادة قبل أيام معدودات من آخر يوم يمكن ان يحصل فيه التسليم (Hull،1998: 21).حيث يتوقف التداول بعقد مستقبليات النفط الخام لسوق نايمكس عند إغلاق التداول في يوم العمل الثالث السابق ليوم الخامس والعشرين التقويمي من الشهر السابق لشهر التسليم.فإذا لم يكن يوم الخامس والعشرين من الشهر يوم عمل فأن التداول سيوقف قبل ثلاثة أيام عمل من آخر يوم عمل يسبق يوم الخامس والعشرين مباشرة (NYMEX,2004f:2).على سبيل المثال،آخر يوم تداول لعقد مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس تسليم ابريل 2005 هو (21) مارس (NYMEX,2004b:6).وآخر يوم لتداول عقد مستقبليات برنت لسوق نايمكس هو قبل أول يوم بشهر التسليم بخمسة عشر يوما"(NYMEX,2004c:3) وكذا لعقد مستقبليات برنت(IPE) (IPE,2004:10).على سبيل المثال،آخر يوم لتداول عقد مستقبليات برنت (IPE) تسليم ابريل 2005 هو(16) مارس (IPE,2004:8).

6. الحد الأدنى للتقلبات السعرية Minimum Price Fluctuation : لكل عقد مستقبليات سلعي حدود دنيا للتقلبات السعرية تحددها وتنفذها بورصة المستقبليات.فأسعار الشراء الجديدة يجب ان تكون أعلى من أسعار الشراء القائمة وأسعار البيع الجديدة يجب ان تكون اقل من أسعار البيع القائمة على الأقل بمقدار الحد الأدنى للتقلب (Francis،1991: 755).وبخلاف ذلك فأن البورصة لن تقبل سعر الشراء أو البيع الجديد.والحد الأدنى للتقلبات السعرية هو مصمم لمنع هدر الجهود من اجل المساومة على تغيرات صغيرة تافهة (Francis،1976: 378).وعلى العموم فأن عروض الشراء أو البيع بالسعر السابق تكون مقبولة دائما"الا أنها ربما لا تفضي الى صفقات إذا ما كانت أسعار الشراء منخفضة جدا" لا ترقى لاجتذاب الباعة أو إذا كانت أسعار البيع عالية جدا" لاترقى لاجتذاب المشترين(Francis،1993: 556).والحد الأدنى للتقلب السعري يسمى النقطة (Tick) أيضا"(CME،2004 :19). ومصطلح النقطة،أو حجم النقطة Tick Size، يعود تاريخه لآلات التلغراف الكاتب القديمة،والتي كانت تعني بالأصل سعر نقل المعلومات من قاعة التداول.ويختلف حجم النقطة فيما بين عقود المستقبليات المختلفة(6: CBOT،2001).وتمثل النقطة عموما اصغر وحدة للتغير المسموح به في سوق المستقبليات.على سبيل المثال،حجم النقطة في عقد زيت التدفئة أو الكازولين لسوق نايمكس هو(0.01 سنت)أو(0.0001$)للكالون.وكل نقطة تمثل تغير قدره(4.2$)بالقيمة الكلية للعقد(0.0001$ x 42000 كالون) وحجم النقطة في عقد مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس هو

سنت واحد[1] للبرميل أو ($10) للعقد ككل (1000 x $.01 برميل)و عموما" كلما زادت القيمة الكلية للعقد كلما انخفض حجم النقطة.

(Brown and Errera،1987: 16)

7. الحد الأعلى للتقلبات السعرية Maximum Price Fluctuation : تضع بورصات المستقبليات حدا" أعلى للتقلب السعري يسمى حدود الأسعار اليومية (Daily Price Limits)،أي أنها تحدد المقدار الذي يمكن ان يزداد أو ينخفض به سعر التسوية في اليوم الحالي مقارنة بسعر التسوية لليوم السابق (Eun and Resnick،2001: 209) ; (8 CBOT،2001:).فإذا انخفض السعر بمقدار يساوي الحد السعري اليومي فيقال بأن سعر العقد عند حده الأدنى (Limit Down)وا إذا ارتفع السعر بمقدار الحد فيقال بأن سعر العقد عند حده الأعلى (Limit Up) والتحرك السعري بأي من الاتجاهين بمقدار يساوي الحد السعري اليومي يسمى التحرك للحد (Limit Move) (Chance،1998: 272) ; (Hull،1998: 21).على سبيل المثال،إذا ما كان سعر التسوية لمستقبليات الحنطة تسليم يوليو عند ($4) للبوشل في اليوم السابق والحد السعري اليومي هو ($0.20) ففي اليوم التالي لن يسمح للعقود ذات الأسعار التي تقع خارج المدى ($3.8–$4.2) بالتداول في البورصةوا إذا ما كانت الأخبار المعلنة خلال اليوم جعلت المتعاملين يعتبرون السعر ($4.25) سعرا" معقولا" للعقد فيتعين عليهم أما ان يتداولوا بشكل شخصي ويتخلون عن المزايا التي تقدمها البورصة أو ان يتداولوا بالبورصة بالسعر المحدد البالغ ($4.20) أو ان ينتظروا لغاية اليوم التالي لحين انتقال النطاق السعري المقبول من ($4) الى ($4.4).واحد تأثيرات الحدود السعرية هو انه من الممكن ان لايتداول العقد في ذلك اليوم على الإطلاق.والسبب هو انه ليس هناك من يرغب ببيع عقود الحنطة هذه بأقل من سعرها السوقي ويفضل الانتظار لليوم التالي كي يرتفع النطاق السعري المقبول.والواقع إذا ما كانت الأخبار هامة بدرجة كافية فمن الممكن ان يكون هناك تحركا"للحدود لعدد من الأيام المتعاقبة وعدم حصول التداول لعدة أيام(Sharpe and Alexander،604:1990).وهدف الحدود السعرية اليومية هو إيقاف التداول الهستيري (Hysterical) الذي ربما يحصل إذا ماتسبب المتلاعبون بالأسعاربحالة من عدم الاستقرار تّ ولد تقلبات سعرية كبيرة(Francis،1976:378). فإذا ارتفع سعر السلعة أو انخفض بمقدار الحد اليومي فأن التداول لا يمكن ان يفوق ذلك الحد لبقية اليوم.وجميع التداولات تتوقف مالم يبدأ السعر بالتحرك بالاتجاه المعاكس.وفي اليوم التالي يستأنف التداول بالسعر الذي أوقف به التداول في اليوم السابق (Francis،1993: 556).ولابد من

---

(1) وهو نفسه لعقد مستقبليات برنت لسوق نايمكس (NYMEX,2004c:3) وكذا لعقد مستقبليات برنت IPE (IPE,2004:10).

الإشارة إلى ان الحدود السعرية نادرا" ما توقف التداول،باستثناء الحالة التي قام فيها الاتحاد السوفيتي السابق بمشتريات حنطة كبيرة جدا" في عام 1972،وحينما حاول الإخوة (Hunt) احتكار سوق الفضة عام 1980 وفي أوقات أخرى حدثت فيها تحركات للحدود لعدد من الأيام المتعاقبة مما أدى الى إبقاء الكثير من المتعاملين على مراكزهم بينما تتحرك الأسعار بالضد منهم وتتسبب لهم بخسائر كبيرة.بعض الاقتصاديين يؤكدون بأن القيود على التقلبات السعرية تشوه علاقات العرض والطلب وبالتالي تتسبب بسوء تخصيص الموارد وهناك جدل دائم حول ما إذا كانت مضار الحدود السعرية اكثر من فوائدها أم العكس. [1] (Francis،1991: 756)

وحينما يدخل العقد في شهر تسليمه (الشهر الفوري) فأن البورصة ترفع حدود الأسعار اليومية.وسبب الرفع هو السماح لسعر المستقبليات من الاقتراب اكثر من السعر الفوري (17– 16 Brown and Errera،1987:).ولان الأسعار من الممكن ان تصبح متقلبة جدا" خلال الشهر الفوري فأن الأشخاص الذين يفتقرون للخبرة في تداول المستقبليات ربما يرغبون بتصفية مراكزهم قبل ذلك الوقت او على الأقل يتداولون بحذر مع استيعاب المخاطر التي ربما تترتب على التداول(NFA،1999: 36). وحينما تدخل السلعة محل التعاقد في فترة تقلب حاد فأن الحدود السعرية توسّع خلال الأيام اللاحقة.على سبيل المثال،حينما دخل العراق للكويت في عام 1990 ارتفعت أسعار النفط لعدة أيام.وفي اليوم الأول سمح لأسعار المستقبليات بالارتفاع بمقدار الحد فقط.ولكن لان السعر ارتفع فوق الحد في اليوم الأول فقد تم توسيع الحدود السعرية في اليوم التالي (Kolb،1997: 6). والجدير بالذكر ان بعض عقود المستقبليات لا تخضع للحدود السعرية،والبعض الآخر يخضع فقط خلال دقائق الافتتاح،وعقود أخرى لديها حدود يمكن ان توسع طبقا" للقواعد المعمول بها إذا ظلت الأسعارعند الحدود لفترات طويلة.وبالتز امن مع الحدود السعرية فأن بعض عقود المستقبليات تحتوي على شروط إيقاف تداول تسمى قواطع الدورة (Circuit Breakers).فحينما تتحرك الأسعار بسرعة فأن التداول يمكن ان يوقف لفترات تحدد سلفا"(Chance،1998: 273).وتختلف الحدود السعرية من عقد لاخر وبعض الأحيان من بورصة لأخرى (Khoury،1984: 159).على سبيل المثال،الحد الأعلى للتقلب السعري لعقد

---

(1) اذ أشار(Brennan،1988) الذي طرح نظرية الحدود السعرية في أسواق المستقبليات،بأن الحدود السعرية ربما تعمل كبديل جزئي لمتطلبات الهامش.وقد اظهر(Ma,et.al.،1989) بأن الحدود السعرية تعطي السوق متسعا" من الوقت لإعادة تقييم التطورات التي أدت الى إيقاف التداول.وبعد يوم من إقامة الحد السعري وأيضا" في الأيام التالية ، فأن البيانات أظهرت بأن حجم التداول لم ينخفض وهذا يؤكد بأن السيولة لم تتأثر وان عملية اكتشاف الأسعار لم تتأثر سلبا" هي الأخرى،بل يبدوا بأن الحدود تكون مصحوبة أيضا" بانخفاضات كبيرة في التقلب (Malliaris،2003: 19). للمزيد من التفاصيل،انظر: (Brennan،1988 :213 –233).

مستقبليات فول الصويا المتداول في مجلس تجارة شيكاغو هو(30)سنت للبوشل أو(1500$) للعقد(Blank,et.al،1991:17). في حين ان الحد الأعلى للتقلب بسعر مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس هو (10$) للبرميل (10000 للعقد) لجميع الأشهروا إذا تحرك سعر أي عقد للحد اليومي لمدة خمسة دقائق فأن التداول يوقف لخمسة دقائق،و حينما يستأنف التداول يوسّع الحد بمقدار (10$) للبرميل.ويستمر السوق بالتوسيع بمقدار (10$) للبرميل مع كل مرة يوقف فيها التداول لمدة خمسة دقائق.وبالنتيجة ليس هناك من حد أعلى فعلي للتقلبات السعرية بهذا العقد (NYMEX,2004b:3).وليس هناك من حدود سعرية يومية مفروضة على عقد مستقبليات برنت IPE. (IPE,2004:10)

8 . حدود المراكز Position Limits :على الرغم من ان المشترك المتوسط بالسوق من غير المحتمل ان يصلها،إلا ان البورصات تضع حدودا" على أقصى حجم مركز للمضاربة والذي بإمكان أي مستثمر اتخاذه في وقت واحد بأي عقد مستقبليات منفرد.وحدود المراكز يعبر عنها أما بعدد العقود أو إجمالي وحدات السلعة.والهدف من وضع هذه الحدود هو منع أي مشتر أو بائع منفرد من ممارسة تأثير كبير على السعر عبر اتخاذ أو تصفية المراكز (37 :NFA،1999).وبالتالي المحافظة على انتظام الأسواق واستقرارها (8 :CBOT،2001).وتطبق حدود المراكز على المضاربين حصرا"ولا يتأثر بها المحوطون لان هدفها هو منع المضاربين من ممارسة التأثير المفرط وغير المرغوب على السوق (22-21 :Hull،1998).وهي تختلف من عقد لآخر ومن بورصة لأخرى.فحد المركز لعقد مستقبليات النفط الخام لسوق نايمكس هو (20000) عقد في أي شهر ولجميع الأشهر،لكن ليس أكثر من(1000)عقد في أيام التداول الثلاثة الأخيرة من الشهر السابق لشهر التسليم (NYMEX,2004f:3) في حين ليس هناك من حدود على حجم المركز المتخذ بعقد مستقبليات برنت IPE . (IPE,2004:10)

9 . نوع التسوية Type of Settlement: ان هناك نوعين من عقود مستقبليات السلع طبقا" لنوع التسوية النهائية للعقد،وهما عقود التسليم المادي وعقود التسوية النقدية.النوع الأول هو اتفاق ملزم قانونا" لتسليم أو استلام كمية ونوعية محددة من السلعة محل التعاقد في مكان وزمان محددين سلفا".أما النوع الثاني فهو لايقدم بديل التسليم المادي للمتعامل بالعقد.ففي يوم التداول الأخير تغلق جميع المراكز المفتوحة وتدفع أو تستلم الفروقات النقدية (الخسائر أو الأرباح) بين سعر التداول بعقد المستقبليات وبين سعر تسوية العقد عند الاستحقاق(4 :MGEX،2001);(12 :Kolb،1997).واغلب المتعاملين يعكسون مراكزهم قبل التسوية النقدية أو التسليم الماديوا إذا لم يعكس العقد قبل استحقاقه فستتم تسويته أما بالتبادل المادي للسلعة أو بشكل نقدي(18 : CME،2004). وبخلاف عقد مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس الذي يشترط

تسليم السلعة المادية عند الاستحقاق،فأن عقدي مستقبليات برنت لسوق نايمكس وبورصة النفط الدولية تتم تسويتهما نقدا". (DOE،2003 :60)

10 . التسليم Delivery : ان التسليم هو عملية مبادلة للسلعة المادية او قيمتها النقدية كنتيجة لتنفيذ عقد المستقبليات. وعلى الرغم من ان (98%) من العقود لا تنتهي بالتسليم الا ان هناك مشتركين يتعاملون بعقود تتم تسويتها ماديا" كالحنطة والنفط الخام (73 :2002، Active Trader).والتسليم بمقتضى عقود مستقبليات السلع يشتمل على خمسة جوانب أساسية وهي: الأصناف القابلة للتسليم ، أسعار الفاتورة وفوارق التسليم ، نقطة التسليم ، مدة التسليم وطرق التسليم.

أ. الأصناف القابلة للتسليم Deliverable Grades : ان شروط عقد المستقبليات تحدد وبدقة كمية ونوعية السلعة (الذي يسمى بالصنف الاسمي Par Grade)الواجب تسليمها وتحدد أيضا"بأي شكل يجب ان تسلم.وعادة ما يكون هذا واضحا" ومباشرا"كما في حالة مستقبليات الذهب،على سبيل المثال.فالعقد يطالب بتسليم(100)اونسة ترويسية من الذهب بدرجة نقاوة لاتقل عن(0.995)وتكون أما بشكل سبيكة واحدة أو ثلاث سبائك زنة الواحدة منها كيلو غرام واحد.وهذا المثال يؤكد بأن على المستثمر ان يطلّع بدقة على الشروط الخاصة للعقد وطرقه في التسليم قبل إبرام صفقة بالسلعة المادية(589– 588 :1986،McMillan). وبعض الأحيان تحدد البورصات بدائل للصنف الاسمي القابل للتسليم أو لموقع التسليم. وكقاعدة عامة فأن صاحب المركز القصير بالعقد هو الذي يختار البديل من بين البدائل التي تحددها البورصة.وحينما يكون البائع مستعدا" للتسليم فأنه يملأ نموذج إخطار نية التسليم (Notice of Intention to Deliver) ويسلمه للبورصة.وفي هذا الإخطار يحدد اختياراته فيما يخص صنف السلعة التي سيقوم بتسليمها وموقع التسليم (18 :1998،Hull).والبدائل المتاحة أمام البائع تسمح له بتسليم سلعة من صنف قد يختلف كثيرا" عن صنف السلعة الاسمي.وقد يواجه البائع خصومات أو علاوات سعرية بسبب هذه الاختلافات التي ربما تتضمن مواقع مختلفة للتسليم أو اختلافات في الوزن أو الصنف القابل للتسليم(23 :Teweles,et.al.,1974).على سبيل المثال،الأصناف القابلة للتسليم بمقتضى عقد[1] مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس هي الخامات الخفيفة الحلوة(محتوى كبريتي 0.42% أو اقل). وتشمل الصنف الاسمي،وهو وسيط غرب تكساس(WTI)،والخامات الأخرى القابلة للتسليم وهي كالأتي (NYMEX,2004f:3):

---

(1) ان هذا العقد في الغالب يوصف بأنه عقد خام وسيط غرب تكساس (WTI) لكن هذا الوصف هو غير دقيق. فخام (WTI) هو فقط الصنف الاسمي للعقد،وهو واحد من بين أثنى عشر صنفا" قابلا" للتسليم بمقتضى العقد،لكن مع ذلك فأن سعر العقد في أي وقت يمثل في الواقع سعر (WTI)(226 :Horsnell and Mabro،1993).

- الخامات الأمريكية (كثافة لاتقل عن 37° API ولاتزيد عن 42° API) وتضم:
South Texas Sweet – Oklahoma Sweet – North Texas Sweet – New Mexican Sweet – Low Sweet Mix
- الخامات غير الأمريكية (كثافة لاتقل عن 34° API ولاتزيد عن 42° API) وتشتمل على ثلاثة مجاميع بحسب تعديلات النوعية بالمقارنة مع الصنف الاسمي وهي:
المجموعة الأولى وتضم : Norwegian Oseberg Blend – (UK) Forties – (UK) Brent
المجموعة الثانية وتضم : Colombia Cusiana – Nigerian Bonny Light
المجموعة الثالثة وتضم : الخام (Nigerian Qua Iboe)

ب. أسعار الفاتورة وفروقات التسليم Invoice Prices and Delivery Differentials : ان اغلب عقود المستقبليات تسمح بتسليم اكثر من صنف للسلعةوالحدة.والعقد يشترط عادة بأن يعدّل السعر الذي يدفعه الطويل للقصير ليعكس الفارق في النوعية بين السلع القابلة للتسليم (290 :Chance،1998)إذا لم تكن السلعة المطروحة للتسليم مقبولة فأن الطرف القائم بالتسليم ينكل العقد.وفي هذهالحالة فأن دار التصفية تنفّذ العقد فورا" (وتقاضي الطرف الناكل لاحقا").وبعض العقود تسمح للطرف بتسليم سلع دون الصنف المتفق عليه في مقابل قبول سعر اقل من سعر الشراء المحدد بعقد المستقبليات طبقا" لجدول الغرامات المعد سلفا" (558 :Francis،1993).وحينما يسمح بتسليم أصناف بديلة فسيكون هناك تعديل في سعر فاتورة العقد حينما يقوم البائع بتسليم صنف غير الصنف الاسمي.وهذا الأخير هو الصنف القابل للتسليم والذي لا يجري تعديل لسعره.فإذا قام البائع بتسليم صنف غير الصنف الاسمي فسيكون هناك تعديل في سعر الفاتورة تحدده البورصة.على سبيل المثال،بالنسبة لمستقبليات الحبوب،فأن عوامل التعديل للأصناف المضافة تحددها البورصة قبل بدء التداول بالعقد.فمثلا"عقد مستقبليات الحنطة لمجلس تجارة شيكاغو يحدد اربعة أصناف اسمية وسبعة أصناف أخرى قابلة للتسليم ولكل واحد منها عامل تعديل معين(عادة زائد ناقص سنت واحد للبوشل من سعر الصنف الاسمي).وسعر الفاتورة يحتسب كالأتي: (Edwards and Ma،1992 :385)

سعر الفاتورة = سعر المستقبليات المعلن + عامل التعديل ..... (2)

افترض ان سعر تسوية مستقبليات الحنطة في آخر يوم تداول هو ($2.53) للبوشل وان البائع قرر تسليم (5000) بوشل من الحنطة الحمراء الطرية رقم (1).هذا الصنف هو ليس صنف اسمي،إنما هو صنف أثمن من الاسمي،لذلك فأن عامل التعديل سيكون زائدا" سنتا واحدا للبوشل وكالاتي: سعر الفاتورة = $2.53 + $.01 = $2.54 للبوشل

وتسليم صنف غير الصنف الاسمي هو خيار تسليم له قيمة محتملة مثل خيار توقيت التسليم أو خيار موقع التسليم. (Edwards and Ma،1992: 386)

وفيما يخص فروقات تسليم الخامات البديلة للصنف الاسمي المنصوص عليه بعقد مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس،فأن بائع العقد الذي يقوم بتسليم خامات المجموعة الأولى يخضع لخصم قدره (30 سنت) للبرميل دون سعر التسوية النهائي للعقد.أما بائع العقد الذي يقوم بتسليم خامات المجموعة الثانية فهو يحصل على علاوة قدرها (15) سنت للبرميل فوق سعر التسوية النهائي للعقد.وبالنسبة لبائع العقد الذي يقوم بتسليم خام المجموعة الثالثة فانه يحصل على علاوة قدرها (5) سنتات للبرميل فوق سعر التسوية النهائي للعقد .

(NYMEX,2004f:3)

ج. نقطة التسليم Delivery Point : هو المكان الذي سيتم فيه التسليم. ويتعين على بورصة المستقبليات تحديده وتثبيته بالعقد.وهو هام جدا" خصوصا" للسلع التي يترتب عليها تكاليف نقل كبيرة.وحينما يتم تحديد مواقع تسليم بديلة فأن السعر المستلم من قبل صاحب المركز القصير يعدّل بعض الأحيان طبقا" للموقع المختار من قبل ذلك الطرف (Hull،1998: 20).على سبيل المثال،تسليم زيت التدفئة لعقد مستقبليات زيت التدفئة المتداول في سوق نايمكس يتم باسلوب فوب ميناء نيويورك . (NYMEX,2004d:4)

وأما التسليم بمقتضى عقد مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس،فيتم باسلوب فوب في أي انبوب أو مخزن مرتبط (عبر الأنابيب) بمخزن محطة كوشنغ الذي يطلق عليه اسم مخزن (TEPPCO) الموجود في أوكلاهوما (NYMEX,2004e:3).

د. مدة التسليم Delivery Period : ان مدة التسليم هي المدة الزمنية التي يمكن ان يحدث فيها التسليم بمقتضى عقد المستقبليات.وهذه المدة تحددها البورصة و هي تتفاوت من عقد لاخر ومن بورصة لأخرى لكنها عادة ماتقع خلال شهر التسليم المحدد بالعقد (Active Trader ،2002: 73).فجميع عقود المستقبليات تستحق في النهاية ولكل عقد مستقبليات شهر تسليم محدد ويوم تسليم يختلف من عقد لاخر.والتسليم عادة ما يكون بنافذة زمنية مكونة من ثلاثة أيام تبدأ قبل يوم التسليم المحتمل بيومي عمل.شركات التصفية الأعضاءتقدم تقرير ا لدار التصفية بزبائنها الذين يتخذون مراكز طويلة.وقبل يومي عمل من يوم التسليم المأمول،فأن صاحب المركز القصير الذي ينوي التسليم يبلغ دار التصفية برغبته في التسليم وهذا اليوم يسمى يوم المركز (Position Day) وفي يوم العمل التالي،الذي يسمى اليوم الإخطار عن النية (Notice Of Intention Day) فان البورصة تختار صاحب أقدم مركز طويل وتخطره بضرورة القيام بالاستلام.وفي اليوم الثالث،الذي يسمى يوم التسليم (Delivery Day) فان التسليم يحدث وصاحب المركز الطويل يدفع للقصير.وفي عقود التسوية النقدية فان سعر التسوية في آخر يوم تداول يكون ثابتا"عند سعر

الإغلاق الفوري للسلعة الأساس وجميع العقود تؤشر مع السوق في ذلك اليوم وتعتبر المراكز مغلقة (Chance,1998:290);(CBOT,2004:14).وبظل عقود مستقبليات السلع،فمن العادي ان يحدث التسليم في أي وقت خلال شهر التسليم لكن اليوم الفعلي من الشهر يختاره البائع الذي اصدر إخطار نية التسليم (Reilly and Brown,2000:939) ; (Teweles,et.al.,1974:23).فحينما يقرر القصير التسليم فان سمساره يرسل إخطار نية التسليم لدار التصفية.والإخطار يحدد عدد العقود التي سوف تسلم والمكان الذي سيتم فيه التسليم والصنف الذي سوف يسلّم.ومن ثم فان البورصة تختار احد أصحاب المراكز الطويلة لغرض الاستلام.وبافتراض ان القصير في العقد هو المستثمر(A) والطويل هو(B).وهنا لابد من الإشارة الى انه ليس هناك من سبب للتوقع بان المستثمر(B) هو الذي سيقوم بالاستلام.فالمستثمر(B) ربما يكون قد أغلق مركزه من خلال اتخاذ مركز قصير بعقد مع المستثمر(C)،وهذا الأخير ربما يكون قد أغلق مركزه باتخاذ مركز قصير بعقد مع المستثمر(D) وهكذا.والقاعدة الشائعة التي تختارها البورصة هي تمرير إخطار نية التسليم للطرف صاحب أقدم مركز طويل قائم.وان أصحاب المراكز الطويلة يجب ان يقبلوا إخطارات التسليم.لكن إذا ما كانت الإخطارات قابلة للتحويل أو التمرير فان المستثمرين الطوال تكون لديهم مدة زمنية قصيرة،عادة نصف ساعة،لإيجاد طرف آخر لديه مركز طويل ويكون مستعدا" لقبول الإخطار منهم.وبعد ذلك فان الطرف المستلم يكون مسؤولا"عن كل تكاليف التخزين.

ولجميع العقود فان السعر المدفوع يستند عادة لسعر التسوية السابق مباشرة لتاريخ إخطار نية التسليم.وحيثماكيون مناسبا" فان هذا السعر يعدّل للصنف وموقع التسليم وغيرها.إجراء التسليم الكامل من إصدار إخطار نية التسليم الى التسليم نفسه يستغرق عموما" (2-3) أيام (Hull,1998:31).جميع حالات التسليم بمقتضى عقد مستقبليات النفط الخام الخفيف الحلو لسوق نايمكس يمكن ان تتم خلال شهر التسليم ويجب الشروع بالتسليم منذ أول يوم تقويمي في الشهر لغاية آخر يوم فيه (NYMEX,2004f:2).

هـ. طرق التسليم Delivery Methods : هناك على العموم طريقتان نمطيتان للتسليم بمقتضى عقود مستقبليات السلع،الطريقة الأولى هي طريقة إيصالات الاستلام المخزنية،والثانية هي التسليم المادي المباشر للسلعة.وبضوء الطريقة الأولى يقوم البائع بتسليم السلعة الأساس للمخزن المرخص من قبل بورصة المستقبليات ويستلم إيصال الاستلام من المخزن ومن ثم يقدم هذا الإيصال للمشتري الذي يدفع بدوره مبلغ الصفقة للبائع.وحامل إيصال الاستلام لديه الحق الشرعي بالسلعة الموجودة في المخزن (Kolb,1997:6).وهذه هي الطريقة المتبعة في تسليم عقد مستقبليات فول الصويا لمجلس تجارة شيكاغو. (Blank,et.al.,1991:17) لكن الآلية الأكثر شيوعا" حاليا" هي التسليم الفعلي المباشر للسلعة الحقيقية وهي مستخدمة في عقود مستقبليات النفط الخام

وزيت التدفئة والكازولين لسوق نايمكس.وكانت بورصة النفط الدولية قد استخدمت طريقة ضمان التسليم (Warrant to Deliver) لتسليم زيت الغاز بمقتضى عقدها لغاية مارس1985.وفي ابريل1985 تحولت (IPE) الى التسليم الفعلي المباشر للبراميل الحقيقية (Wet Barrels) المشابهة لتسليم عقود نايمكس.وآلية الضمان هي مشابهة جدا" لإيصالات الاستلام المخزنية المستخدمة بشكل شائع في الولايات المتحدة.وتتمتع طريقة الإيصالات بميزة سهولة التسليم لكن قصورها يكمن في كونها تحتاج إلى عدد كبير من المخازن المرخصة وهناك مشاكل محتملة إذا ما كانت نسبة التخزين الى المراكز المفتوحة منخفضة جدا" (انخفاض معدل استغلال الطاقة) (Brown and Errera,1987:96).وبالإضافة الى طرق التسليم النمطية (الإيصالات المخزنية والطريقة المباشرة) فان هناك طريقتين اخرتين للتسليم المادي وهما إجراء التسليم البديل (ADP) وتبديل المستقبليات بالماديات (EFP) (Horsnell and Mabro,1993:227).وفيما يلي نقاش للطريقتين.

1.إجراء التسليم البديل (Alternative Delivery Procedure - ADP):

ان إجراء التسليم البديل هو متاح للمشترين والباعة الذين تم جمعهم مع بعض من قبل البورصة بعد انتهاء أجل التداول بعقد المستقبليات.فإذا وافق المشتري والبائع على استكمال التسليم بظل شروط مختلفة عن تلك المحددة في مواصفات العقد فإنهم ربما ينفذون على هذا الأساس بعد إرسال إشعار بنواياهم للبورصة (Sharma,1998:58).على سبيل المثال،ربما تتفق الشركتان على اعتماد ميناء نيويورك،بدلا" من محطة كوشنغ،كنقطة تسليم للنفط الخام بمقتضى عقد سوق نايمكس (EIA,2003b:13).وفي صفقة (ADP) فان مشتركي السوق يحررون كل من البورصة وأعضاء التصفية التابعين لها من جميع التزاماتهم المتعلقة بالتسليم المتفق عليه بين الطرفين (NYMEX,2004a:30).

2. تبديل المستقبليات بالماديات (Exchange of Futures for Physical – EFP) :

ان (EFP) هي صفقة يستخدمها على العموم اثنان من المحوطين اللذين يرغبان بتبديلمر اكز المستقبليات بمراكز نقدية خارج حلبة التداول بالمستقبليات (CBOT,2004:34).وعلى الرغم من المرونة التي يتمتع بها الباعة في تحديد شروط التسليم الا ان بعض العقود يتم تسليمها فعليا" عبر عملية تسمى تبديل المستقبليات بالماديات (EFP) وتعرف أيضا" بالمستقبليات مقابل السلع الفعلية (Actuals)أومقابل النقد.وهذا في الواقع هو النوع الوحيد من صفقات المستقبليات المسموح بإبرامها خارج قاعة البورصة.وفي صفقة التبديل فان أصحاب المراكز الطويلة والقصيرة يلتقون ببعض ويتفقون على الصفقة النقدية التي سوف تغلق مراكزهم بالمستقبليات.وبالتالي فان

سوق(EFP)يمنح الأطراف مرونة إضافية في التسليم واختيار الشروط(كعقد مستقبليات برنت لسوقي NYMEX وIPE).وهذه الصفقات مستخدمة في العديد من أسواق المستقبليات وتشكل حوالي(100%)من حالات التسليم التي تمت في أسواق مستقبليات النفط(Chance,1998:291).وبإمكان المتعامل تنفيذ عقد المستقبليات من خلال الدخول في صفقة (EFP). اذ يوافق الطرفان على التبادل المتزامن للسلعة النقدية وعقود المستقبليات التي تستند لتلك السلعة.على سبيل المثال،افترض بان المتعامل (A) هو طويل بعقد مستقبليات الحنطة ويرغب بالحصول على الحنطة. وافترض بان المتعامل (B) هو قصير بنفس العقد ويمتلك الحنطة.كلا المتعاملين يتفقان على سعر الحنطة المادية ويتفقان على إلغاء مراكزهما بالمستقبليات.ويظهر الجدول(3)هذا المركز المبدأي في الجزء الأول منه.فالمتعامل (A) يشتري الحنطة من المتعامل (B) ويبلغان البورصة رغبتهما بإلغاء مركزيهما بالمستقبليات.البورصة تبلغهما بان مراكزهما متعاكسة (مركز طويل ومركز قصير) وتلغي التزاماتهما بالمستقبليات.والجزء السفلي من الجدول يوضح مراكز المتعاملين (A) و(B) لإتمام صفقة التبديل.

الجدول (3) صفقة تبديل المستقبليات بالماديات

قبل صفقة (EFP)	
المتعامل (A)	المتعامل (B)
مركز طويل بعقد مستقبليات حنطة واحد ويرغب بالحصول على الحنطة الفعلية	مركزه قصير بعقد مستقبليات حنطة واحد ويمتلك الحنطة ويرغب ببيعها
صفقة (EFP)	
المتعامل (A)	المتعامل (B)
يتفق مع المتعامل (B)على شراء الحنطة وإلغاء مركز المستقبليات فيستلم الحنطة ويدفع ثمنها للمتعامل(B)	يتفق مع المتعامل (A) على بيعه الحنطة وإلغاء مركز المستقبليات فيسلم الحنطة ويستلم ثمنها من المتعامل (A)
يبلغ البورصة بصفقة (EFP) وتعّدل البورصة سجلاتها لإخراج المتعامل (A) من السوق	يبلغ البورصة بصفقة (EFP) وتعّدل البورصة سجلاتها لإخراج المتعامل (B) من السوق

Source:(Kolb,Robert W.,Understanding Futures Markets,5th ed.,UK:Blackwell Publishers,1997:14)

النتيجة في هذا المثال هي أشبه كثيرا" بالصفقة العكسية لان المتعاملين بالمستقبليات قد نفذوا التزاماتهم وهما الآن خارج السوق.ولكن صفقة (EFP) تختلف في جوانب معينة عن الصفقة العكسية.أولا" تبادل المتعاملان السلعة المادية فعليا". ثانيا"عقد المستقبليات لم يغلق بصفقة في قاعة تداول البورصة. ثالثا" كلا المتعاملين يتفاوضان بشكل شخصي على السعر والشروط الأخرى للصفقة ولان صفقة التبديل تحدث بعيدا" عن قاعة التداول فهي تعرف بعض الأحيان بـ"صفقة بلا حلبة" (Ex-pit Transaction).اذ يشترط القانون الفيدرالي الأمريكي وقواعد البورصات كذلك بان يحدث التداول بجميع عقود المستقبليات داخل حلبة التداول.ولكن(EFP) هي إحدى الاستثناءات لهذه القاعدة العامة (Kolb,1997:13-14).والشركات التي تستخدم عقود مستقبليات الطاقة لأغراض التحوط لاتهتم في الغالب بالتسليمأو الاستلام في مواقع محددة.ففي اغلب الأحوال يجد المحوط الذي يستخدم عقد المستقبليات انه من المرغوب اقتصاديا" التسليم أو الاستلام في

مكان آخر غير مكان العقد وبظل شروط تختلف عن شروط العقد. وتقدم التبديلات (EFPs) آلية لمثل هذه الصفقات وهي طريقة مفضلة للتسليم لأنها تعطي مرونة اكبر.فهي تسمح باختيار شركاء التداول ومواقع التسليم وصنف المنتوج الذي سوف سيّ لم وتوقيت التسليم.وتسمح آلية التبديل للمشترين والباعة بإبرام صفقات السوق النقدي بالسعر الذي يتفقون عليه.لكن كمية السلعة النقدية التي تشتمل عليها صفقة التبديل يجب ان تساوي تقريبا" الكمية المحددة بعدد عقود المستقبليات.وبعد ان يتفق طرفا التبديل على مثل هذه الصفقة فان سعر التبديل يرسل للبورصة (NYMEX,2004a:30).عقد مستقبليات برنت (IPE) هو عقد قابل للتسليم المادي عبر (EFP) (IPE,2004:10).لكن المظهر الأكثر أهمية في عقد مستقبليات برنت (IPE) هو ان موجوده الأساس القابل للتسليم هو ليس مزيج برنت المادي إنما هو بالنتيجة العقد قصير الأجل(برنت المؤرخ)لان مزيج برنت مصدره بحري وهناك(21)يوما لغاية الاستلام. وهذا يعني ان التسليم المادي الفوري هو مستحيل عمليا" بسبب المصاعب اللوجستية(Caumon and Bower,2004:14).وهذا يؤكد بأنه عقد تسوية نقدية مالم تكن هناك صفقة تبديل (EFP)(Harvey,2003:2).وهناك جملة أسباب تبرر استخدام(EFP).السبب الأول هو ان صفقة التبديل من الممكن ان تبرم في أي وقت سواء أكانت البورصة مغلقة أم مفتوحة للتداول.بعبارة أخرى ان التبديل هي طريقة لجعل التداول بالمستقبليات يدوم (24) ساعة لكن عبر الباب الخلفي.والسبب الثاني هو انه في ظل ظروف السوق التي قد يتسبب بمقتضاها البيع أو الشراء لعدد كبير من العقود بالتأثير على هيكل أسعار السوق فان صفقة التبديل تحول دون حدوث ذلك من خلال المحافظة على التداول خارج حلبات التداول.والسبب الثالث هو ان هذه الصفقة تمثل طريقة بارعة لإغلاق مراكز المستقبليات باسعار معروفة دون ترك العقود لغاية الاستحقاق أو لغاية تسويتها بسعر السوق السائد وقت الاستحقاق غير المعلوم الآن(Horsnell and Mabro,1993:51-52).وهي طريقة تساعد الطرفين المتعاقدين على التخلص من مراكزهم بالمستقبليات متى يشاؤون(Reed,1989:42).وبمقتضى(EFP) يمكن ان ينقل أي صنف من أصناف النفط الخام،وليس فقط الأصناف القابلة للتسليم المنصوص عليها بالعقد،من أي موقع في العالم وبأي وقت سواء أكانت قاعة تداول نايمكس مفتوحة أم مغلقة.

(Horsnell and Mabro,1993:227)

11. الفحص Inspection:ان الفحص بمقتضى عقد مستقبليات النفط الخام لسوق نايمكس يجب ان يتم طبقا" لممارسات الشركة التي تدير محطة كوشنغ.والمشتري أو البائع ربما يعيّ ن خبيرا" لفحص نوعية النفط الذي تم تسليمه.لكن المشتري أو البائع الذي يطالب بالفحص عليه تحمل تكاليف الفحص إبلاغ الطرف الآخر من الصفقة بان الفحص قد تم (NYMEX,2004f:3).

12.رمز التداول Trading Symbol:تستخدم في أسواق المستقبليات السلعية والمالية رموز ا"للإشارة للعقد نفسه وكذا لشهر وسنة تسليمه.وعموما"لكل عقد مستقبليات رمز مؤلف من حرف أو حرفين يظهر على شريط التلغراف الكاتب للبورصات وكذلك في نشرات الأسعار.ويظهر الجدول(4)قائمة برموز (وحجوم)بعض عقود مستقبليات السلع الشائعة(Corrado and Jordan,2000:481).

الجدول (4) رموز وحجوم بعض عقود مستقبليات السلع

العقد	الرمز	العقد	الرمز
الذرة (5000 بوشل)	C	النحاس (25000 باوند)	HG
فول الصويا (5000 بوشل)	S	الذهب (100 اونسة ترويسية)	GC
الحنطة (5000 بوشل)	W	البلاتين (50 اونسة ترويسية)	PL
القهوة (37500 باوند)	KC	النفط الخام (1000 برميل)	CL
السكر (112000 باوند)	SB	زيت التدفئة (42000 كالون)	HO
عصير البرتقا (15000 باوند)	JO	الكازولين الخالي من الرصاص (42000 كالون)	HU

Source:(Corrado,Charles J. and Bradford D. Jordan,Fundamentals of Investments:Valuation and Management,Boston:Irwin/McGraw-Hill,2000:482)

كما ويرمز لأشهر تداول المستقبليات بحروف مختلفة وكما هو ظاهر في الجدول (5).

الجدول (5) رموز أشهر التداول بالمستقبليات

الشهر	الرمز	الشهر	الرمز	الشهر	الرمز
يناير	F	مايو	K	سبتمبر	U
فبراير	G	يونيو	M	اكتوبر	V
مارس	H	يوليو	N	نوفمبر	X
ابريل	J	اغسطس	Q	ديسمبر	Z

Source:(Active Trader Staff,The Futures Advantage,Active Trader Magazine,October 2002:74)

ولان بعض عقود المستقبليات من الممكن ان تتداول بسنوات عديدة في المستقبل فلربما يكون هناك شهر يتداول فيه العقد لأكثر من سنة واحدة (فقد يتداول ،على سبيل المثال،في ديسمبر2002 وديسمبر 2003).وتبعا" لذلك فان العنصر الثالث لترميز المستقبليات هو السنة.وبعض الأحيان يعبر عن السنة بمرتبتين (03 للإشارة لسنة2003) وبعض الأحيان بمرتبة واحدة (3).على سبيل المثال،رمز عقد مستقبليات النفط الخام تسليم يناير2003 هو(CLF03)أو(CLF3)(Active Trader,2002:74).واغلب المتعاملين يستخدمون الرموز نفسها بوصفها اللغة العالمية في صناعة المستقبليات . (CIG,2004:13)

الاستنتاجات

1.ان عقد مستقبليات السلعة هو عقد تسليم مؤجل منظم بعكس العقد الآجل غير المنظم وتكون السلعة المادية موجوده الأساس وليس الأداة المالية كما هو الحال في المستقبليات المالية.

2.ان هناك طرفين في كل عقد مستقبليات سلعي، الطرف الأول يوافق على الشراء والاستلام في المستقبل والطرف الثاني يوافق على البيع والتسليم في المستقبل.الطرف الأول عادة ما يسمى بالطويل (Long) أو صاحب المركز الطويل.والطرف الثاني يسمى القصير(Short)أوصاحب المركز القصير.وعند استحقاق العقد فأن القصير يسلم الموجود الأساس(السلعة الفورية)للطويل مقابل سعر التسليم المتفق عليه في العقد.الارتفاع بسعر المستقبليات يعود بالربح على أصحاب المراكز الطويلة وبالخسارة على أصحاب المراكز القصيرة والعكس صحيح.وعلى وفق ذلك فأن العقد يشترى لتحويط مخاطرة ارتفاع أسعار السلع الفورية ويباع لتحويط مخاطرة انخفاض أسعار السلع في السوق الفورية.

3.لايحظى عقد مستقبليات السلعة بنصيبه من النجاح مالم يلبي عدد من المتطلبات ومن أهمها ان تكون السلعة محل التعاقد متجانسة وقابلة للإبدال والإحلال،وان يكون هناك عدد كبير من المحوطين في السوق،وان يكون هناك تقلب سعري في السوق الفوري للسلعة الأساس.كما يتعين على العقد ان يوفر سمتي السيولة المتمثلتين بتكاليف المعاملات المنخفضة والطلب المرتفع عالي المرونة.وكذلك يجب ان يتوفر العقد بحجم صغير كفاية لجذب اهتمام المضاربين من خارج الصناعة كما يجب ان يراعي الارتباط الوثيق بين سوق عقد المستقبليات والسوق الفوري للموجود الأساس إذ ان التقارب السعري بين السوقين يجعل من عقد مستقبليات السلعة أداة تحوط ممكنة للمشتركين من داخل الصناعة.

4.ان أسواق المستقبليات بشكلها الحالي يعود وجودها إلى أكثر من قرن من الزمان لكن ماتشتمل عليه من مبادئ كانت قد استخدمت منذ قرون خلت وأول مثال مسجل على التعاقد للتسليم المستقبلي للسلع بسعر ثابت كان خلال زمن الفينيقيين.وقد بدأت عقود المستقبليات في أسواق السلع وبالتحديد في السلع الزراعية ثم انتقلت للتداول على السلع الأخرى ومنها سلع الطاقة عموما"والنفط الخام خصوصا".وقد شهدت عقود مستقبليات الطاقة الناجحة بروزا"ونموا"مذهلين منذ ثمانينيات القرن العشرين.

5.ان لعقود مستقبليات السلع عموما"وعقود مستقبليات الطاقة خصوصا"أنواعا"تختلف باختلاف موجودها الفوري الأساس وجميعها يتمتع بجملة من الخصائص العامة ولكل واحد منها عدد"من المواصفات التفصيلية المتعلقة بساعات تداولها في السوق وحجمها ووحدة تسعيرها وأشهر تسليمها واستحقاقها والحدود العليا والدنيا للتقلبات السعرية المسموح بها وحدود المراكز المتخذة بها ونوع تسويتها وتفاصيل تسليمها المختلفة والمتعددة فضلا"عن عمليات الفحص والترميز.

التوصيات

1.استغلال المزايا الواضحة لعقود مستقبليات السلع عبر إقامة سوق لهذه العقود في العراق للتداول،من جانب،بعقود مستقبليات النفط الخام ومشتقاته وذلك بقصد تحويط المخاطرة السعرية للنفط الخام العراقي المصدّر وللمشتقات النفطية المستوردة وللتداول،من جانب آخر،بعقود مستقبليات الحنطة والسكر والرز وغيرها من السلع الاستهلاكية التي يستوردها العراق بكميات كبيرة.

2.تثقيف المجتمع الاستثماري في العراق وتوعيته بأهمية وجدوى استعمال أدوات الهندسة المالية الحديثة ومنها عقود مستقبليات السلع ليس فقط لأغراض التحوط إنما أيضا"لأغراض المضاربة والاكتشاف المسبق لأسعار السلع الفورية مايسهم بشكل واضح في تحقيق الاستقرار بالأسعار النقدية للسلع ويزيد من الشفافية السعرية.

قائمة المراجع والمصادر

اولا": المراجع والمصادر العربية

آ. المراجع

1.البعلبكي،منير،المورد،قاموس انكليزي – عربي،ط32،بيروت:دار العلم العلم للملايين،1998.

ب. الكتب

2.هندي،منير ابراهيم،ادارة المنشآت المالية،الإسكندرية:منشاة المعارف،1994.a

3.ـــ،الاسواق الحاضرة والمستقبلة:أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلة،عمان: المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية،1994b.

ثانيا" : المصادر الأجنبية

الكتب

4.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.

5.Brealey,Richard A.and Stewart C.Myers,Principles of Corporate Finance,5th ed.,N.Y.:The McGraw–Hill Companies.Inc.,1996.

6.Brown,StewartL. and Steven Errera,Trading Energy Futures:Manual for Energy Industry Professionals, N.Y.:Quorum Books,1987.

7. Chance,Don M.,An Introduction to Derivatives,4th ed.,Forth Worth:The Dryden Press,1998.

8.Corrado,Charles J. and Bradford D. Jordan,Fundamentals of Investments:Valuation and Management, Boston:Irwin/McGraw-Hill,2000.
9.Curley,Anthony T.and Robert M.Bear,Investment Analysis and Management,Harper and Row Publishing,1979.
10.Edwards,Franklin R. and Cindy W. Ma,Futures and Options,N.Y.:McGraw-Hill,Inc,1992.
11.Eun,Cheol S.and Bruce G.Resnick,International Financial Management,2nd ed.,Boston:Irwin/McGraw-Hill ,2001.
12.Francis,JackClark,Investments:Analysis and Management,2nd ed.,N.Y.:McGraw-HillBook Company,1976.
13.———,Investments:Analysis and Management,5th ed.,N.Y.:McGraw-Hill,Inc,1991.
14.—— ———,Management of Investments,3rd ed.,N.Y.:McGraw–Hill,Inc.,1993.
15.Garbade,Kenneth,Securities Markets,N.Y.:McGraw–Hill Book Company,1982.
16.Horsnell,Paul and Robert Mabro,Oil Markets and Prices:The Brent Market and the Formation of World Oil Prices,London:Oxford University Press,1993.
17.Howells,Peter and Keith Bain,Financial Markets and Institution,3rd ed.,UK:Prentice–Hall,2000.
18. Hull,John C.,Introduction to Futures and Options Markets,3rd ed.,N.Y.:Prentice-Hall,1998.
19.Johnson,Hazel J.,Global Financial Institution and Markets,UK:Blackwell Publishers,2000.
20.Khoury,Sarkis J.,Speculative Markets,N.Y.:Macmillan Publishing Company,1984.
21.Kolb,Robert W.,Understanding Futures Markets,5th ed.,UK:Blackwell Publishers,1997.
22.Kramer,Andrea S.,Financial Products:Taxation,Regulation,and Design,N.Y.:John Wiley & Sons,1991.
23.Levy,Haim and Marshall Sarnat,Capital Investment and Financial Decisions,5th ed.,N.Y.:Prentice-Hall ,1994.
24.McMillan,Lawrence G.,Options As A Strategic Investment,2nd ed.,N.Y.:NYIF Corporation,1986.
25.Reilly,Frank K. and Keith C. Brown,Investment Analysis and Portfolio Management,6th ed., FortWorth:The Dryden Press,2000.
26.Ritter,Lawrence S.,William L. Silber,and Gregory F.Udell,Principles of Money,Banking,and Financial Markets,10th ed.,Reading:Addison-Wesley,2000.

27. Ross,Stephen A.,Randolph W. Westerfield,and Bradford D. Jordan,Fundamentals of Corporate Finance ,4th ed.,Boston:Irwin/McGraw-Hill,1998.
28.Sharpe,William F. and Gordon J. Alexander,Investments,4th ed.,N.J.:Prentice-Hall,1990.
29.Siegel,Daniel R.and Diane F.Siegel,Futures Markets,Chicago:The Dryden Press,1990.
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 Market Rates and Flows,6th ed.,N.J.:Prentice-Hall,2001.

الدوريات :

32. Brennan,M.J.,A Theory of Price Limits in the Futures Markets,Journal of Financial Economics, Vol.16,No.2,1988.
33.Cornford,Andrew,Risk and Derivatives Markets:Selected Issues,UNCTAD Review,Geneva,1995.
34.Johnson,Leland L.,The Theory of Hedging and Speculation in Commodity Futures,The Review of Economic Studies,Vol.XXVII,No.73,1960.
35.Williams,Jeffrey C.,The Origin of Futures Markets,Agricultural History,Vol.56,1982.

د.شبكة المعلومات الدولية :

36.Active Trader Staff,The Futures Advantage,Active Trader Magazine,October 2002.
37.Akiyama,Takamasa and Jeffrey Christian,Effective Risk Management Strategies:Cases of Hedging by Governments,Firms and Smallholders,July 1998.
38.Bloom,Ryan and Jeffrey Woods,Futures Trading in Emerging Markets,Mckinsey Quarterly,Special Edition,2004.
39.BWD-RensBurg Investment Management(Investment Analysis Company),Terms and Conditions for Options,Futures,and Contracts for Differences,2004.
40.Caumon,Frederic and John Bower,Redefining the Convenience Yield in the North Sea Crude Oil Market,Oxford Institute for Energy Studies,July 2004.
41.CBOT-Chicago Board Of Trade,Trading in Futures Can Provide Considerable Financial Rewards, 2001.
42.———— ,Grain and Soybean Futures and Options,2003.
43.———— ,Buyer's Guide to Managing Price Risk,2004.
44.CFTC-Commodity Futures Trading Commission,Annual Report,2002.

45.CIG-Cornerstone Investor Group:Florida/USA,Introduction to Futures and Options:Understanding the Mechanics,2004.
46.CME-Chicago Mercantile Exchange,Feature of Futures Markets:Basics of Trading,2004.
47.Demirer,Riza and John M.Charnes,A Symmetric Correlations of Futures Markets and Optimal Hedging,June,2003.
48.DOE-Department of Energy/USA,The Pricing of Crude Oil,2003.
49.EIA-Energy Information Administration(USA), Derivatives and Risk Management in Energy Industries,2003a.
, Oil and Gas Markets Report,Autumn,2003b. ——————50.
51.Foresight(Investments Analysis Company),Commodity Futures,2004.
52.Harvey,Campbell,Brent Crude Options,2003.
53.IEM-Iowa Electronic Market,Trading Risk: Markets for Futures and Options,2004.
54.ITC-Infinity Trading Corporation,Crude Oil Futures and Crude Oil Options Trading,2003.
55. Invesopedia(Investments Analysis Company),Futures Fundamentals,2004.
56.IPE-International Petroleum Exchange,Energy Futures and Options Trading,2004.
57.Kaminski,L.,Introduction to Energy Derivatives and Fundamentals of Modeling and Pricing,2000.
58.Lin,Sharon Xiaowen and Michael N. Tamvakis,Effects of NYMEX Trading on IPE Brent Crude Futures Markets:A Duration Analysis,City University Business School,London,2002.
59.Malliaris,A.G.,Futures Markets:Why Are They Different?,2003.
60.McDonald,J. and F. Siegel,Futures,Convenience Yield,Non-Traded Assets,2004.
61.Mckissick,JohnC.and GeorgeA.Shumaker,Commodity Options:Price Insurance for the Farmer,April 1990.
62.McNew,Kevin,Introduction to Futures and Options Markets for Livestock,2004.
63.Medova,E.A. and A. Sembos,Price Protection Strategies for An Oil Company,2001.
64.MGEX-Minneapolis Grain Exchange,Examining Futures and Options,2001.
65.NFA-National Futures Association,A Guide to Understanding Opportunities and Risk in Futures Trading,1999.
66.NYMEX-New York Mercantile Exchange,Why Do They Need to Yell and Make Funny Gestures? ,2003.
67.——————— ,A Guide to Energy Hedging,2004a.
68.——————— ,Light, Sweet Crude Oil,2004b.
69.——————— ,Brent Crude Oil,2004c.

70.———————— ,A Practical Guide to Hedging,2004d.
71.———————— ,Exchange Rulebook,2004e.
72.————————,Crude Oil Futures Prices,2004f.
73.———————— ,Glossary of Terms,2006.
74.Options University,Commodity and Option Trading Basics,2003.
75.Pirrong,Craig,Futures and Options,Fall 2002.
76.Sartwelle,James D.,Daniel O'Brien,Craig Fincham,and Jamie Bennett,Specifications of Futures and Options Contracts,Texas Agricultural Extension Service,The Texas A&M University,2004.
77.Sharma,Namit,Forecasting Oil Price Volatility,Thesis Submitted to the Faculty of the Virginia Polytechnic Institute and State University in Partial Fulfillment of the Requirements for Degree of Master of Arts in Economies,May 1998.
78.Smith,James E. and Kevin F. McCardle,Options in the Real World:Lessons Learned in Evaluating Oil and Gas Investments,Operations Research,Vol.47,No.1,(January-February)1999.
79.UNCTAD-United Nations Conference on Trade and Development,A Survey of Commodity Risk Management Instruments,Report by the UNCTAD Secretariat,April6,1998.
80.VanVactor,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.
81.Vora,Bhavech,Derivatives-Futures and Options:An Introduction,IT Review,May 2002.