

تاريخ القبول: 2021/01/26

تاريخ الإرسال: 2020/01/19

تاريخ النشر: 2021/04/30

عقود مستقبليات مؤشر البورصة ما بين الاستثمار والمقامرة
 -دراسة قياسية لمؤشر CAC40 في الفترة 2009-2018
**Stock index futures contracts between investment
 and gambling study of CAC40 index In the period
 2009-2018**

مقدم عبد الإله¹، قдал زين الدين²¹ abdelilah.mekadem@univ-mosta.dz، جامعة مستغانم (الجزائر)،² zinedine.gueddal@univ-mosta.dz، جامعة مستغانم (الجزائر)،**المخلص:**

عقود مستقبليات مؤشرات البورصة، من أحدث أنواع المشتقات المالية، حيث تداولها يشبه عملية المقامرة بحكم ارتباط العائد بمدى تحديد المؤشر المستقبلي المتوقع، وعلى هذا الأساس فإن هذه الدراسة، تهدف إلى إثبات أن تداول هذه العقود هو استثمار كغيره من الاستثمارات المالية الأخرى، حيث لا يمكن اعتبار تداول مستقبليات المؤشرات البورصة، مراهنة أو مقامرة، حيث إن الاستثمار فيها يتم بدراسة دقيقة للعائد، كما أن تداولها يتم في أسواق نظامية تتمتع بنسبة عالية من الثقة، بفضل وجود بيوت التسوية في هذه الأسواق.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار، العقود المستقبالية، مؤشر البورصة.

Abstract:

Futures index contracts are a new type of derivatives, where trading is like gambling because of the correlation of the return

to the identification of the expected future indicator, from this sense, this study aims to prove that trading index futures is an investment like other financial investments, and we can't consider trading this type of derivatives betting or gambling, where the investment is done with a careful study of the return, and Traded in regular markets with a high level of trust, by the existence of settlement houses in the regular markets

Keywords: investment, futures contracts, stock exchange index.

ABDELILAH.MEKADEM@UNIV-MOSTA.DZ مقدم عبدالإله

1. مقدمة:

تعد عقود المستقبلات لمؤشرات البورصة من أحدث أنواع المشتقات المالية تداولاً في الأسواق المالية، حيث لا تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل التعاقد كبقية المشتقات المالية، وإنما من المستوى العددي للمؤشر المتوقع في تاريخ استحقاق العقد، مما جعل بعض الاقتصاديين يربطون بين الاستثمار في عقود مستقبلات البورصة والمقامرة، حيث يرتبط العائد من الاستثمار بالمراهنة على المستوى المستقبلي لمؤشر البورصة، مما يدفعنا لطرح الإشكالية التالية: • هل يعتبر تداول

عقود مستقبلات مؤشر البورصة استثماراً أم مقامرة؟

في سبيل الإجابة على الإشكالية نقتراح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو الغرض من تداول عقود مستقبلات مؤشر البورصة؟
 - ما هي العوامل المؤثرة في تسعير عقود مستقبلات مؤشر البورصة؟
 - هل تتوافق المخاطرة والربح في تداول عقود مستقبلات مؤشر البورصة؟
- وللإجابة على الأسئلة السابقة، نقوم بصياغة الفرضيات التالية:

- يتم تداول عقود مستقبلات مؤشر البورصة، لغرض المضاربة في الأسواق المالية وتحقيق الأرباح.

- يعتمد تسعير عقود مستقبلات البورصة على المستوى الفعلي للمؤشر ومعدل الفائدة للبنك المركزي، والظروف الاقتصادية المرافقة لفترة سريان العقد.

- الاستثمار في عقود مستقبلات المؤشرات ليس عملية عشوائية، وإنما يخضع لتحليل ودراسة دقيقة لمدى المخاطر والربح المتوقع من تداولها.

أهمية الدراسة وأهدافها: -تسليط الضوء على الاستثمار في المشتقات المالية وخاصة عقود المستقبلات المؤشرات ورفع الغموض عنها. -التطرق للاستثمار في بعض المشتقات المالية التي تبدو في ظاهرها كعملية مراهنة مثل مؤشرات البورصة.

منهج الدراسة: اعتمدنا في هذا العمل، على المنهج الوصفي، من خلال عرض المفاهيم المتعلقة بالمستقبلات، كذلك المنهج الاستنباطي التحليلي، من أجل مناقشة وتحليل نتائج الدراسة بالإضافة إلى دراسة قياسية، عن طريق تسليط الضوء، على سلوك تغير مؤشر البورصة الفرنسية **CAC40** المتوقع في عقود المستقبلات.

الإطار الزمني والمكاني للدراسة: استنادا للدراسة القياسية المعتمدة، أين قمنا بتسليط الضوء على سوق الأوروبي المشتركة يورونكست **euronext**، وبالأخص بورصة باريس، وبالنسبة لفترة الدراسة فكانت من جانفي 2009 إلى ديسمبر 2018 متمثلة في 120 شهرا.

2. متطلبات عقود المستقبلات:

1.2 تعريف المشتقات المالية: هي عبارة عن عقود مالية، تتم بين طرفين حيث يتم اشتقاق قيمتها من الأصول المادية أو المالية محل التعاقد كالعقارات السلع الأسهم والسندات، العملات الأجنبية، وهذه العقود تتداول في الأسواق الآجلة، وتعتبر من

أبرز ابتكارات الهندسة المالية، التي تهدف إلى إيجاد أدوات جديدة من شأنها تسهيل عملية التمويل، مع إدارة ناجعة لمخاطر السوق.¹

2.2 مفهوم عقود المستقبلية: العقد المستقبلي هو عقد يجمع بين طرفين، البائع والمشتري، ويتوجب على الطرفين التسليم واستلام كمية معلومة من أصل معين، في مكان وزمان وسعر محدد في العقد، والتسليم والاستلام يتم عن طريق بيت التسوية، يمكن للأصل محل العقد أن يكون سلعة، أو أصول مالية كالسندات والأسهم والودائع والعملات الأجنبية، أو مؤشرات الأسواق المالية.²

3.2 خصائص العقود المستقبلية:

عقود المستقبلية، عقود معيارية STANDARISES ، أي لها شروط ثابتة وهي:

- وحدة التعامل، أي كمية القياس المتبعة تكون ثابتة في كل العقود.
- شروط التسليم، وتتضمن المدة والتسليم ووسيلة التسليم وجودة الأصل.
- حدود تغير السعر، وذلك بتحديد الحد الأدنى والحد الأقصى لأسعار الأصول.³
- حدود التعامل، أي تحديد الحد الأقصى لعدد العقود التي يمتلكها المستثمر.
- الهامش المبدئي، وهو دفع ما قيمته من 5% إلى 15% من قيمة الأصل إلى بيت المقاصة وهذا لتفادي الضرر اللاحق بأحد الطرفين.⁴

لذلك تعتبر عقود نمطية تخضع إلى مجموعة من الشروط الموحدة السابقة، منها تحديد نوع الأصل وحجم العقد وشروط التسليم السعر المستقبلي للعقد.⁵

4.2 المقامرة والاستثمار:

يتم التفرقة بين المضارب والمستثمر والمقامر في السوق المالي، حسب عوامل الوقت والمخاطرة والعائد، حيث أن المستثمر يقوم بشراء الأوراق المالية، من أجل إعادة بيعها بعد فترة طويلة من الزمن، وهي عملية ذات مخاطرة قليلة، أما المضارب فيشتري الأوراق المالية لإعادة بيعها في السوق بعد أشهر، فالعملية تأخذ وقتاً أقل

ومخاطرة أكبر، وعائداً أكبر من المستثمر، أما المقامر فيشتري الأوراق المالية لإعادة بيعها خلال أيام، لخبرته في السوق أو لمعلومات يمتلكها، والعملية في هذه الحالة ذات وقت وجيز، ومخاطرة جد عالية، مع عائد مالي معتبر، وتعتبر شريحة المضاربون هم من يصنع نشاط الأسواق المالية، بحكم تواجدهم الدائم في السوق.⁶

5.2 المزايا التنظيمية لعقود المستقبلية:

- حل مسألة إيجاد الطرف الآخر من العقد، الذي يحقق التوافق بين الطرفين.
- ضمان عنصر الثقة بين الطرفين، بوجود بيوت المقاصة.
- توفير السيولة، حيث كل طرف يستطيع الخروج من أي عقد ودخول عقد آخر.
- تتداول أسواق المستقبلية، المواد الأولية مما يتيح الفرصة للدول الناشئة بإنشاء أسواق خاصة بها.

- سيولة المستقبلية جعل منها أدوات للمضاربة للذين يبحثون عن الربح السريع.⁷

6.2 أنواع العقود المستقبلية :

أ-المستقبلية للأصول الغير المالية: أي السلع العادية، أو الأولية مثل الحبوب و سلع أخرى كاللحوم والألبان والمعادن والخشب والمحروقات.⁸

ب-المستقبلية للأصول المالية: و تنقسم إلى:

مستقبلية أسعار الفائدة: وهو تعاقد مسبق لتثبيت معدل الفائدة في تاريخ مستقبلي، وأهمها عقود سندات الخزينة، حيث تلبية رغبة المستثمر والمضارب معا.

مستقبلية العملة: هو عقد يلزم الطرفين باستلام وتسليم، مقدار معين من عملة معينة مقابل عملة أخرى، في تاريخ مستقبلي محدد.

مستقبلية مؤشرات الأسهم: هو عقد يلزم الطرفين بدفع الفرق بين مؤشري البورصة المحقق والمتوقع، في تاريخ مستقبلي مضروباً في مضاعف العقد، أهم المؤشرات التي يتم تداولها مؤشر SP500.⁹

7.2 تسعير عقود المستقبلية: تقوم عقود المستقبلية على سعرين أساسيين، هما السعر الحاضر spot price والسعر المستقبلي future price، وتكون عملية التسعير وفق نموذجين، الأول وهو حالة ظروف التأكد والتي تعني سهولة التنبؤ بالأسعار المستقبلية، وذلك لشبه ثبات وتساوي الأسعار الحاضرة بالمستقبلية، أما الثاني فهي حالات عدم التأكد، والذي يجعل من عملية التسعير ذات أهمية من خلال نظرية التوقع للسعر المستقبلي expectation theory المتوقع.¹⁰

3. دراسة قياسية لعقود المستقبلية مؤشر CAC40 في سوق Euronext :

1.3 السوق المالية الأوروبية المشتركة يورونكست Euronext :

تعتبر سوق يورونكست مؤسسة تقوم بتسيير عدة أسواق مالية أوروبية، وتضم عدة أسواق مالية، وهي بورصة باريس، وبورصة ليشبونة، وبورصة بروكسل، وبورصة أمستردام، وبورصة دبلن في بريطانيا،¹¹ ومن أبرز المعالم للسوق:

- السوق هو مؤسسة مكونة من 15 جنسية مكونة من 1098 موظف وعامل.
- الأفضل على المستوى الأوروبي من ناحية السيولة و تبلغ 8,1 بليون يورو يوميا.
- الأولى أوروبا من حيث إصدار الأسهم، بحوالي 1500 مصدر للأسهم.
- 4,1 ترليون يورو قيمة رأس المال الكلي المطروح في السوق المالي.
- تضم السوق أكبر عدد من المؤسسات المصغرة والمتوسطة 950 مؤسسة.
- أكثر من 5000 مستثمر متواجد بصفة شبه دائمة في السوق.
- حوالي 180 عضو في إدارة السوق.¹²

1.1.3 الأسواق النظامية والغير النظامية في Euronext :

أ- السوق النظامي: ويسمى هذا السوق بـ eurolist، حيث يختص بكل التداولات الفورية، وينقسم بدوره إلى ثلاث مجموعات، تضم المجموعة (A) كل الشركات الكبيرة التي تملك رأس مال مفتوح على البورصة، أكبر من 1 مليار يورو وتسمى

بمجموعة blue chips، أما المجموعة (B) تضم الشركات التي تملك رأس مال في البورصة قيمته ما بين 150 مليون يورو و 1 مليار يورو، وتسمى بمجموعة mid caps، بينما المجموعة (C) فتضم كل الشركات الأقل من 150 مليون يورو وتسمى small caps.¹³

ب- السوق الغير النظامي : وتنقسم لسوقين كالتالي:

-سوق النمو **euronext growth**: والمسمى بالسوق البديل، وهو سوق مخصص للشركات المتوسطة والصغيرة PME، حيث يتوفر على شروط وقوانين أقل صرامة من السوق النظامي، إلا أنه يفرض على الشركات إشهار الحسابات السنوية والنصف السنوية.

-سوق الدخول **euronext access**: ويسمى بالسوق المالي الحر، وهو مخصص للمؤسسات المصغرة، وبدرجة أقل هناك سوق euronext access+ وهو مخصص للمؤسسات المصغرة التي تشهد نسبة نمو كبيرة، وشروط الإدراج أقل صرامة ، إلا أن الإشهار للنتائج و الحسابات بصفة سنوية يبقى مفروضا.¹⁴

2.3 أبرز مؤشرات البورصة لسوق يورونكست :

تتوفر سوق يورونكست على الكثير من مؤشرات البورصة المختلفة، حسب حجم الشركات المدرجة فيها أو القطاعات التي تنشط فيها، ومن أبرزها هي المؤشرات CAC 40, BEL20 , AEX25 , PSI20, euronext100, euronext150.

-مؤشر البورصة CAC40 :

تم إصدار هذا المؤشر في 31 ديسمبر 1987، والذي يعتبر المقياس الرئيسي لبورصة باريس حيث يضم 40 شركة فرنسية مدرجة في البورصة على أساس نقطتين رئيسيتين هما ترتيب الشركة حسب قيمة رأس المال خلال فترة قدرها سنة واحدة، وترتيب الشركة حسب قيمة رأس المال المعوم والموضوع في البورصة.

يتم تحديث المؤشر بطريقة مستمرة أي مرة كل 15 ثانية،¹⁵ وتم إصدار المؤشر بقيمة 1000 نقطة في سنة الأساس (1987)، وبدأ التعامل به أول مرة في 15 جوان 1988 تعني كلمة CAC التسعير بالاستمرار cotation assisté en continue ويشترط أن لا يتعدى وزن رأس المال المعوم قيمة 15% من المؤشر.¹⁶

3.3 دراسة قياسية لأسعار المستقبلات لمؤشر CAC40 للفترة 2009 و 2018:

عند تاريخ الاستحقاق، إذا كان المؤشر المحقق أكبر من المؤشر المتوقع في عقد، فإن المستثمر مشتري العقد يحصل الفرق بين المؤشرين، مضروباً في المعامل المضاعف للعقد المستقبلي، مخصوماً منه تكاليف التداول.

1.3.3 العلاقة بين المؤشر المحقق والمتوقع لمستقبلات مؤشر CAC40: كل

نقطة من المؤشر في العقد المستقبلي لمؤشر CAC40 تساوي 10 يورو. السلسلة الأولى تضم مستوى الإغلاق للمؤشر نهاية كل شهر مؤشر محقق (cac40) كمتغير مستقل. السلسلة الثانية تحتوي مستوى المؤشر المتوقع في العقد المستقبلي (cac40future) كمتغير تابع. وبالاستعانة ببرنامج XLSTAT أنتج لنا النموذج المقدر التالي :

جدول 01: الارتباط الخطي بين مؤشر CAC40 الفعلي و المتوقع في العقد

المستقبلي

T	R	F		R2	MS	SS	درجة الحرية		
		مجدولة	محصوبة						
1,645	67,94	98,70%	3,89	4616,13	97,50%	62263306,97	62263306,97	1	الإنحدار
						13488,19	1591606,38	118	الخطأ
							103854913,4	119	المجموع

المصدر: من إعداد الطالب بالاستعانة بمخرجات برنامج xlstat.

معادلة النموذج المقدر: $Cac40_{future} = 53,33 + 0,98 * cac40$

اختبار معالم الانحدار:

فرضية العدم H_0 : لا يوجد تأثير للمؤشر الفعلي $CAC40$ على المستوى المتوقع له.
 الفرضية البديلة H_1 : لا يوجد تأثير للمؤشر الفعلي $CAC40$ على المستوى المتوقع له.

بالنسبة للمعلمة مستوى المؤشر $CAC40$ فإن t student المحسوبة هي 67,94 وهي أكبر من الجدولة 1,645 ومنه نقبل الفرضية البديلة H_1 ونرفض فرضية العدم H_0 ، والمعلمة لها معنوية إحصائية حيث زيادة نقطة واحدة في مؤشر $CAC40$ الفعلي يؤدي إلى ارتفاع المؤشر المتوقع في العقد المستقبلي بـ: 0,98 نقطة.

اختبار صلاحية النموذج:

فرضية العدم H_0 : النموذج ليس له معنوية كلية.
 الفرضية البديلة H_1 : النموذج له معنوية كلية.

من خلال اختبار f .fisher حيث تقدر f المحسوبة 4616,13 وهي أكبر من f الجدولة و المقدر بـ 3,89 لذلك نقبل الفرضية البديلة H_1 ونرفض فرضية العدم H_0 ونقول أن النموذج له معنوية كلية عند مستوى معنوية 5%.

وبالنسبة لمعامل التحديد R^2 فهو يساوي 0,975 أي أن المستوى الفعلي لمؤشر $CAC40$ يشرح و يفسر بنسبة 97,5% تغيرات المستوى المتوقع لنفس المؤشر، لتبقى نسبة 2,5% راجعة لعوامل أخرى.

وبملاحظة المشاهدات الشهرية، يمكن استخراج القيم القصوى والمتمثلة في قيمة الربح أو الخسارة، وعليه فإن أسوأ عائد مسجل هو خسارة بـ: -2559,40 يورو للعقد، في شهر جانفي 2010 وأحسن نتيجة مسجلة في نفس الفترة، فهي محققة في شهر أكتوبر 2014 و بربح خام بـ: 2329,9 يورو.

ومن جهة أخرى، بعض الأشهر حدث فيها شبه تطابق بين المؤشر المحقق والمتوقع، حيث نجد شهر ديسمبر 2015 أين كان المؤشر المحقق 4637,06 نقطة، و المتوقع بـ: 4636,1 بفارق 0,96 نقطة، و ربح بقيمة 9,6 يورو للعقد.

2.3.3 تسعير وتحديد مستوى مؤشر البورصة المستقبلية في عقود المستقبلية:

تختلف طريقة تحديد مستوى المؤشر الحقيقي عن المتوقع، حيث أن المؤشر المحقق يتم حسابه استنادا إلى المعادلة التالية:

$$cac40 = \sum w_i * p_i$$

w_i : ترجيح السهم i أي وزنه داخل المجموعة المكونة للمؤشر و P_i : سعر السهم i .
ومنه فإن مستوى المؤشر $cac40$ في اللحظة t ، هو مجموع وزن الأسهم مضروبا في أسعارها في اللحظة t ، بينما تسعير وتحديد مستوى المؤشر بالنسبة للمستقبلية والخيارات يتحدد وفق المعادلة التالية:

$$fcac40 = cac40 * e^{(R-Q)T}$$

$fcac40$: مستوى مؤشر البورصة في العقد المستقبلي (المتوقع). $cac40$: مستوى مؤشر البورصة الحقيقي الحالي، T : مدة العقد أو الزمن المتبقي لنهاية العقد المستقبلي، R : معدل الفائدة الحالي من الخطر وهو معدل الفائدة للبنك المركزي الأوروبي، Q : معدل العائد المدفوع.¹⁷

ومنه فتحدد مستوى المؤشر في العقد المستقبلي، يتحدد عن طريق ثلاث عناصر أساسية، وهي مستوى المؤشر الحالي، ومعدل الفائدة المتوقع الذي يوافق تاريخ استحقاق، ومعدل العائد المدفوع للأسهم المكونة للمؤشر، بينما هناك عوامل خارجية لها تأثير مباشر على العناصر الثلاث، والتي تتحدد بفضل الدراسة المستقبلية للظروف الاقتصادية التي تؤثر في عملية تحديد العناصر الثلاث.¹⁸

3.3.3 التفسير الاقتصادي للارتباط بين المؤشرات المحققة و المتوقعة:

بالنظر إلى عينة الاختبار، نلاحظ أن عقود المستقبلات كان لها عائد إيجابي في معظم الأشهر الممتدة من 2013 إلى غاية 2018، بينما لم تكن مربحة في سنوات 2009 إلى 2012 هذا بفعل تأثير مؤشر البورصة المتوقع بالظروف الاقتصادية:

أ- المرحلة الأولى 2009-2012 آثار الأزمة المالية على منطقة اليورو:

- نقص الثقة، نتيجة تراجع النمو الاقتصادي العالمي، وتراجع نمو PIB بـ 0,4% وارتفاع البطالة حيث سجلت 10,9%.

- ارتفاع المخاطر السوقية المالية، حيث بلغت ذروتها 90% كنسبة مخاطرة حيث تم قياس الأخطار اعتمادا على مؤشر euro stoxx50.

- بداية 2009 شهدت انخفاض حاد في كل البورصات العالمية، S&P500 في أمريكا ومؤشر topix في اليابان و stoxx50 متأثرة بتراجع المؤشرات الاقتصادية.

- انخفاض عائد السندات الحكومية في أوروبا من 3,5 و 5% إلى غاية 0,5%.

- تراجع سعر صرف اليورو مقابل العملات العالمية، حيث انتقل سعر الدولار الأمريكي من 1,4 في 2009 إلى 1,1 في نهاية سنة 2012.¹⁹

- ارتفاع معدل الفائدة المتوسط الأجل، من 2,7% في 2009 إلى 3,1% في 2012.

- تراجع نمو التجارة الخارجية في 2012 بـ 4,1% مقارنة بسنة 2010: 13,1%.

- نقص التدفقات المالية الخارجية للبنوك، مما جعل البنك المركزي الأوروبي BCE يقوم بضمان الذمة المالية للبنوك المتضررة على المدى المتوسط فقط.²⁰

ب- المرحلة الثانية 2013-2018 التعافي من الأزمة المالية:

- بداية تحسن مؤشرات البورصات مع إطلاق برنامج آلية الاستقرار الأوروبي (MES (mécanisme européen de stabilité في أكتوبر 2012، مما مكن

من عودة الثقة في السندات الحكومية وعودة استقرار سوق السندات في أوروبا.²¹

-انخفاض معدل المتوسط الأجل، حيث سجل 3% في سنة 2013، ثم 2,7% في 2014 و2% في 2016، وهذا لاستقرار النظام البنكي، وعودة الثقة بين البنوك.
-عودة معدلات التضخم إلى معدلاتها الطبيعية، حيث أنتقل من 0,6%- في 2009 إلى 1,7% في 2010 ليستقر في 1,2 و1,1 في 2017 و2018 على التوالي.²²

-تراجع نسبة البطالة من 10,9% في 2010 إلى حدود 7,8% ماعدا بعض الدول مثل إسبانيا واليونان بالإضافة إلى ارتفاع مستويات الدنيا للأجر مع نهاية 2017.
-نمو PIB الأوروبي حيث انتقل من 1,9% في 2015 إلى 2,1% في نهاية 2018، وذلك بفعل تحسن التجارة الخارجية للدول وزيادة معدل الاستهلاك.²³

4.3.3 العائد المحقق من تداول عقود مستقبلات المؤشر:

الجدول التالي يمثل العائد السنوي للعقد الواحد، وذلك عن طريق جمع العوائد الشهرية لكل سنة، مع حساب نسبة العائد بالنسبة للمبلغ المستثمر.

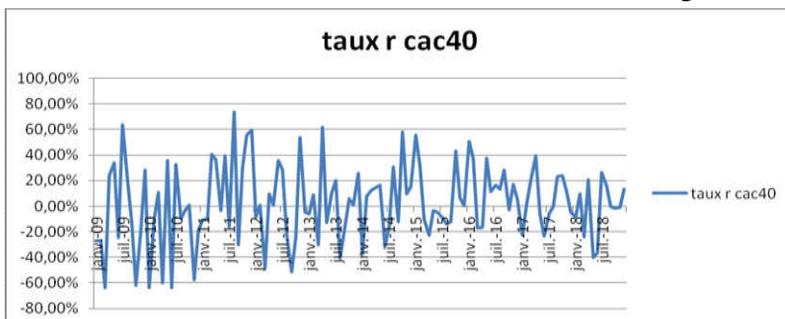
الجدول 02: العائد السنوي للعقد المستقبلي CAC40 من 2009 إلى 2018

السنوات	CAC40		السنوات	CAC40		السنوات
	مبلغ العائد باليورو	معدل العائد %		مبلغ العائد باليورو	معدل العائد %	
2009	-2002,34	-64,56	2014	2724,36	69,49	
2010	-8305,64	-207,44	2015	2515,16	60,43	
2011	8618,56	264,96	2016	7702,86	180,5	
2012	-1416,64	-29,14	2017	2993,36	57,15	
2013	896,26	28,66	2018	1648,64	-26,05	

المصدر: من إعداد الطالب استنادا إلى جدول عينة الدراسة من خلال الجدول يمكن تقسيم فترة الدراسة إلى قسمين، الأول وهو الفترة من سنة 2009 إلى 2012 حيث أن معدلات العائد المحقق في معظمها خسارة أما الفترة

الثانية و الممتدة من 2013 إلى 2018 فمعظم العوائد ربح حيث يظهر عدم تجانس العوائد، أي أن التغيير يحدث بشكل غير متقارب والمنحنى التالي يوضح ذلك.

الشكل 01: تغير العائد على الاستثمار لعقد المستقبلي للمؤشر CAC40 من 2009 إلى 2018



المصدر: من إعداد الطالب بالاستعانة بجدول عينة الدراسة.

بالنظر للمنحنى أعلاه نستطيع التمييز مدى اضطراب العائد للعقد المستقبلي الواحد، والتقلب الشديد بين الربح والخسارة بين النصف الأول من المنحنى ونصفه الثاني أين أنخفض اضطراب المنحنى.

5.3.3 علاقة بين المؤشر المتوقع CAC40 ومعدلي الفائدة للـ BCE من 2009 إلى 2018:

- نضع سلسلة تضم المؤشر المستقبلي المتوقع لـ CAC40 كمتغير تابع.

- وسلسلتين لمعدل الفائدة euribor 6m لـ 6 أشهر والمعدل المدير لإيداعات البنوك التجارية للبنك المركزي الأوروبي BCE tax و هما متغيران مستقلان.

جدول 03 الارتباط الخطي بين مؤشر cac40 المتوقع ومعدلي الفائدة للـ BCE

T المجدولة	R	F		R2	MS	SS	درجة الحرية	
		المجدولة	المحسوبة					
1,645	0,855	3,09	158,78	0,731	23331514	46663027	2	الإبحار
					146939,19	17191886	117	الخطأ
						63854913	119	المجموع

المصدر: من إعداد الطالب بالاستعانة بمخرجات برنامج xlstat
معادلة النموذج:

$$cac40 \text{ future} = 4749,14 - 818,07 \text{ taux BCE} - 277,82 \text{ euribor6m}$$

$$T \text{ student} = 87,29 \quad 3,84 \quad 1,71$$

اختبار معالم الانحدار:

فرضية العدم H_0 : لا يوجد تأثير لمعدل الفائدة على المؤشر المتوقع للـ CAC40
الفرضية البديلة H_1 : لا يوجد تأثير لمعدل الفائدة على المؤشر المتوقع للـ CAC40
- بالنسبة للمعلمة BCE taux فإن t المحسوبة هي 3,84 وهي أكبر من الجدولة
1,645 ومنه نقبل الفرضية البديلة H_1 ونرفض فرضية العدم H_0 ، والمعلمة لها
معنوية إحصائية وزيادة نقطة واحدة معدل BCE taux تؤدي إلى انخفاض المؤشر
المتوقع في العقد المستقبلي بـ: 818,07 نقطة، أما المعلمة euribor6m فإن t
المحسوبة هي 1,71 وهي أكبر من الجدولة ومنه نقبل الفرضية البديلة H_1
والمعلمة لها معنوية إحصائية وزيادة نقطة واحدة معدل euribor6m تؤدي إلى
انخفاض المؤشر المتوقع في العقد المستقبلي بـ: 277,82 نقطة.

اختبار صلاحية النموذج:

فرضية العدم H_0 : النموذج ليس له معنوية كلية.
الفرضية البديلة H_1 : النموذج له معنوية كلية.
من خلال اختبار fisher f . حيث تقدر f المحسوبة 158,78 وهي أكبر من f
الجدولة و المقدر بـ 3,09 لذلك نقبل الفرضية البديلة H_1 والنموذج له معنوية كلية.
وبالنسبة لمعامل التحديد R^2 فهو يساوي 0,731 أي مستوى المتوقع للـ CAC40
مفسر بنسبة 73,1% بتغيرات معدلي الفائدة، لتبقى 26,9% راجعة لعوامل أخرى.

4. خاتمة:

تعتبر عقود المستقبلات لمؤشرات البورصة من أحدث أنواع عقود المستقبلات، أين يكون الأصل محل تعاقد هو رقم المؤشر لسوق البورصة مما يجعل عملية الاستثمار تشبه عملية المقامرة إلى حد ما، ومن خلال الدراسة القياسية يتبين لنا أن الاستثمار في عقود المستقبلات لمؤشر البورصة يعتمد بشكل كبير على مدى تحديد المؤشر المتوقع، والذي أظهر ارتباطا قويا بمستوى المؤشر الحالي وبعلاقة طردية، ومعدلي الفائدة للبنك المركزي بعلاقة عكسية وبملاحظة العينة المدروسة يتضح وجود تغيرات سريعة ومنتدبة في مستويات مؤشر **cac40** والتي تنعكس أيضا على العائد من العقد المستقبلي للمؤشر لهذا نقول أن رغم المخاطرة في تداول في هذا النوع من العقود إلا أنه يعتبر استثمار مدروس العائد نتيجة ارتباطه بالظروف الاقتصادية المعبر عنها عن طريق معدلات الفائدة للبنك المركزي أو اتجاه السوق عن طريق مستويات مؤشر البورصة ولا يمكن اعتبار تداول هذه عقود عملية مراهنة.

5.المراجع

- 1 فايد خيمسي، حسين عبد القادر، دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية الأسواق المالية لتغطية مخاطر السوق حالة الدول الصناعية العشر، المجلة الجزائرية للعلمة والسياسات الاقتصادية، العدد 6، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2005، ص 28-30.
- 2 عبة نصيرة، لحسن دروري، دور المشتقات المالية الحديثة في تهمين الموارد المالية للبنوك والصناعة المصرفية الجزائرية، ملتقى صفاقص الدولي الرابع للمالية الإسلامية، تونس، 27، 28 أبريل 2016، ص 4.
- 3 مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار مؤسسة رسلان للطباعة و النشر والتوزيع، دمشق، سوريا 2009، ص 170.
- 4 عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الوارق للنشر والتوزيع ، عمان، الأردن، 2013، ص 222-227.
- 5 مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 216-220.

- 6 غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، دار المنهال للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 247،248.
- 7 سيف الدين ابراهيم تاج الدين، نحو منتج جديد للسوق الصناعية الآجلة الإستصناع التحوطي التمويل بالمشاركة، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2012، ص 6.
- 8 مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر، عمان، الأردن، 2012، ص 2019.
- 9 حاكم محسن الربيعي، ميثاق القتلاوي، حيدر جوان، علي أحمد فارس، المشتقات المالية، عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 48،47.
- 10 محمد علي ابراهيم العامري، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر، عمان، الأردن، 2013، ص 515-521.
- 11 Lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/bourse/euronext/ تاريخ زيارة الموقع 2019/10/15 على الساعة 22 :17
- 12 Euronext investor toolbox, euronext ,2014, p3,7,8.
- 13 Mataf.net/fr/bourse/edu/formation-bourse/les-marches-de-la-bourse-uronext 21:22 تاريخ زيارة الموقع 2019/10/09 الساعة
- 14 Boursorama.com/patrimoine/fiches-pratiques/bourse-de-paris-marches-reglementes-et-non-reglementes-a تاريخ زيارة الموقع 2019/10/08 9143cd0bd48e02a1bd8606cce51d678 الساعة 19:43
- 15 Boursedirect.fr/marche/uronext-paris/cac40-FR003500008-PX1-EUR-XPAR/seance .22:10 تاريخ الزيارة 2019/10/02 الساعة
- 16 Lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/bourse/le-cac-40/le-cac-40-qu-est-ce-que-c-est/ تاريخ زيارة الموقع 2019/10/07 على الساعة 20:21 .

- 17 Fr.wikipedia.org/wiki/cac40_index_future 2019/10/06 تاريخ الزيارة
على الساعة 17:36
- 18 Andlil.com/future-indice-calcul-201674.html تاريخ زيارة الموقع
على الساعة 18:07 2019/10/06
- 19 BNP rapport 2012, développement économiques et financiers,
marché financiers et zone euro, la crise dans la zone euro, 2013, p41.
- 20 Département des affaires économiques et sociales des nations
unie, situation et perspectives de l'économie mondiale, 2012, nation
unie, new York, juin 2012 , p1,2.
- 21 BNP rapport 2012, opcit, p43.
- 22 Organisation de coopération et de développement économique,
étude économique de l'OCDE , zone euro 2017, 2018 ,p29.
- 23 Ibid, p 09-17.

الملاحق:

الإرتباط الخطي بين مستوى مؤشر CAC40 المتوقع في العُقد المستقبلي والمؤشر المحقق						
XLSTAT 7.5.2 - Régression linéaire - le 30/08/2020 à 19:20:05						
Variable(s) dépendante(s) : classeur = future.cac40.مقال.xlsx / feuille = Feu11 (2) / plage = \$C\$3:\$C\$1						
Pondération uniforme (par défaut)						
Variables quantitatives : classeur = future.cac40.مقال.xlsx / feuille = Feu11 (2) / plage = \$D\$3:\$D\$12						
Aucune donnée manquante détectée						
Intervalle de confiance (%) : 95,00						
Modélisation de la variable CAC40 Index Future :						
Résumé pour la variable dépendante :						
Variable	Nombre de valeurs	de valeurs utiles	de valeurs ignorées	Somme des points	Moyenne	Ecart-type
CAC40 Index	120	120	0	120	4202,468	732,527
Résumé pour les variables quantitatives :						
Variable	Moyenne	Ecart-type				
CAC40	4212,550	734,396				
Coefficients d'ajustement :						
R (coefficient)	0,987					
R ² (coefficient)	0,975					
R ² aj. (coefficient)	0,975					
SCR	1591606,381					
Evaluation de la valeur de l'information apportée par les variables (H0 = Y=Moy(Y)) :						
Source	ddl	Somme des carrés	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F	
Modèle	1	62263306,979	62263306,979	4616,135	< 0,0001	
Résidus	118	1591606,381	13488,190			
Total	119	63854913,360				
Paramètres du modèle :						
Paramètre	Valeur	Ecart-type	t de Student	Pr > t	limite inférieure	limite supérieure 95 %
Constante	53,334	61,982	0,860	0,391	-69,407	176,076
CAC40	0,985	0,014	67,942	< 0,0001	0,956	1,014
L'équation du modèle s'écrit : CAC40 Index Future = 53,3340886409376 + 0,984946051899421*CAC40						
المصدر: من إعداد الطالب بالإستعانة ببرنامج XLSTAT						

الإرتباط الخطي بين مستوى مؤشر CAC40 المتوقع في العقد المستقبلي ومعدلات الفائدة للـ BCE							
XLSTAT 7.5.2 - Régression linéaire - le 30/08/2020 à 19:00:48							
Variable(s) dépendante(s) : classeur = future.cac40.معدل.xlsx / feuille = Feuil1 (2) / plage = \$C\$3:\$C\$122 / 120 lignes et 1 colonne							
Pondération uniforme (par défaut)							
Variables quantitatives : classeur = future.cac40.معدل.xlsx / feuille = Feuil1 (2) / plage = \$E\$3:\$F\$122 / 120 lignes et 2 colonnes							
Aucune donnée manquante détectée							
Intervalle de confiance (%) : 95,00							
Modélisation de la variable CAC40 Index Future :							
Résumé pour la variable dépendante :							
Variable	r. de valeurs	tr. de valeurs	tcde valeurs	utilde valeurs	ignomme des poi	Moyenne	Ecart-type
CAC40 Index	120	120	0	120	4202,468	732,527	
Résumé pour les variables quantitatives :							
Variable	Moyenne	Ecart-type					
Taux BCE	0,506	0,535					
euribor 6m	0,478	0,704					
Coefficients d'ajustement :							
R (coefficient)	0,855						
R ² (coefficient)	0,731						
R ² aj. (coefficient)	0,726						
SCR	17191886,229						
Evaluation de la valeur de l'information apportée par les variables (H0 = Y=Moy(Y)) :							
Source	ddl	omme des carr	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F		
Modèle	2	46663027,131	23331513,565	158,783	< 0,0001		
Résidus	117	17191886,229	146939,199				
Total	119	63854913,360					
Paramètres du modèle :							
Paramètre	Valeur	Ecart-type	t de Student	Pr > t	le inférieure e supérieure 95 %		
Constante	4749,142	54,405	87,293	< 0,0001	4641,397	4856,888	
Taux BCE	-818,075	212,779	-3,845	0,000	-1239,473	-396,676	
euribor 6m	-277,824	161,581	-1,719	0,088	-597,826	42,179	
L'équation du modèle : CAC40 Index Future = 4749,14247540641 - 818,074770795163*Taux BCE - 277,8239085088*euribor 6m							
المصدر: من إعداد الطالب بالإستعانة ببرنامج XLSTAT							

المؤشر المحقق والمؤشرات المتوقعة في عقود المستقبلات CAC40 و معالي الفائدة للبنك المركزي الأوروبي									
	CAC40 Index Future	CAC40	Taux BCE	euribor 6m		CAC40 Index F	CAC40	Taux BCE	euribor 6m
janv-09	3056,1	2973,92	2,00	2,176	janv-14	4327,6	4 165,72	0,25	0,396
févr-09	2777,6	2702,48	2,00	1,933	févr-14	4372,8	4 408,08	0,25	0,384
mars-09	2784,7	2607,34	1,50	1,670	mars-14	4335,7	4 391,50	0,25	0,418
avr-09	3085,2	3159,85	1,25	1,562	avr-14	4423,0	4 487,39	0,25	0,438
mai-09	3170,9	3277,65	1,00	1,465	mai-14	4447,4	4 519,57	0,25	0,397
juin-09	3219,1	3140,44	1,00	1,313	juin-14	4565,5	4 422,84	0,15	0,303
juil-09	3221,1	3426,27	1,00	1,112	juil-14	4314,3	4 246,14	0,15	0,306
août-09	3581,4	3653,54	1,00	1,082	août-14	4249,3	4 381,04	0,15	0,264
sept-09	3843,7	3795,41	1,00	1,016	sept-14	4470,3	4 416,24	0,05	0,183
oct-09	3846,0	3607,69	1,00	1,004	oct-14	4000,1	4 233,09	0,05	0,189
nov-09	3748,2	3680,15	1,00	0,995	nov-14	4347,6	4 390,18	0,05	0,180
déc-09	3827,1	3936,33	1,00	0,994	déc-14	4208,3	4 272,75	0,05	0,171
janv-10	3995,4	3739,46	1,00	0,966	janv-15	4361,4	4 604,25	0,05	0,132
févr-10	3745,3	3708,8	1,00	0,958	févr-15	4801,7	4 951,48	0,00	0,110
mars-10	3932,0	3974,01	1,00	0,944	mars-15	5085,7	5 033,64	0,00	0,087
avr-10	4061,3	3816,99	1,00	0,968	avr-15	5165,3	5 046,49	0,00	0,064
mai-10	3387,4	3507,56	1,00	0,989	mai-15	5023,8	5 007,89	0,00	0,049
juin-10	3677,7	3442,89	1,00	1,040	juin-15	4813,2	4 790,20	0,00	0,050
juil-10	3527,5	3643,14	1,00	1,145	juil-15	5128,9	5 082,61	0,00	0,048
août-10	3525,6	3490,79	1,00	1,137	août-15	4717,9	4 652,95	0,00	0,039
sept-10	3728,2	3715,18	1,00	1,146	sept-15	4510,8	4 455,29	0,00	0,029
oct-10	3829,0	3833,5	1,00	1,269	oct-15	4694,2	4 897,66	0,00	0,006
nov-10	3830,8	3610,44	1,00	1,260	nov-15	4926,4	4 957,60	0,00	-0,043
déc-10	3877,7	3804,78	1,00	1,227	déc-15	4636,1	4 637,06	0,00	-0,040
janv-11	4049,7	4005,5	1,00	1,319	janv-16	4202,9	4 417,02	0,00	-0,089
févr-11	4150,2	4110,35	1,00	1,379	févr-16	4198,8	4 353,55	0,00	-0,134
mars-11	3833,3	3989,18	1,00	1,546	mars-16	4460,6	4 385,06	0,00	-0,132
avr-11	3963,1	4106,92	1,25	1,675	avr-16	4502,5	4 428,96	0,00	-0,141
mai-11	4020,7	4006,94	1,25	1,712	mai-16	4343,5	4 505,67	0,00	-0,153
juin-11	3830,0	3982,21	1,25	1,788	juin-16	4190,6	4 237,48	0,00	-0,179
juil-11	3733,1	3672,77	1,50	1,821	juil-16	4367,5	4 439,81	0,00	-0,186
août-11	3033,6	3256,76	1,50	1,749	août-16	4378,6	4 438,22	0,00	-0,192
sept-11	3074,6	2981,96	1,50	1,753	sept-16	4326,6	4 448,26	0,00	-0,203
oct-11	3148,1	3242,84	1,50	1,788	oct-16	4520,9	4 509,26	0,00	-0,212
nov-11	2989,1	3154,62	1,25	1,701	nov-16	4502,6	4 578,34	0,00	-0,219
déc-11	2982,3	3159,81	1,00	1,617	déc-16	4838,3	4 862,31	0,00	-0,221
janv-12	3325,7	3298,55	1,00	1,418	janv-17	4860,5	4 748,90	0,00	-0,243
févr-12	3448,7	3452,45	1,00	1,279	févr-17	4849,7	4 858,58	0,00	-0,239
mars-12	3598,6	3423,81	1,00	1,078	mars-17	5022,1	5 122,51	0,00	-0,241
avr-12	3181,3	3212,8	1,00	0,998	avr-17	5066,6	5 267,33	0,00	-0,249
mai-12	3015,1	3017,01	1,00	0,946	mai-17	5315,1	5 283,63	0,00	-0,254
juin-12	3085,6	3196,65	1,00	0,930	juin-17	5242,3	5 120,68	0,00	-0,271
juil-12	3200,8	3291,66	0,75	0,971	juil-17	5123,9	5 093,77	0,00	-0,271
août-12	3490,2	3413,07	0,75	0,537	août-17	5086,9	5 085,59	0,00	-0,273
sept-12	3536,3	3354,82	0,75	0,437	sept-17	5209,2	5 329,81	0,00	-0,273
oct-12	3512,6	3429,27	0,75	0,389	oct-17	5374,0	5 503,29	0,00	-0,276
nov-12	3376,0	3557,28	0,75	0,344	nov-17	5311,9	5 372,79	0,00	-0,272
déc-12	3659,0	3641,07	0,75	0,320	déc-17	5337,7	5 312,56	0,00	-0,271
janv-13	3754,5	3 732,60	0,75	0,378	janv-18	5527,0	5 481,93	0,00	-0,379
févr-13	3689,3	3 723,00	0,75	0,334	févr-18	5271,2	5 320,49	0,00	-0,377
mars-13	3846,4	3 731,42	0,75	0,335	mars-18	5295,0	5 167,30	0,00	-0,379
avr-13	3632,6	3 856,75	0,75	0,315	avr-18	5408,6	5 520,50	0,00	-0,379
mai-13	4000,7	3 948,59	0,50	0,298	mai-18	5625,1	5 398,40	0,00	-0,378
juin-13	3701,1	3 738,91	0,50	0,335	juin-18	5525,5	5 323,53	0,00	-0,380
juil-13	3913,4	3 992,69	0,50	0,341	juil-18	5369,5	5 511,30	0,00	-0,378
août-13	4101,3	3 933,78	0,50	0,343	août-18	5321,5	5 406,85	0,00	-0,377
sept-13	4210,3	4 143,44	0,50	0,340	sept-18	5496,3	5 493,49	0,00	-0,378
oct-13	4275,5	4 299,89	0,50	0,351	oct-18	5099,9	5 093,44	0,00	-0,379
nov-13	4290,6	4 295,21	0,25	0,330	nov-18	5007,3	5 003,92	0,00	-0,376
déc-13	4186,7	4 295,95	0,25	0,389	déc-18	4669,6	4 730,69	0,00	-0,373

المصدر موقع www.euronext.com وموقع www.global-rates.com