وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الكوفة
كلية الإدارة والاقتصاد

إمكانية تطبيق ستراتيجيات التحوّط من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم باستخدام العقود الآجلة والمستقبلية

(دراسة لعينة من القطاع المصرفي الخاص في سوق العراق للأوراق الماليّة)

رسالة مقدمة

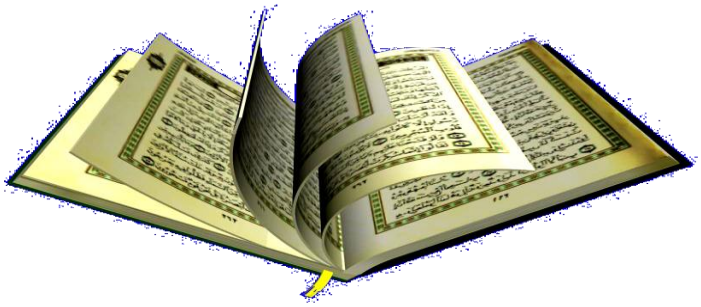
إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد -جامعة الكوفة
وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم إدارة الأعمال

تقدَّم بها الطالب
سعد مجيد عبد علي

بإشراف
الأستاذ المساعد الدكتور
مؤيد عبد الحسين الفضل

١٤٣١ هـ ٢٠١٠م

بسم الله الرحمن الرحيم



يُوسُفُ أَيُّهَا الصِّدِّيقُ أَفْتِنَا فِي سَبْعِ بَقَرَاتٍ سِمَانٍ يَأْكُلُهُنَّ سَبْعٌ عِجَافٌ وَسَبْعِ سُنْبُلَاتٍ خُضْرٍ وَأُخَرَ يَابِسَاتٍ لَعَلِّي أَرْجِعُ إِلَى النَّاسِ لَعَلَّهُمْ يَعْلَمُونَ ۞ قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأَبًا فَمَا حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تَأْكُلُونَ ۞ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعٌ شِدَادٌ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تُحْصِنُونَ

صَدَقَ اللهُ العليُّ العَظِيم

يوسف/٤٦-٤٨

الإهـداء

إلى المصباح الذي مافتئ ينير دربي
ويضع أقدامي على الطريق الصحيح
أمي (حفظها الله)
وأبي (رحمه الله)

إلى قناديل الحب والحنان بدعائهم أحيا
زوجتي... أطفالي...
إلى من أشدد بهم أزري
أخوتي وأخواتي...
إليهم كلّ هذا

شكر وتقدير

الحمد لله الذي أنعم فزاد النعم.. وأكرم ففاض في الكرم.. وعلّم الإنسان ما لم يعلم والصلاة والسلام على الرسول الكريم سيد الأنام والأمم محمد ﷺ ...

إن أقل مراتب العرفان بالجميل لذوي العلم وأهله أن نقابل جميلهم بكلمة شكر لذا يوجب الوفاء أن أسدي من الشكر أجزله والتقدير أرفعه والامتنان أعظمه لأستاذي المشرف الأستاذ المساعد الدكتور مؤيد عبد الحسين الفضل ، الذي لولاه لما وُفقت لإكمال هذه الدراسة.

وأتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ الدكتور (مازن عيسى الشيخ راضي) عميد كلية الإدارة والاقتصاد /جامعة الكوفة لدعمه ورعايته الأبوية الكريمة للطلبة، فجزاه الله عني خير الجزاء.

وأتوجه بالشكر والتقدير إلى السادة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة وهم كل من الأستاذ الدكتور صالح عبد الرضا رشيد والأستاذ المساعد الدكتور حيدر نعمة غالي الفريجي والأستاذ المساعد الدكتور حسين هادي عنيزة المحترمين لما تكبّدوه من عناء في قراءة هذه الرسالة وتقويمها، فجزاهم الله تعالى خير الجزاء.

وأتقدم بشكري وتقديري إلى رئيس قسم إدارة الأعمال الأستاذ المساعد الدكتور يوسف حچيم الطائي وأساتذة قسم إدارة الأعمال ولاسيما الأستاذ المساعد الدكتور عادل هادي البغدادي والأستاذ المساعد الدكتور إحسان القرشي، والأستاذ سنان كاظم الموسوي والأستاذ المساعد الدكتور محمد جبّار الصائغ والأستاذ المساعد عبد الكريم شعبان والاستاذ المساعد ليث الحكيم، والمدرس عمار زوين، والمدرس قاسم العنزي والمدرس علي العابدي والمدرس المساعد هاشم العبادي، و الأستاذ الدكتور رضا صاحب أبو حمد (رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية) والأستاذ الدكتور حاكم محسن(عميد كلية الإدارة والاقتصاد/كربلاء) والأستاذ المساعد الدكتور فاضل عبد العباس (عميد المعهد التقني/كوفة) والمدرس المساعد ماجد جبّار غزّاي الكلية التقنية/كوفة، لما قدّموه لي من مساعدة فبارك الله فيهم.

ويدعوني واجب العرفان إلى تقديم جزيل الشكر إلى الأستاذ المساعد الدكتور حسين هادي عنيزة الذي لم يتوان في مساعدتي طوال مدة الدراسة.

وأقدم شكري وامتناني إلى زملائي في الدراسة (مهدي، قاسم، ضرغام، أزهار، أميرة)، وفّقهم الله جميعاً.

ولا يفوتني في هذا المجال أن أقدّم شكري وتقديري إلى الخبير المالي الأستاذ هادي سلمان لما قدّمه لي من الدعم المعنوي والتشجيع وإلى الأخوة العاملين في مكتبة الكلية التقنية/كوفة على تزويدي بالمصادر اللازمة، فجزآهم الله خير الجزاء. وأقدّم خالص شكري وتقديري إلى الآنسة ختام طالب/قسم الدراسات العليا، فجزاها الله عنّي خيراً.

وأتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى الأخوة في مكتب الجامعة للطباعة والاستنساخ (السيد أوراس العيسى للجهود القيّمة التي بذلها في طباعة هذه الرسالة وإخراجها والسيد أياد المالكي لتعاونه طوال مدة الدراسة) فبارك الله فيهما.

وفي ختام شكري هذا أوجّه اعتزازي واعتذاري إلى كل من غاب عن الفكر لكنه في القلب حاضر ممن كان له أثر في إتمام رسالتي هذه ومدّ لي يد العون ولو بكلمة أو رشد أو نصيحة ...

الحمد لله رب العالمين حمداً حمداً وشكراً شكراً . .

الباحث

المستخلص

تحاول هذه الدراسة إظهار معالم أدوات المشتقات المالية وإمكانية تطبيق العقود الآجلة والمستقبلية على أسهم مجموعة من المصارف التي تمّ اختيارها محاولة منها لتجنب مخاطر تقلبات الأسعار وحالة عدم التأكد لِما ستكون عليه الأسعار الحاضرة في المستقبل، والتي تؤدي إلى تكبّد الخسائر والتعرّض إلى مخاطر الأسعار إذا ما اتّجهت الأسعار بعكس ما هو مرغوب أو متوقع. وقد تناولت الدراسة في عدّة فصول الجوانب النظرية والعملية الخاصة بهاتين الأداتين لما لهذه العقود من أهمية متنامية في أسواق المال العالمية والعربية، وتمّ استخدام هاتين الأداتين معاً لتكمل إحداهما الأخرى، إذ اعتمدت الدراسة على مجموعة من التقارير السنوية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية، وكذلك النشرات الإحصائية الشهرية والسنوية.

وقد سعت هذه الدراسة إلى إظهار إمكانية تطبيق ستراتيجيات التحوط بالعقود الآجلة والمستقبلية بنوعيها الطويل والقصير. وبعض الأساليب الكمية بمختلف أنواعها المالية والإحصائية والنماذج الرياضية لإظهار أثر ستراتيجيات التحوط في تخفيض مخاطر تقلبات أسعار الأسهم. وقد استخدمت هذه الأساليب في إختبار فرضيات الدراسة على المصارف موضوع البحث، والتي أثبتت صحة جميع الفرضيات، ومن هذه الفرضيات:

١- إنّ تطبيق ستراتيجيات التحوط القصير في حالة انخفاض الأسعار الآجلة عن الأسعار الحاضرة تؤدي إلى تحقيق ربح أو تخفيض الخسارة الناتجة من المركز النقدي في المستقبل ، والعكس صحيح.

٢- إن تطبيق ستراتيجية التحوط الطويل في حالة ارتفاع الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة تؤدي إلى تحقيق ربح أو تخفيض الخسارة الناتجة من المركز النقدي في المستقبل، والعكس صحيح.

وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات، منها:

١- إذا كان أيٌّ من المصارف التي اختيرت عيّنةً للدراسة وكذلك أيٌّ من المصارف الأخرى المدرجة في سوق العراق، التي تمثل مجتمع الدراسة، بحاجة إلى الأسهم، بعد مدة محددة بـ(ثلاثة أشهر أو أربعة)، فإنّه من الأفضل لها اعتماد ستراتيجية التحوط الطويل من أجل التخلص من مخاطر (خسائر) ارتفاع أسعار الأسهم في المستقبل.

٢- إذا كان أيٌّ من المصارف المنتخبة للدراسة بشكل خاص ومجتمع الدراسة بشكل عام تمتلك أسهماً، فإنّه من الأفضل لها أن تعتمد ستراتيجية التحوط القصير من أجل التخلص من مخاطر (خسائر) إنخفاض أسعار الأسهم مستقبلاً.

المحتويات Contents

الموضوع	الصفحة
المستخلص	أ
قائمة المحتويات	ب – د
قائمة الأشكال	هـ
قائمة الجداول	و
المقدمة	١
الفصل الأول المنهجية العلمية للدراسة ودراسات سابقة	٢-٢٢
المبحث الأوّل: المنهجية العلمية للدراسة	٢-١٢
أولاً: أهمية الدراسة	٢
ثانياً: مشكلة الدراسة	٢
ثالثاً: أهداف الدراسة	٣
رابعاً: فرضيات الدراسة	٤
خامساً: أنموذج الدراسة	٤
سادساً: مجتمع وعيّنة الدراسة	٥
سابعاً: الحدود الزمانية والمكانية للدراسة	٧
ثامناً: أساليب جمع البيانات	٨
تاسعاً: الأساليب الكمّية المستخدمة في التحليل	٨
المبحث الثاني: دراسات سابقة	١٣-٢٢
الفصل الثاني: الإطار الفكري للدراسة	٢٣-١٠٨
المبحث الأول: (المشتقات المالية) مفهومها وطبيعتها- خصائصها- أنواعها	٢٣-٤١
أولاً: مفهوم وطبيعة المشتقات	٢٣
ثانياً: خصائص المشتقات المالية	٢٥
ثالثاً: أنواع المشتقات المالية	٢٦
رابعاً: مخاطر ومزايا التعامل بالمشتقات المالية	٣٧
المبحث الثاني: العقود الآجلة	٤٢-٥٨
أولاً: العقود الآجلة مفهومها وطبيعتها	٤٢
ثانياً: العقود المالية الآجلة	٤٦
ثالثاً: أسواق العقود الآجلة نشأتها وتطورها	٤٩
رابعاً: الوظائف الاقتصادية للعقود الآجلة	٥٢

خامساً: أركان العقود الآجلة	٥٤

الموضوع	الصفحة
سادساً: خصائص العقد الآجل	٥٥
سابعاً: عائدات العقود الآجلة	٥٦
المبحث الثالث: العقود المستقبلية	٥٩-٨٥
أولاً: طبيعة ومفهوم العقود المستقبلية	٥٩
ثانياً: عقود المستقبليات المالية	٦٢
ثالثاً: أسواق العقود المستقبلية نشأتها وتطورها	٦٦
رابعاً: الأطراف المتعاملة في سوق العقود المستقبلية	٦٩
خامساً: إجراء تنفيذ الصفقات	٧٤
سادساً: أعضاء بورصة العقود المستقبلية	٧٦
سابعاً: نشرة الأسعار	٧٨
ثامناً: العلاقة بين الأسعار المستقبلية والأسعار المتوقعة في السوق الحاضر	٨٠
تاسعاً: الفروقات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	٨٤
المبحث الرابع: ستراتيجية التحوط	٨٦-١٠٨
أولا: مفهوم التحوط(مفهومه،أنواعه، خصائصه)	٨٦
ثانياً: مفهوم ستراتيجيات التحوّط	٩١
ثالثاً: التحوّط بالعقود الآجلة	٩٤
رابعاً: التحوّط بالعقود المستقبلية	٩٧
خامساً: أساليب التحوّط	١٠٠
سادساً: تقدير نسبة التحوط	١٠١
سابعاً: فاعلية التحوّط	١٠٤
ثامناً: الربح والخسارة من التحوط والأساس	١٠٥
الفصل الثالث: آفاق تطوير العمل بالعقود الآجلة والمستقبلية	١٠٩-١٦١
المبحث الأوّل: تقويم واقع حال سوق العراق للأوراق المالية	١٠٩-١١٩
أولاً: نشأة سوق العراق للأوراق المالية وتطورها	١٠٩
ثانياً: موقع عينة الدراسة في القطاع المصرفي وسوق الأوراق المالية	١١١
المبحث الثاني: تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد للمصارف قيد الدراسة	١٢٠-١٣٦
أولاً: تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد لمصرف بغداد	١٢١
ثانياً تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الشرق الأوسط	١٢٤

ثالثاً: تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الاستثمار العراقي	١٢٧

الموضوع	الصفحة
رابعاً: تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد لمصرف البصرة الدولي	١٣٠
خامساً: تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الوركاء للاستثمار	١٣٣
المبحث الثالث: تحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية في العائد للمصارف قيد الدراسة	١٣٧-١٥٣
أولاً: تحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف بغداد	١٣٨
ثانياً: تحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الشرق الأوسط	١٤١
ثالثاً: تحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الاستثمار العراقي	١٤٤
رابعاً: تحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف البصرة الدولي	١٤٧
خامساً: تحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الوركاء للاستثمار	١٥٠
المبحث الرابع: اختيار بدائل ستراتيجيات التحوّط الأفضل	١٥٤-١٥٩
أولاً: تطبيق معيار أعظم الأدنى أو (أدنى الأعظم)	١٥٥
ثانياً: تطبيق معيار أعظم الأعظم أو (أدنى الأدنى)	١٥٥
ثالثاً: معيار هورويز	١٥٦
رابعاً: معيار لابلاس	١٥٧
خامساً: معيار الندم	١٥٨
الفصل الرابع:الاستنتاجات والتوصيات	١٦٠-١٦٤
المبحث الأول: الاستنتاجات	١٦٠-١٦٢
المبحث الثاني: التوصيات	١٦٣-١٦٤
المراجع والمصادر	١٦٥-١٧٣
الملاحق	

قائمة الأشكال Figures List

ت	عنوان الشكل	الصفحة
١	إنموذج الدراسة الفرضي	٤
٢	أنواع المشتقات المالية	٢٧
٣	العوامل المؤثر في سعر الخيار	٣٣
٤	حجم الأسواق الموازية والأسواق المنظمة لتبادل المشتقات	٥١
٥	الربح والخسارة عند التعامل بالعقود الآجلة	٥٧
٦	حجم التداول بالعقود المستقبلية للسلع والأدوات المالية في بورصة شيكاغو التجارية (CBOT)	٦١
٧	تنفيذ الصفقة بوجود وغياب بيت التسوية	٧١
٨	مستوى هامش الصيانة والهامش الأولي	٧٣
٩	طبيعة الاختلاف في التعامل بالعقود الآجلة والمستقبلية	٧٤
١٠	الخطوات الإجرائية لتنفيذ صفقات العقود المستقبلية	٧٦
١١	نظريات تفسير العلاقة بين الأسعار المستقبلية والأسعار المتوقعة الحاضرة	82
١٢	الربح والخسارة للمراكز الطويلة والقصيرة المحوّطة تحوّطاً تاماً	٩٠
١٣	تأثير التحوّط في المخاطر والعوائد المتوقعة	٩١
١٤	نسبة عدد الأسهم المتداولة قطاعياً لعام ٢٠٠٦	١١٣
١٥	نسبة حجم التداول قطاعياً لعام ٢٠٠٦	١١٤
١٦	نسبة عدد الأسهم المتداولة قطاعيا لعام ٢٠٠٧	١١٥
١٧	نسبة حجم التداول قطاعيا لعام ٢٠٠٧	١١٦
١٨	حالات تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد للمصارف قيد الدراسة	١٢٠
١٩	حالات تحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية في العائد للمصارف قيد الدراسة	١٣٨

قائمة الجداول Tables List

ت	عنوان الجدول	الصفحة
١	مجموعة المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي تمثل مجتمع الدراسة	٦
٢	عينة المصارف التي اختيرت للدراسة كما في ٣١ /١٢ /٢٠٠٧	٧
٣	ملخّص عن الدراسات السابقة	٢٢
٤	السلبيات والايجابيات للمشتقات المالية	٤١
٥	مفاهيم العقد الآجل بحسب رأي بعض الكتّاب والباحثين	٤٤
٦	أنواع العملات الأجنبية الرئيسة في العالم التي يمكن التعامل بها في الأسواق الموازية	٤٩
٧	مزايا العقود الآجلة وعيوبها	٥٦
٨	مفاهيم العقد المستقبلي بحسب رأي الكتّاب والباحثين	٦٠
٩	أسواق العقود المستقبلية الرائدة في الولايات المتحدة الأمريكية والعالم	٦٩
١٠	نشرة أسعار العقود المستقبلية	٧٩
١١	الفروقات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	٨٥
١٢	ربحية التحوّط وقوة الأساس وضعفه	١٠٨
١٣	مؤشرات التداول الرئيسة موزعة قطاعياً لعام ٢٠٠٦	١١٣
١٤	مؤشرات التداول الرئيسة موزعة قطاعياً لعام ٢٠٠٧	١١٥
١٥	موقع المصارف عينة الدراسة في القطاع المصرفي من حيث التداول لعام ٢٠٠٦	١١٧
١٦	موقع المصارف عينة الدراسة في القطاع المصرفي من حيث التداول لعام ٢٠٠٧	١١٩
١٧	سلوك الأسعار الحاضرة والآجلة والمتنبأ بها – مصرف بغداد	١٢١
١٨	نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود الآجلة في العائد لمصرف بغداد	١٢٣
١٩	نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود الآجلة في العائد لمصرف بغداد	١٢٥
٢٠	سلوك الأسعار الحاضرة والأسعار الآجلة والمتنبأ بها – مصرف الشرق الأوسط	١٢٦
٢١	نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الشرق الأوسط	١٢٧
٢٢	نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الشرق الأوسط	١٢٨
٢٣	سلوك الأسعار الحاضرة والأسعار الآجلة والمتنبأ بها – مصرف الاستثمار العراقي	١٢٩
٢٤	نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الاستثمار العراقي	١٣٠
٢٥	نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الاستثمار العراقي	١٣١
٢٦	سلوك الأسعار الحاضرة والآجلة والمتنبأ بها – مصرف البصرة الدولي	١٣٢

ت	عنوان الجدول	الصفحة
٢٧	نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود الآجلة في العائد لمصرف البصرة الدولي	١٣٣
٢٨	نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود الآجلة في العائد لمصرف البصرة الدولي	١٣٤
٢٩	سلوك الأسعار الحاضرة والآجلة والمتنبأ بها – مصرف الوركاء للاستثمار	١٣٥
٣٠	نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الوركاء للاستثمار	١٣٦
٣١	نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الوركاء للاستثمار	١٣٧
٣٢	ملخص بقبول أو رفض فرضيات الدراسة الخاصّة بتحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة	١٣٧
٣٣	سلوك الأسعار الحاضرة والأسعار المستقبلية والمتنبأ بها – مصرف بغداد	١٣٩
٣٤	نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف بغداد	١٤١
٣٥	نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف بغداد	١٤٢
٣٦	سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبأ بها – مصرف الشرق الأوسط	١٤٣
٣٧	نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الشرق الأوسط	١٤٤
٣٨	نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الشرق الأوسط	١٤٥
٣٩	سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبأ بها – مصرف الاستثمار العراقي	١٤٦
٤٠	نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الاستثمار العراقي	١٤٨
٤١	نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الاستثمار العراقي	١٤٩
٤٢	سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبأ بها – مصرف البصرة الدولي	١٥٠
٤٣	نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف البصرة الدولي	١٥١
٤٤	نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف البصرة الدولي	١٥٢
٤٥	سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبأ بها – مصرف الوركاء للاستثمار	١٥٣
٤٦	نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الوركاء للاستثمار	١٥٤
٤٧	نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الوركاء للاستثمار	١٥٥
٤٨	ملخص بقبول أو رفض فرضيات الدراسة الخاصّة بتحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية	١٥٥
٤٩	جدول المدفوعات الذي يعبّر عن نتيجة المنافسة بين المصارف عينة الدراسة	١٥٦
٥٠	اختيار ستراتيجية التحوّط الأفضل بمعيار أعظم الأدنى أو أدنى الأعظم	١٥٧
٥١	اختيار ستراتيجية التحوّط الأفضل بمعيار أعظم الأعظم أو أدنى الأدنى	١٥٨

المقدمة Introduction

لم يعد خافياً على أحد ما آلت إليه الأمور من تدهور للمؤسسات المالية العالمية بعد الانهيار الذي أعقب الأزمة المالية العالمية في الآونة الأخيرة، وإن كان من أهم أسبابها هو الإفراط في تقديم الائتمان، وقد وقع هذا الأمر لمؤسسات مالية ومصرفية لها باع طويل في مجال التعامل بالمشتقات المالية، فما بالك بالمؤسسات المالية العراقية التي كانت وما زالت تعمل بصيغٍ تقليدية اعتماداً على قوانين وتشريعات لا تتماشى مع التطورات التي تشهدها الأسواق العالمية في العصر الحالي.

وبالتالي فإنّ المؤسسات المالية العراقية وخصوصاً المصرفية منها بأشد الحاجة إلى الاهتمام بالعقود الآجلة والمستقبلية بوصفها أداةً للتحوّط وذلك لما توفره هذه الأدوات من حماية للمستثمرين في الأوراق المالية من مخاطر تقلّبات الأسعار غير المتوقعة، وتم استخدام هاتين الأداتين معاً لتكمل إحداهما الأخرى، لذلك جاءت هذه الدراسة لتوضيح الكيفية التي بموجبها تمّ توظيف ستراتيجيات تحوّط مناسبة باستخدام العقود الآجلة والمستقبلية على عيّنة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، للحد من المخاطر التي تواجهها نتيجة تقلّبات أسعار الأسهم باستخدام ستراتيجية التحوّط الطويل والقصير.

وعلى أساس ما تقدّم ولتحقيق جملة من الأهداف التي وضعتها الدراسة فقد قُسّمت على أربعة فصول، إذ احتوى الفصل الأوّل على مبحثين، تناول المبحث الأول المنهجية العلمية للدراسة،أما المبحث الثاني فقد تناول دراسات سابقة، فيما تناول الفصل الثاني الإطار الفكري للدراسة وهو بدوره ينقسم على أربعة مباحث، إذ تناول المبحث الأول المشتقات المالية بوصفها مدخلاً لدراسة العقود الآجلة والمستقبلية وذلك لإعطاء معلومات مبسّطة عن هذه العقود كي تتّضح للقارئ بشكلٍ أفضل، أمّا المبحث الثاني فقد خصص للعقود الآجلة ، في حين خصص المبحث الثالث للعقود المستقبلية. ، فيما تناول المبحث الرابع ستراتيجيات التحوط.

. أمّا الفصل الثالث فقد انعقد على آفاق تطوير العمل بالعقود الآجلة والمستقبلية، وهو بدوره ينقسم على أربعة مباحث، إذ عُنِيَ المبحث الأول بتقويم واقع حال سوق العراق للأوراق المالية فيما تناول المبحث الثاني تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد للمصارف قيد الدراسة،و تناول المبحث الثالث تحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية في العائد للمصارف قيد الدراسة، أما المبحث الرابع فقد انعقد على اختيار بدائل ستراتيجيات التحوّط الأفضل للمصارف قيد الدراسة،فيما تناول الفصل الرابع الاستنتاجات والتوصيات التي تتناسب وطبيعة الأهداف والفرضيات المحددة مسبقاً.

الفصل الأول

المنهجية العلمية للدراسة

ودراسات سابقة

المبحث الأوّل
المنهجية العلمية للدراسة

أولاً: **أهمية الدراسة**: (Study Importance)

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من أهمية موضوعها، وهو (التحوّط)، فلولا التحوّط لما استطاع نبي الله يوسف عليه السلام أن يحمي أهل مصر من الجوع والقحط، هذا في الزمن القديم، أمّا في الزمن الحديث فلولا التحوّط لما استطاعت الحكومات الغربية أن تحمي أنظمتها الاقتصادية والمالية من الانهيار الكامل من خلال تقديمها الدعم للنظام المصرفي والمؤسسات المالية مما هو متوفر لديها من الأموال لمواجهة المخاطر السوقية، ومن هذا المنطلق حظيت العقود الآجلة والمستقبلية (اللتان تُعدَّان أداتين من أدوات المشتقات المالية) باهتمام واسع من الأكاديميين والباحثين والمستثمرين ، فهناك من القضايا التي تبرز أهميتها بشكل واضح ومنها حالة عدم التأكد و مخاطر التقلبات في الأسعار الحاضرة للأوراق المالية المتنوعة ومنها أسعار الفائدة وأسعار الأسهم وأسعار الصرف بحيث يصعب تحديد السعر الحاضر المتوقع في المستقبل للأصول المتعامل بها أو التوقع الخاطئ لما ستكون عليه الأسعار الحاضرة في المستقبل والذي يؤدي إلى تكبد المؤسسات المالية الخسائر وبالتالي التعرض إلى مخاطر تقلبات الأسعار التي لا يمكن تخفيضها عن طريق تنويع سلة الاستثمارات إذ أن التنويع يزيل المخاطرة الخاصة بالمستثمر سواء أكان فرداً أم مؤسسة مالية ولا يزيل أو يخفض المخاطرة التي تنجم عن تقلبات الأسعار التي تؤثر في معظم الاستثمارات، التي يطلق عليها المخاطر النظامية أو (السوقية).

ومن هنا برزت أهمية هذه الدراسة كونها تطبق على سوق مالي حديث أعيد فتحه في عام ٢٠٠٤ ويتسم بتقلب الأسعار. وهذا يعني أنَّ المؤسسات المصرفية تواجه مخاطر كبيرة. كذلك تأتي أهمية هذه الدراسة أيضاً من محاولة البحث عن طرق جديدة وملائمة للمستثمرين الباحثين عن ستراتيجية مناسبة لحماية رؤوس أموالهم في استثمارات تمكنهم من تقليل المخاطر وتحقيق الأرباح المناسبة مما يعد إسهامة تضاف إلى جملة إسهامات الباحثين في تطوير وتحسين الاقتصاد الوطني. وتكمن الأهمية أيضاً بالجانب النظري وما توفر من معلومات تفيد القارئ سواء أكان باحثاً أم مستثمراً من ناحية ومن ناحية أخرى تكون أوسع وأكثر عمقاً في كيفية استخدام الستراتيجيات المناسبة للتحوط باستخدام العقود الآجلة والمستقبلية لغرض تقليل أو التخلص من مخاطر تقلبات الأسعار وحماية سلة الأوراق المالية بطريقة افضل.

ثانياً: **مشكلة الدراسة** (Study Problem)

يسعى المستثمرون دائماً إلى الاستمرار بالنجاح ونمو استثماراتهم بالشكل الذي يجنبهم المخاطر التي تواجههم، وهو ما يمثل جوهر ستراتيجيات عملهم. إنّ تحقيق ذلك ليس بالأمر البسيط، لأنّ الحدّ من تلك المخاطر لا يتوقف فقط على قدرتهم في تنويع محفظاتهم الاستثمارية، وإنّما على قدرتهم في استخدام الستراتيجية المناسبة للتحوط من تلك المخاطر من خلال امتلاك

فكر وآلية جديدة في استخدام العقود الآجلة والمستقبلية في تغطية تلك الاستثمارات ضد أية مخاطر قد تتعرض لها، باعتبار أنّ العقود الآجلة والمستقبلية تُعد من أولى وأكثر الأدوات المالية التي لها القدرة على تحويط الاستثمارات.

وتتمثل مشكلة الدراسة في زيادة المخاطر السوقية التي يتعرض لها المستثمرون في أسهم المؤسسات المصرفية العراقية التي تعمل في سوق العراق للأوراق المالية نتيجة التغيرات السياسية والاقتصادية (وضع البلد بصورة عامة) وباعتبار أنّ أسعار الأسهم هي من أكثر الأدوات تأثراً بهذه التقلبات. وتقلبات الأسعار هذه قد تؤدي إلى تعرض المستثمرين والمؤسسات المصرفية إلى خسائر كبيرة، يمكن تفاديها أو التخلص منها من خلال الدخول في ستراتيجيات التحوط المناسبة باستخدام أداتين من الأدوات المالية المهمة، وهي العقود الآجلة والمستقبلية، وبسبب وجود هذه المخاطر ُ يعدُ سوق العراق للأوراق المالية البيئة المناسبة لإجراء هذه الدراسة بوصفه سوقاً مالياً حديثاً وغير منظم. وحتى تتجنب المصارف هذه المخاطر (الخسائر) من خلال بيع أو شراء الأوراق المالية فإنها تعمل على تحويط نفسها من تلك الخسائر عند تطبيق ستراتيجية التحوط سواء أكانت ستراتيجية التحوط القصير أَم ستراتيجية التحوط الطويل.

ثالثاً: **أهداف الدراسة**: (Study Objectives)

تسعى هذه الدراسة إلى بيان إمكانية تطبيق ستراتيجية التحوط بالعقود الآجلة والمستقبلية في بيئة القطاع المصرفي الخاص في سوق العراق للأوراق المالية، وذلك بما يؤمّن تحقيق ما يأتي:

١- حساب الأرباح والخسائر التي يمكن أن تتحقق من الأساس لمركز المتحوط في السوق وفي كل حالة من حالات الارتفاع أو الانخفاض فيما لو تمّ اعتماد الأسعار الحاضرة والأسعار في وقت لاحق (أسعار العقود الآجلة والعقود المستقبلية).

٢- بيان قدرة ستراتيجيات التحوط باستخدام العقود الآجلة والمستقبلية على تحقيق الأرباح أو تقليل الخسائر الناتجة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية في السوق.

٣- بيان مدى إمكانية تحقيق الأرباح وتخفيض الخسائر للمستثمر الذي استخدم ستراتيجيات التحوط بهذه العقود مقارنة بالمستثمر الذي يتعرض إلى الخسارة نتيجة عدم استخدامه هذه الستراتيجيات.

رابعاً: **فرضيات الدراسة**: (Study Hypothesis)

تأسيساً على ما تقدم من أهداف، يضع الباحث الفرضيات الآتية:

١- استخدام ستراتيجية التحوط القصير في حالة انخفاض أسعار العقود الآجلة للأسهم مستقبلا يؤدي إلى تحقيق ربح أو تخفيض الخسارة .

٢- استخدام ستراتيجية التحوط الطويل في حالة ارتفاع أسعار العقود الآجلة للأسهم مستقبلا يؤدي إلى تحقيق ربح أو تخفيض الخسارة .

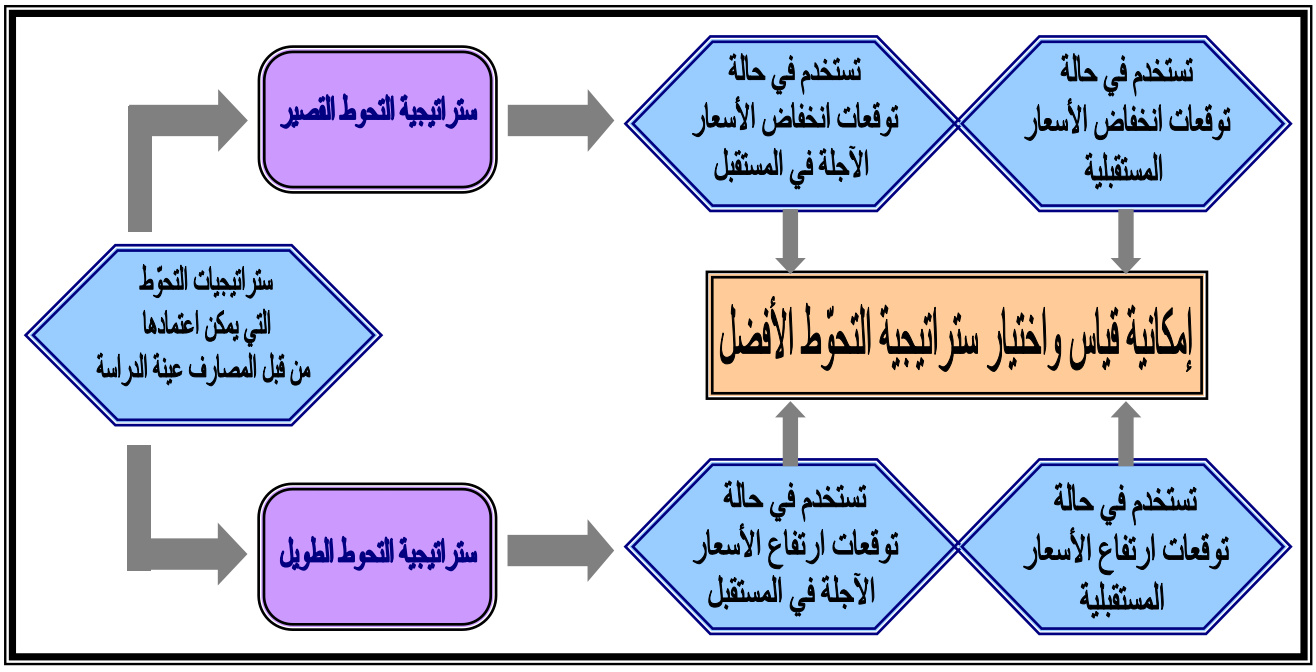
٣- استخدام ستراتيجية التحوط الطويل في حالة ارتفاع أسعار العقود المستقبلية للأسهم مستقبلا يؤدي إلى تحقيق ربح أو تخفيض الخسارة .

٤- استخدام ستراتيجية التحوط القصير في حالة انخفاض أسعار العقود المستقبلية للأسهم مستقبلا يؤدي إلى تحقيق ربح أو تخفيض الخسارة. .

٥- إمكانية قياس واختيار ستراتيجية التحوّط الأفضل بإستخدام النماذج الرياضية.

خامساً: **إنموذج الدراسة الفرضي** (Study Model)

إن إنموذج الدراسة المعتمد يجمع بين متطلبات كل من ستراتيجية التحوّط القصير وستراتيجية التحوّط الطويل،على أنها أدوات يمكن أن تعتمدها المصارف عيّنة الدراسة لمواجهة المستقبل، وذلك كما هو واضح في الشكل (١) وكالآتي:



شكل (١) إنموذج الدراسة الفرضي

المصدر: (إعداد الباحث)

يلاحظ من خلال إنموذج الدراسة آنف الذكر أنّ استخدام ستراتيجيات التحوط بنوعيها القصير والطويل تساعد المتحوط على حماية مركزه النقدي في السوق الحاضر من مخاطر تقلبات الأسعار (أسعار الأوراق المالية) مستقبلاً. وبما أنّ الهدف الرئيس للمتحوط هو حماية مركزه النقدي في السوق الحاضر، عندئذٍ سوف يستخدم المتحوط هذه الستراتيجيات لحماية نفسه من مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل. فإذا ما توقع المتحوط (المستثمر) انخفاض أسعار الموجودات من الأوراق المالية التي يمتلكها وخوفاً من مخاطر هذا الانخفاض في الأسعار مستقبلاً، فحينئذٍ يدخل المستثمر المتحوط بستراتيجية التحوط القصير، وهذه الستراتيجية تعمل على حماية المركز النقدي، وذلك باتخاذ مركز قصير في السوق الآجل أو السوق المستقبلي، أي يقوم المتحوط ببيع عدد من العقود الآجلة والعقود المستقبلية لتثبيت سعر البيع من الآن للتحوط ضد مخاطر انخفاض الأسعار مستقبلاً. فإذا ما تحققت توقعات المتحوط فعلاً وانخفضت الأسعار في المستقبل فإنّه سيحقق ربحاً من المراكز الآجلة والمراكز المستقبلية لتعوّض الخسارة الناشئة من مركزه النقدي. أمّا إذا كانت توقعات المتحوط خلاف ذلك، أي أنَّ الأسعار لتلك العقود ارتفعت في المستقبل، فإنّ المتحوط سيتحمَّل خسارة من العقود الآجلة والعقود المستقبلية (أي إنّ سعر البيع أقل من سعر الشراء)، وهذه الخسارة يمكن تعويضها بالربح المتحقق من المركز النقدي.

أمّا إذا توقع المستثمر المتحوط ارتفاع أسعار السوق النقدي مستقبلاً وهو لا يمتلك الأوراق المالية التي يحتاجها فيما بعد، وخوفاً من مخاطر ارتفاع الأسعار في المستقبل، فعندئذٍ يستخدم المتحوط ستراتيجية التحوط الطويل، وهذه الستراتيجية تساعد على حماية المركز النقدي للمتحوط في السوق الحاضر واتخاذ مركز طويل في السوق الآجل أو السوق المستقبلي. أي أنَّ المستثمر المتحوط يقوم بتثبيت سعر الشراء من الآن إلى وقت احتياجه إلى هذه الأوراق المالية، فيقوم المتحوط بشراء عدد من العقود الآجلة والمستقبلية للتحوط ضد مخاطر ارتفاع الأسعار مستقبلاً.

فإذا ما تحققت توقعات المتحوط فعلاً، وارتفعت الأسعار في المستقبل، فإنّه سيحقق أرباحاً من المراكز الآجلة والمراكز المستقبلية لتعويض الخسائر الناشئة من مركزه النقدي. أمّا إذا لم تتحقق توقعاته فسيحدث خلاف ذلك.

سادساً: مجتمع وعيّنة الدراسة (Study population& Sample)

١- مجتمع الدراسة (Study population)

إن مجتمع الدراسة الذي اختاره الباحث لإجراء هذا الجهد العلمي يمثل مجموعة من مصارف القطاع الخاص بوصفها شركات مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، إذ أُسس هذا السوق بموجب القانون المرقم (٧٤) في ٢٠٠٤/٤/١٨، بعد إلغاء سوق بغداد للأوراق المالية عام

٢٠٠٣، وباشر نشاطه في أول جلسة تداول له في ٢٠٠٤/٦/٢٤، ويلاحظ من الجدول (١)أن مجتمع الدراسة يتكون من (١٩) مصرفاً يعمل ضمن القطاع المصرفي العراقي الخاص، وتمّ اختيار هذا القطاع باعتباره أكثر المؤسسات المدرجة في السوق تداولاً للأوراق المالية، وبالتالي يتعرض إلى المخاطر أكثر من غيره من الشركات المساهمة التي تعمل في القطاعات الأخرى والمدرجة في هذا السوق.

الجدول (١) مجموعة المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي تمثل مجتمع الدراسة

ت	اسم المصرف	تاريخ الإدراج في السوق	رأس المال في ٢٠٠٧/١٢/٣١ (مليون)
١-	مصرف الشمال	٢٠٠٦/٩/١	١٠٠٠٠٠
٢-	المصرف العراقي التجاري	٢٠٠٤/٧/٢٥	٦٠٠٠٠
٣-	مصرف البصرة الدولي	٢٠٠٤/٤/٩	٥٥٠٠٠
٤-	مصرف بغداد	٢٠٠٤/٦/١٥	٥٢٩٧٣
٥-	مصرف الوركاء للاستثمار	٢٠٠٤/٦/١٥	٥١٠٠٠
٦-	مصرف الائتمان العراقي	٢٠٠٤/٨/٧	٥٠٠٠٠
٧-	مصرف دار السلام	٢٠٠٤/٦/١٥	٥٠٠٠٠
٨-	مصرف كوردستان الدولي	٢٠٠٦/١/١١	٥٠٠٠٠
٩-	مصرف آشور الدولي للاستثمار	٢٠٠٧/١١/١١	٥٠٠٠٠
١٠-	مصرف الشرق الأوسط	٢٠٠٤/٨/٧	٣١٠٠٠
١١-	مصرف بابل	٢٠٠٤/٨/٧	٣٠٠٠٠
١٢-	مصرف الاستثمار العراقي	٢٠٠٤/٦/١٥	٢٩٧٥٠
١٣-	المصرف العراقي الإسلامي	٢٠٠٤/٧/٢٥	٢٥٥٩٦
١٤-	المصرف الأهلي العراقي	٢٠٠٤/٨/٧	٢٥٠٠٠
١٥-	مصرف الموصل للاستثمار	٢٠٠٥/١/٩	٢٥٠٠٠
١٦-	مصرف الخليج	٢٠٠٤/٧/٢٥	٢٢٣٤٤
١٧-	مصرف سومر التجاري	٢٠٠٤/٤/٩	٢١١٨٠
١٨-	مصرف الإتحاد العراقي	٢٠٠٦/١٠/٣٠	١٦٠٠٠
١٩-	مصرف الاقتصاد للاستثمار	٢٠٠٥/١/٢	١٠٠٠٠

المصدر: (إعداد الباحث) اعتماداً على بيانات سوق العراق للأوراق المالية. www.isx-iq.net

٢- عينة الدراسة (Study Sample)

اعتمدت الدراسة على عينة تتكون من خمسة مصارف بوصفها مؤسسات مالية تعمل في القطاع المصرفي الخاص المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عام (٢٠٠٤) واُختيرت من مجتمع يتكون من (١٩) مصرفاً، والمصارف عينة الدراسة هي:

١- مصرف بغداد: مؤسسة مالية أُسست في ١٩٩٨/٢/١٨ ويقع مركزها الرئيس في بغداد- كرادة مسبح - قرب المسرح الوطني، وتم إدراجها في السوق في ٢٠٠٤/٦/١٥ برأس مال مقداره عند الإدراج (٥٢٨٠٠٠٠٠٠٠) دينار وله فروع في محافظات أخرى.

٢ - مصرف الشرق الأوسط: مؤسسة مالية أُسست في ١٩٩٣/٧/٧ ومركزها الرئيس يقع في بغداد - حي بابل - عرصات الهندية، وتم إدراجها في ٢٠٠٤/٨/٧ برأس مال مقداره عند الإدراج (٧٥٠٠٠٠٠٠٠٠) دينار وله فروع في عدد من المحافظات.

٣ - مصرف الاستثمار العراقي: إحدى المؤسسات المالية التي تعمل في سوق العراق للأوراق المالية وقد أُسست في ١٩٩٣/٧/١٣ وتاريخ إدراجها في السوق في ٢٠٠٤/ ٦/١٥ برأس مال مقداره (٥٧٦٠٠٠٠٠٠٠) دينار ويقع مركزها الرئيس في بغداد-حي الوحدة- مجاور مستشفى العلوية الأهلي وله فروع في عدد من المحافظات.

٤- مصرف البصرة الدولي: مؤسسة مالية أُسست في ١٩٩٣/١٠/ ٧ وقد تم إدراجها في السوق في ٢٠٠٤/٤/٩ برأس مال مقداره عند الإدراج (١٠٥٠٠٠٠٠٠٠٠)دينار ويقع مركزها الرئيس في بغداد - ساحة التحريات وله فروع في محافظات أخرى.

٥-مصرف الوركاء للاستثمار: مؤسسة مالية يقع مركزها الرئيس في بغداد - ساحة الخلاني/ بناية مصرف الوركاء وأُسست في ١٩٩٩/١١/ ٢٠ وتم أدراجها في سوق العراق للأوراق المالية في ٢٠٠٤/ ٦/ ١٥ برأس مال مقداره(٢٥٠٠٠٠٠٠٠٠) دينار وله فروع في عدة محافظات، والجدول(٢) يوضح المصارف الخمسة التي اختيرت للدراسة كما في ٢٠٠٧/١٢/٣١.

الجدول (٢) عينة المصارف التي أُختيرت للدراسة كما في ٢٠٠٧/ ١٢/ ٣١

ت	اسم المصرف	تاريخ الإدراج في السوق	رأس المال بـ(مليون دينار)
١	مصرف بغداد	٢٠٠٤/٦/١٥	٥٢٩٧٣
٢	مصرف الشرق الأوسط	٢٠٠٤/٨/٧	٣١٠٠٠
٣	مصرف الاستثمار العراقي	٢٠٠٤/٦/١٥	٢٩٧٥٠
٤	مصرف البصرة الدولي	٢٠٠٤/٤/٩	٥٥٠٠٠
٥	مصرف الوركاء للاستثمار	٢٠٠٤/٦/١٥	٥١٠٠٠

المصدر: (إعداد الباحث) اعتماداً على بيانات سوق العراق للأوراق المالية

سابعاً: **الحدود الزمانية والمكانية للدراسة** (Study Spatial & Time limits)

إن الحدود الزمانية لهذه الدراسة تمتد من شهر كانون الثاني عام ٢٠٠٦ إلى شهر كانون الأول عام ٢٠٠٧ وفقا إلى (٢٤) مشاهدة شهرية لكل مصرف أي ما مجموعه (١٢٠) مشاهدة شهرية لمجموع الشركات المصرفية الخمس وتقع المراكز الرئيسة لهذه المصارف (عينة الدراسة) في محافظة بغداد.

ثامناً: **أساليب جمع البيانات** (Methods of Data Collection)

١) الجانب النظري:

حصلت على المعلومات الخاصة بالجانب النظري من المتوفّر والمتاح من المصادر العربية والأجنبية المتخصصة والرسائل والأطاريح الجامعية ذات العلاقة بموضوع الدراسة مع الاستعانة بشبكة المعلومات الدولية لإغناء الجانب النظري من الدراسة.

٢) الجانب العملي

اعتمد الجانب العملي في الحصول على البيانات الخاصة بالتقارير السنوية ونشرات الأسعار الشهرية والسنوية الصادرة من سوق العراق للأوراق المالية الخاصة بكل مصرف للمدة من ٢٠٠٦-٢٠٠٧، يضاف إلى ذلك ما قام به الباحث من مقابلات شخصية مع المديرين ومتخذي القرار في هذه المصارف وكذلك المقابلات الشخصية التي أجريت مع مسؤولي سوق العراق المالي للتزود بالمعلومات المهمة عن كيفية عمل السوق وطريقة التداول، أنظر الملحق (١).

تاسعاً: **الأساليب الكمّية المستخدمة في التحليل** (Quantitative Methods Used in Analysis)

أُستخدمت مجموعة من الأساليب الكمّية في الجانب التطبيقي لهذه الدراسة وكانت هذه الأساليب متنوعة بحسب طبيعة الهدف الذي تستخدم من أجله، إذ كان بعضها ذات طبيعة مالية والآخر ذات طبيعة إحصائية وأخرى تتعلّق بنظرية القرار واحتمالاته المختلفة، وفيما يأتي توضيح لهذه الأساليب:

❶ **الأساليب المالية** (Financial Methods)

حسبت الأرباح والخسائر من خلال ستراتيجيات التحوّط الطويل والقصير أو من خلال معادلة الأساسين الموجب والسالب وعلى النحو الآتي(Chance&Brooks,2008:356-357):

(التحوّط القصير) $= (ST-S_0) + (F_0-FT)$

(الأساس السالب) $= bT-b_0= (ST-FT)- (S_0 – F_0)$

(التحوّط الطويل) $= (S_0-S_T) + (F_T-F_0)$

(الأساس الموجب) $=b_0-b_T= (S_0-F_0)- (S_T – F_T)$

ST :السعر الحاضر في تاريخ التنفيذ

S_0:السعر الحاضر في الوقت صفر

FT:السعر المستقبلي أو الآجل في تاريخ التنفيذ

F_0:السعر الآجل أوالمستقبلي في الوقت صفر

bT:الأساس في تاريخ التنفيذ

b_0:الأساس في الوقت صفر

الأساليب الإحصائية (Statistic Methods)

أُستخدمت طريقة المربعات الصغرى للحصول على الأسعار المتنبّأ بها وعلى النحو الآتي(Lind et al, 2002: 218):

أ) يستخرج الوسط الحسابي للمتغير المعتمد والمتغير غير المعتمد

$$\bar{x} = \frac{\sum x}{n} \quad ، \quad \bar{y} = \frac{\sum y}{n}$$

ب) معادلة خط الانحدار تستخدم لحساب الأسعار المتنبأ بها مستقبلاً.

$$y=a+bx$$

إذ أن:

$$b = \frac{n(\sum xy) - (\sum x)(\sum y)}{n(\sum x^2) - (\sum x)^2}$$

$$a = \bar{y} - b\,\bar{x}$$

❸ الأساليب الكمّية (Quantitative Methods)

هي مجموعة من النماذج الرياضية المنضوية تحت أسلوب نظرية القرار وقد أُستخدمت للحصول على ستراتيجية التحوّط الأفضل، إذ يستعين متّخذ القرار في حالة عدم التأكّد لما سيحدث في المستقبل بعدد من المعايير تساعده في تحديد القرار الأفضل في اختيار ستراتيجية التحوّط وهذه المعايير هي (Taha, 2003: 528) (الفضل، ٢٠١٠: ٤٠):

أ) معيار أعظم الأدنى أو أدنى الأعظم Maximin or Minimax Criterion

وهو من المعايير المتشائمة في عملية اتخاذ القرار (Pessimistic)، ويعرف أيضاً بمعيار التشاؤم، وينسب إلى واضعه (Abraham Wald)، لذلك يعرف أيضاً بمعيار (والد) وبموجب هذا المعيار فإن متّخذ القرار المتشائم في المؤسسة المالية يعمد إلى اتخاذ القرارات لتحديد أسوأ

نتيجة لكل بديل من ستراتيجيات التحوط، ومن ثمّ يختار البديل ذا النتيجة الأفضل من بينها وكما هو واضح في العلاقة الرياضية في أدناه:

إذا كانت (aij) تعبّر عن عائدات (أو مزيج من المكاسب والخسائر) فإن العلاقة الرياضية المعبّرة عن ذلك هي:

$$Maxi \min .(aij)$$

إذ أن: $i = 1, 2, \ldots, m \Rightarrow$ رقم البديل Variant

$j = 1, 2, \ldots, n \Rightarrow$ رقم حالة الطبيعة State of Nature

وأن:

aij = رمز لعناصر مصفوفة الدفع Pay off Matrix ويعبّر عنها كما يأتي:

$$\begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & \ldots & a_{1n} \\ a_{21} & a_{22} & \ldots & a_{2n} \\ \vdots & \vdots & & \vdots \\ a_{m1} & a_{m2} & \ldots & a_{mn} \end{bmatrix}$$

وبموجب هذا المعيار يتم ضمان الحد الأدنى لمتخذ القرار في الأحوال كافة.

ب) معيار أعظم الأعظم أو أدنى الأدنى Maximax or Minimin Criterion

بموجب هذا المعيار يُفترض أن يكون متخذ القرار متفائلاً (Optimistic)، لذلك فإنه سيختار البدائل ذات العائد الأعظم أو الخسارة ذات القيمة الأقل.

١- تُحدّد أعلى قيمة في كل صف.

٢- تختار القيمة الأعلى مما تقدّم وهو القرار الأفضل Maximax.

أما بالنسبة إلى (Minimin)

١- تحدد أدنى قيمة في كل صف

٢- تختار القيمة الأدنى وهو القرار الأفضل

ج) معيار هورويز Hurwicz Criterion

إن هذا المعيار قدَّمه (Leonid Hurwicz) لمعالجة حالة التطرّف في المعايير السابقة لكل من حالتي التشاؤم والتفاؤل وهما:

✯معيار Maximin or Minimax التشاؤمي Pessimistic

✯معيار Maximax or Minimin التفاؤلي Optimistic

على اعتبار أن متخذ القرار في واقع الحال قد لا يكون متشائماً أو متفائلاً ، بل هو في حالة توفيق بين هذه الحالة وتلك، أو عملية ربط بين الحالتين، وهو ما يطلق عليه القرارات في حالة التجاهل ، إذ يتمّ الاهتمام بكلتا الحالتين من خلال استخدام ما يُعرف بمعامل التفاؤل

(Coefficient of Optimistic) الذي أعتمد من متّخذ القرار على أنّه نسبة مئوية تعبّر عن حالة تحقيق النتيجة العظمى أو المثلى المستهدفة، فإذا علمت أن:

α= معامل الواقعية (Coefficient of Realism) القيم الواقعة بين (٠-١) أي أن:

$$0 \le \alpha \le 1$$

إذ أنّ:

١= α يعني أن متخذ القرار متفائل بالنسبة للمستقبل.

٠= α يعني أن متخذ القرار متشائم بالنسبة للمستقبل.

فإنّه يتم اعتماد العلاقة الرياضية، أي أن:

معيار الواقعية = α× (أعلى قيمة من البدائل المتوفرة + (١ − α) × (أقل قيمة من البدائل المتوفرة)

أي في حالة المكاسب Gain فإن:

$$\underset{i}{Max}\{\max_{j}.(aij)+(1-\alpha)Min(aij)\}$$

أمّا في حالة الخسارة Loss فإنّ:

$$\underset{i}{Min}\{\min_{j}.(aij)+(1-\alpha)Max(aij)\}$$

ولو فرضنا أنّ معامل الواقعية α = ٠,٨٠ هو تعبير عن التفاؤل، فإنّ من الطبيعي أن معامل الواقعية α = ٠,٢٠ هو تعبير عن التشاؤم.

د) معيار لابلاس Lablace Criterion

إنَّ هذا المعيار يعتمد على ما يسمى بـ (عدم كفاية الأسباب)، وهو من أقدم المعايير المستخدمة في صنع القرار، ذلك بأنَّ متّخذ القرار عندما يلجأ إلى هكذا أسلوب ويمتلك أية خبرة سابقة باحتمالات ظهور حالات الطبيعة، ولهذا السبب فإنه يحدد لها احتمالات متساوية، وعلى سبيل المثال إذا كانت أربع حالات طبيعة (تحوّط طويل وتحوّط قصير للعقود الآجلة، تحوّط طويل و تحوّط قصير للعقود المستقبلية)، فإنّ احتمال ظهور كل واحدة منها هو ٠,٢٥، وعليه إذا علمنا بأنّ مصفوفة الدفع (aij) فإن العلاقة الرياضية لحساب هذا المعيار هي:

$$\underset{i}{Max}\{\frac{1}{n}\sum_{j=1}^{n}(aij)\}$$

علماً بأنّه إذا كانت aij = تعبّر عن خسائر Loss فإن مصطلح Min يحل محل مصطلح Max.

هـ) معيار الندم Regret Criterion

إن هـذا المعيـار يعـرف أيضـاً بمعيـار سـافاج (Savage) وذلـك نسـبة إلـى واضـعه (L. J. Savage)، إذ يتم بناء هذا المعيار على أساس مقدار الندم الذي يشعر به متّخذ القرار بعد اختياره أحد الستراتيجيات المتاحة للحصول على حالات الطبيعة المستهدفة بموجب هذا المعيار يُحوّل جدول البيانات إلى ما يُعرف بمصفوفة الندم (Regret Matrix) أو ما يعرف بمصفوفة الفرصة الضائعة (Opportunity Loss Matrix) وذلك بموجب مرحلتين، وعلى النحو الآتي:

✯ في حالة المكاسب للمصارف عينة الدراسة (Gain).

١- تُحدّد أعلى قيمة في كل عمود (أعلى ندم)، وتطرح منها بقية قيم ذلك العمود، إذ تتشكّل نتيجة لذلك أعمدة من القيم ومنها يكون الاختيار بشكل أفقي (أعلى القيم)، إذ نحصل على عمود يمثّل أعلى قيمة ندم.

٢- تختار أقل قيمة من القيم في العمود الذي يمثّل أعلى قيمة ندم

✯ في حالة الخسائر للمصارف عينة الدراسة (Loss).

١- تُحدّد أقل قيمة في كل عمود، وتطرح من بقية قيم ذلك العمود.

٢- تختار أقل قيمة من القيم آنفة الذكر

المبحث الثاني

دراسات سابقة (Previous Studies)

١- دراسة الجبوري (٢٠٠٢)

هذه الدراسة بعنوان (استخدام العقود المستقبلية في التحويط والمضاربة)

تسعى هذه الدراسة إلى توفير الحماية من تقلبات الأسعار الحاضرة والمستقبلية ومن ثم تخفيض الخسائر الناجمة عن ذلك أو إزالتها، إذ قدمت هذه الدراسة إطاراً معرفياً وتطبيقياً في كيفية استخدام العقود المستقبلية لتخفيض تلك المخاطر.

وقد انصب اهتمام هذه الدراسة في مجال التحليل التطبيقي على سلعة النفط عن طريق استخدام العقود المستقبلية لنفط بحر الشمال (برنت) ونفط غرب تكساس لشهر آب (أغسطس) من عام (١٩٩٩) وحتى شهر تشرين الأول (أكتوبر) من عام (٢٠٠١) التي يبلغ عددها (٢٧) عقدا في تحليل نماذج التسعير المستقبلي وسلوك الأسعار المستقبلية للنفط الخام واستخدامه في تحويط نفطي كركوك والبصرة، فضلاً عن ذلك استخدامه في تحليل استراتيجيات المضاربة.

وقد خلصت الدراسة إلى عدد من الاستنتاجات من أهمها:

أ) أن يسهم التحوط في تخفيض الخسائر ومن ثم تخفيض مخاطرة الأسعار إلى أدنى حد ممكن، إن تحديد النسبة المفضلة في تحوط (تحديد عدد العقود اللازمة للتحوّط) يعتمد على ارتفاع الأسعار الحاضرة والمستقبلية أو انخفاضها أولاً وبيتا العقد المستقبلي ثانيا، بما يؤدي إلى تخفيض الخسارة ومن ثم تخفيض مخاطرة الأسعار إلى أدنى حد ممكن.

ب) إنَ إتباع ستراتيجية المركز الطويل والمركز القصير المتزامن في المضاربة يترتب عليها تخفيض الخسارة ومن ثم تخفيض مخاطرة الأسعار التي يتحملها المضارب إذا تحركت الأسعار المستقبلية خلاف ما هو متوقع. وقد تشابهت الدراسة الحالية مع دراسة الجبوري في الهدف نفسه لتحقيق التحوط ضد المخاطر المختلفة . أمّا الفرق بينهما هو إن الدراسة الحالية قد استخدمت ستراتيجيات التحوط الطويل والقصير بالعقود المستقبلية إلى جانب العقود الآجلة، فضلاً عن أنّ الدراسة الحالية قد طبقت على الأوراق المالية ومنها الأسهم بينما طبقت دراسة الجبوري على سلعة النفط الخام.

٢- دراسة Choi (2003)

(A real Currency Futures Hedging Instrument For The Very Short –Term Exposure Risk)

هذه الدراسة بعنوان (مستقبليات العملة الحقيقية أداةً للتحوّط من مخاطر التعرض لمدة قصيرة جداً)، إذ تبحث هذه الدراسة في أنّ عقود مستقبليات العملة تمكّن المتحوّط من تجنّب أو تخفيض مخاطر تقلّبات سعر الصرف النقدي وكذلك يستطيع المتحوّط التقليل أو القضاء على المخاطر حتى لو كانت مدة التعرض لهذه المخاطرة قصيرة جداً وهذه الدراسة إستخدمت نسبة التحوّط المثلى وقدمت أداة التحوّط ضد المخاطر على المدى القصير على وفق إختبار فاعلية التحوّط بأن المخاطر المحوّطة هي اقل بكثير من المخاطر غير المحوّطة عندما تقاس هذه المخاطر لمدة قصيرة جدا مثل (١-٢-٣-٤-.....١٥ يوم عمل).

وتشير نتائج الاختبار إلى أنّ التحوّط بالعقود المستقبلية سوف يحقق فائدة في الحد من المخاطر من عدم التحوّط حتى لو كانت مدة التحوّط قصيرة جداً، وتوصّلت الدراسة إلى أنّ أداة التحوّط تكون قادرة في الحد من المخاطر خلال مدة قصيرة وأن يكون التحوّط أكثر فاعلية من التحوّطات الأخرى مثل التحوّط البسيط أو الساذج.

و أشارت هذه الدراسة إلى أن حجم المخاطر تقاس بمقدار الفرق بين الأسعار المستقبلية والنقدية. إنّ المشكلة التي تواجه الدراسة هي زيادة مخاطر تقلبات سعر الصرف وعدم التأكد التي يتعرض لها المركز النقدي للموجودات الأساسية مستقبلاً. والهدف من هذه الدراسة هو أنها تسعى إلى تقليل المخاطر إلى أدنى حد ممكن من خلال تحديد التحوّط الأمثل لتؤكد على أنّ التحوّط الأمثل لمستقبليات العملة، يعد الخطوة الأولى والمهمة لبناء نسبة التحوّط المناسبة، وتشابهت الدراسة الحالية مع دراسة (Choi) بالهدف نفسه وهو تقليل مخاطر تقلبات الأسعار وعدم التأكّد التي يتعرض لها المركز النقدي في المستقبل، إلا أنّ الدراسة الحالية تختلف عن هذه الدراسة في أنها استخدمت التحوّط بالعقود المستقبلية إلى جانب العقود الآجلة في تخفيض مخاطر تقلبات أسعار الأسهم بينما دراسة(Choi) اعتمدت فقط على العقود المستقبلية في تخفيض مخاطر تقلبات أسعار الصرف خلال مدة قصيرة جدا ولم تستخدم أداة التحوّط بالعقود الآجلة.

٣- دراسة (٢٠٠٤) Chernenko, et al:

(The Information Content of Forward and Futures Prices: Market Expectations and Price of Risk)

عنوان هذه الدراسة: (محتوى المعلومات عن أسعار العقود الآجلة والمستقبلية: توقعات السوق ومخاطر السعر)

تقوم هذه الدراسة على أنّ التوقعات حول أسعار السوق للعقود الآجلة والمستقبلية غير دقيقة نتيجة مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل إذ استخدمت مقاييس لتوقعات أسعار السوق فطبقت الدراسة مقياس اختبارات كفاءة التنبؤات في مجال واسع على أسعار العقود الآجلة والمستقبلية

وعلى هذا النحو فإن الاختبار فيما إذا كانت هذه التوقعات رشيدة أم لا؟ حول دقة التوقعات لتلك الأسعار.

وأننا في أطار دراسة طرق مشتركة تمثل أسعار الصرف الأجنبي للعقود الآجلة في الولايات المتحدة وأسعار الفائدة الآجلة ومعدلات انخفاض أسعار النفط الخام والغاز الطبيعي للعقود المستقبلية. ورفضت هذه الدراسة فرضية أنّ أسعار العقود الآجلة والمستقبلية ذات توقعات فعلية للأسعار المستقبلية، إن الهدف من الدراسة هو اكتشاف الأخطاء في التنبؤات أو توقعات الأسعار المستقبلية، وبالتالي تقليل مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل.

إن هذه الدراسة هي دراسة تجريبية إذ اعتمدت على مجموعة واسعة من أسعار العقود الآجلة والمستقبلية، حول توقعات السوق واستخدمت هذه الدراسة طريقة المربعات الصغرى والسلاسل الزمنية في التنبؤات وتوقعات الأسعار المستقبلية واكتشاف الأخطاء حول التوقعات
لتلك الأسعار و توصلت إلى أهم الاستنتاجات.

❶ علينا تطبيق مجموعة من الاختبارات القياسية لتقويم التنبؤات لمجموعة واسعة من أسعار العقود الآجلة والمستقبلية في الأسواق المالية.

❷ أن هذه التوقعات في معظم الحالات هي غير دقيقة لأنها تتأثر بالمخاطر السوقية، وقد تشابهت الدراسة الحالية مع دراسة (Chernenko) باستخدامها أداتين من الأدوات المالية وهما (الآجلات والمستقبليات) أما الفرق بينهما في طريقة الاستخدام هو أنّ الدراسة الحالية قد تناولت موضوع الآجلات والمستقبليات على نحو أوسع إذ استخدمت ستراتيجيات التحوط القصير والطويل لكلا الأداتين لإزالة المخاطر السوقية وتخفيضها بينما اقتصرت دراسة (Chernenko) على توقعات الأسعار فقط.

٤- دراسة Ripple & Moosa (2005)

(Futures Maturity & Hedging Effectiveness: The Case of Oil Futures)

عنوان هذه الدراسة (فاعلية التحوّط وتاريخ تنفيذ المستقبليات: حالة مستقبليات سلعة النفط)، تبحث هذه الدراسة تأثير تاريخ تنفيذ العقود المستقبلية المستخدمة بوصفها أداة تحوّط فعّالة لتحويط عقود المستقبليات، لذا اعتمدت هذه الدراسة على البيانات الشهرية واليومية للنفط الخام غرب تكساس، إذ تم استخدام الأسعار الحاضرة والمستقبلية في احتساب نسبة التحوّط وقياس نتائج فاعلية التحوّط من استخدام العقد لمدة شهر. وكذلك النتائج التي تُستخدم لأكثر من (٦) أشهر. وتوصّلت الدراسة إلى أنّ النتائج التي حصلت عليها، بأنّ تحوّط العقود المستقبلية هي أكثر فاعلية للعقد المستخدم لمدة شهر. وتدل النتائج أيضاً على أن نسبة التحوّط تكون أدنى من الواحد الصحيح لمدة شهر، أي أنّ مخاطر العقد لمدة شهر تكون منخفضة، و خلصت الدراسة، بأنّه كلّما قلّت مدة إبرام العقود تكون فاعلية

التحوّط أكثر فاعلية من العقود لمدة أطول، وأن الهدف الرئيس من هذه الدراسة هو دراسة طبيعة العلاقة بين فاعلية التحوّط وتاريخ تنفيذ العقد.

وتختلف الدراسة الحالية عن دراسة (Ripple & Moosa) التي اعتمدت على فاعلية التحوّط وعلاقته بتاريخ التنفيذ بينما الدراسة الحالية استخدمت التحوّط الطويل والقصير بالعقود الآجلة، فضلاً عن العقود المستقبلية، و أنّ الدراسة الحالية استخدمت لتحويط الأوراق المالية بينما هذه الدراسة استُخدمت لقياس فاعلية التحوّط وعلاقته بتاريخ التنفيذ لعقود مستقبليات سلعة النفط.

٥- دراسة (٢٠٠٥) Shanker & Balackrishnan

(Price Limits And Hedging Effectiveness of Futures Contracts)

عنوان هذه الدراسة (حدود الأسعار وفاعلية تحوط العقود المستقبلية)

استخدمت في هذه الدراسة كيفية تقويم فاعلية التحوط في حالة غياب حدود الأسعار معتمدة على بيانات افتراضية لأسعار العقود المستقبلية والغرض من استخدام العقود المستقبلية في التحوّط ضد مخاطر التغيرات السلبية التي تحصل في أسعار السلع والأدوات المالية، وتسعى هذه الدراسة إلى إمكانية اختبار تأثيرات حدود الأسعار في فاعلية تحوط العقود المستقبلية إذ يكون الهدف منها هو تخفيض مخاطر تقلبات الأسعار، من خلال تطبيق منهج (Cohen) ١٩٩١ لتقدير المقاييس لطبقة معينة على العقود المستقبلية لخمس عملات خلال المدة عندما تكون حدود الأسعار مؤثرة.

ولإيجاد فاعلية التحوط لهذه العقود وجد أنها لا تتأثر بوجود حدود للأسعار. وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها هو إذا كانت حدود الأسعار ضيّقة بشكلٍ كاف فإنّ فاعلية تحوط العقود المستقبلية ستكون مؤثرة، وبالعكس إذا كانت حدود الأسعار واسعة فإن فاعلية تحوّط هذه العقود تكون غير مؤثرة.

واستخدمت الدراسة الحالية ستراتيجيات التحوط الطويل والقصير باستخدام أداتين من الأدوات المالية هي الآجلات والمستقبليات بينما دراسة (Shanker & Balack rishnan) استخدمت فاعلية التحوط ومدى تأثرها بحدود الأسعار.

٦- دراسة (٢٠٠٦) Wong

(Cross-Hedging With Currency Forward Contracts)

عنوان هذه الدراسة: (التحوط المتقاطع بالعقود الآجلة للعملة).

هذه الدراسة توضح كيفية استخدام قرار التحوط لشركة دولية عندما تواجه خطر الانكشاف لأسعار الصرف أي (خطر تقلب أسعار الصرف المستقبلية) بالنسبة للتدفقات النقدية للعملة الأجنبية، باستخدام التحوط المتقاطع.

وهذه التقلبات في أسعار الصرف للعملة الأجنبية سببها هو أنّ الأسواق المالية ليست كاملة أو تامة والمشكلة ناتجة من غياب أدوات تحوّطية تتعلق مباشرة بالعملة المحلية. وهدف هذه الدراسة تخفيض المخاطر الناتجة عن تقلبات الأسعار التي يتعرض لها سعر الصرف وتخفيض المخاطرة هذه هو أن هناك سوقاً آجلة للعملة غير متحيزة بين العملة الأجنبية وعملة ثالثة في متناول الشركة. وهناك شرط تعادل الأسعار الثلاثة القائمة بين العملات المحلية والأجنبية والعملة الثالثة. وبهذا سوف تتوفر فرص متاحة للتحوط المتقاطع (تسليم عملة مشابهة بدل العملة المتفق عليها) فإنَّ سعر الصرف الحاضر للعملة المحلية في مقابل العملة الثالثة وسعر الصرف للعملة الثالثة في مقابل سعر الصرف للعملة الأجنبية مرتبط إرتباطاً ايجابياً أو سلبياً من ناحية العلاقة فيما بينهما.

كذلك إنّ هذه الدراسة تبين أنّ أفضل مركز آجل للشركة هو اقل تحوطا أو أكثر تحوطا بالاعتماد على مقياس (Arrow-Pratt) الذي يحدد نسبة الخطورة أينما كانت أكثر أو اقل، وتشابهت الدراسة الحالية مع هذه الدراسة بالهدف نفسه وهو تخفيض مخاطر الأسعار أمّا الاختلاف بينهما هو أنّ الدراسة الحالية استخدمت استراتيجيات التحوط الطويل والقصير باستخدام العقود الآجلة، فضلاً غن العقود المستقبلية بينما هذه الدراسة استخدمت ستراتيجية التحوط المتقاطع وكذلك إنَ الدراسة الحالية تسعى إلى حماية الأوراق المالية (الأسهم)من تقلبات الأسعار بينما تسعى دراسة (Kit Pong Wong) إلى حماية أسعار صرف العملات.

٧- دراسة الشكرچي (٢٠٠٦).

هذه الدراسة بعنوان: (إدارة مخاطر أسعار الصرف باستعمال أدوات التحوط المالي والتشغيلي).

سعت هذه الدراسة إلى تحقيق هدف رئيس يتمثل في اختبار أثر استخدام أدوات التحوط المالي والتشغيلي في تخفيض مخاطر أسعار الصرف.

وقد اعتمدت الدراسة على فرضيات عدة منها:

أ- إنّ معدل التقلب في أسعار الصرف الحقيقية للعملات أدنى من معدل التقلب في أسعار الصرف الاسمية وذلك لكون أسعار الصرف الحقيقية تعدل من خلال الأسعار النسبية للسلع المحلية والأجنبية في الأجل الطويل.

ب-يترتب على التقلبات غير المتوقعة في أسعار الصرف الاسمية للعملات الرئيسة التعرض لمخاطرة الصفقات على نحوٍ غير متماثل.

ج- يترتب على التقلبات غير المتوقعة في أسعار الصرف الحقيقية التعرض للمخاطر التشغيلية على نحوٍ غير متماثل.

د- ينجم عن زيادة استخدام مشتقات العملة انخفاض في تعرض الشركة لمخاطرة الصفقات.

وقد أُختبرت فرضيات الدراسة على الشركات متعددة الجنسية التي تحتل المراكز الخمسة الأولى في العالم على وفق تصنيف مجلة (Economic Review) إصدار آب -٢٠٠٦ للشركات العاملة في خارج حدودها الدولية شملت كلاً من:
(Microsoft, Coca-Cola, Inter, Toyota Motor, Nokia)

وخرجت الدراسة بالعديد من الاستنتاجات من أهمها:

❶ تواجه الشركات غير المالية التي تتجاوز عملياتها حدودها الدولية مخاطر سوقية إضافية، وتعد التقلبات غير المتوقعة في أسعار الصرف من المخاطر التي تؤثر في التدفقات النقدية بالعملة الأجنبية مؤدية بذلك إلى تقلب التدفقات ومن ثم قيمة المنشأة.

❷ تحتاج الشركات متعددة الجنسية التنبؤات حول أسعار الصرف وتحركاتها لأغراض التحوط والاستثمار والتمويل قصير الأجل وإعداد الموازنة الرأسمالية والتمويل طويل الأجل، إلا أن عملية التنبؤ صعبة ومعقدة بسبب التقلبات العالية في أسعار الصرف إذ تتغير دقيقة بعد أخرى ويمكن أن تصل إلى ٥% في اليوم الواحد.

❸ تتعرض جميع الشركات بما فيها الشركات غير المالية ذات الأداء العالي والمتميز لمخاطر أسعار الصرف بمختلف أنواعها كما تدل عليها نتائج التحليل.

وقد أوصت الدراسة بعدد من التوصيات ، منها:

① إنّ المخاطرة هي المحدد الأساس للسلوك المالي وان جميع الشركات بما فيها الشركات ذات الأداء العالي والمتميز تتأثر بتقلبات أسعار الصرف فضلاً عن الشركات المحلية التي لا تعمل بشكل مباشر في الأسواق المالية الدولية وذلك بفعل عامل المنافسة الأجنبية.

② أثبتت العديد من الدراسات ومنها دراسة الشكرچي بأنّ سوق المشتقات بأدواته المالية المتنوعة يوفر إمكانية تخفيض التباين في التدفقات النقدية الناجمة عن التقلبات السوقية.

وتشابهت الدراسة الحالية مع دراسة (الشكرچي) بالهدف نفسه وهو تخفيض المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار التي يتعرض لها المستثمر. أمّا الاختلافات بين الدراستين، فإنّ الدراسة الحالية استخدمت أسلوب ستراتيجيات التحوّط بالعقود الآجلة والمستقبلية، بينما دراسة (الشكرچي) استخدمت أسلوب التحوّط المالي والتشغيلي بأسعار الصرف للعملات الأجنبية.

٨- دراسة (٢٠٠٧) Chiang & Lin

(Foreign Exchange Exposures Financial And Operational Hedge Strategies of Taiwan Firms)

هذه الدراسة بعنوان (التعرض لانكشاف الصرف الأجنبي وستراتيجية التحوّط المالي والتشغيلي في شركات تايوان)

تبحث هذه الدراسة في ستراتيجية التحوّط المالي والتشغيلي لمخاطر التعرض لانكشاف سعر الصرف الأجنبي أي مخاطر تقلبات أسعار الصرف الأجنبي في وقت واحد. إذ استُخدمت

بيانات متعددة للشركات غير المالية للمدة من ١٩٩٨ –٢٠٠٢. وتشير النتائج العملية إلى أنّ استخدام ستراتيجيات التحوّط التشغيلي لا يساعد على تخفيض مخاطر التعرض لانكشاف العملة الأجنبية للشركات التايوانية، وأكدت الدراسة أن استخدام مشتقات العملات الأجنبية (FCD) يُعد استراتيجية تحوّط فعّالة أو مؤثّرة إذا كان الأفق شهراً واحداً. ولكن هذه الستراتيجية تكون اقل فاعلية عندما تزداد المدة، فضلاً عن ذلك فإن استخدام تخصيص الديون بالعملة الأجنبية سوف يزيد من مخاطر التعرض لانكشاف العملة الأجنبية وتوصلت الدراسة إلى أن استخدام التحوّط التشغيلي أكثر فاعلية في إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف على المدى الطويل، في حين أن ستراتيجيات التحوّط المالي تكون أكثر فاعلية في إدارة مخاطر أسعار الصرف على المدى القصير. ومشكلة الدراسة هو تعرض هذه الشركات إلى تقلبات أسعار الصرف الأجنبي نتيجة تعاملها الدولي بسبب ندرة الموارد الطبيعية وتشابهت الدراسة الحالية مع دراسة Chiang & Lin بالهدف نفسه، وهو تخفيض مخاطر تقلبات الأسعار إلا أن الدراسة الحالية تم تطبيقها للحد من تقلبات أسعار الأسهم، بينما هذه الدراسة بحثت في تقلبات أسعار الصرف للعملة الأجنبية، فضلاً عن أنها استخدمت التحوّط التشغيلي.

٩– دراسة (٢٠٠٨) Kenourgios et. al,

(Hedge Ratio Estimation And Hedging Effectiveness: Case of the S& P500 Stock Index Futures Contract)

هذه الدراسة بعنوان (تقدير نسبة التحوط وفاعلية التحوط: حالة عقود مستقبليات مؤشر الأسهم ستاندرد وبور (S&P 500) ذي الـ ٥٠٠ سهم) تبحث هذه الدراسة في تحقيق فاعلية التحوّط لعقد المستقبليات اعتماداً على مؤشر ستاندرد وبور ذي ٥٠٠ سهم باستخدام التسوية الأسبوعية للأسعار للمدة ما بين ٣ تموز/١٩٩٢ ولغاية ٣٠ حزيران/٢٠٠٢، وبخاصة أنّها تركّز على ثلاثة مجالات: وذلك عن طريق تحديد الأنموذج المناسب لتقدير نسبة التحوط التي تقلل تباين العائدات، وفاعلية التحوط وثبات نسبة التحوط الأمثل خلال مدة محددة .واعتمدت الدراسة على تحليل التنبؤات على عينات لغرض دراسة أداء التحوط بمختلف الأساليب أو الطرق الاقتصادية، ذلك بأنّ أداء التحوط لهذه العقود من خلال اعتماده على طرق بديلة ثابتة ومتغيرة عبر الوقت، وذلك لاحتساب نسبة تحوط أكثر فاعلية والمشكلة التي تواجهها الدراسة هي عند تقدير نسبة التحوّط التي تنشأ بين الأسواق الحاضرة والمستقبلية بسبب سلوك الأسعار المتغيرة، وأنّ الهدف الرئيس لهذه الدراسة هو تقليل المخاطر التي يتعرض لها العقد وذلك عن طريق إيجاد نسبة التحوط المثلى التي تكون أكثر فاعلية، فكلما كانت نسبة التحوط أكثر فاعلية انخفضت المخاطرة. وكما أشارت النتائج إلى أن نسبة التحوط المثلى تأخذ بنظر الاعتبار التغيرات التي تحصل في المراكز الحاضرة والمستقبلية. وأوصت الدراسة بالإمكان الاعتماد على نسبة التحوط المثلى إذ تعد مفيدة جداً للمتحوطين. أما بالنسبة إلى المقارنات المتعلقة بموضوع

فاعلية التحوط وأداء التحوط من خلال عينة لكل انموذج توصلت الدراسة إلى أنّ إنموذج تصحيح الخطأ (ECM) هو الغالب على جميع النماذج الأخرى التي وظُّفت لتقليل المخاطر. وأخيراً فإنّ النتائج الناجمة عن اختبار مدى ثبات واستقرار نسبة التحوط المثلى التي تمَّ الحصول عليها من انموذج تصحيح الخطأ (ECM) تشير إلى بقائها ثابتة مستقرة خلال هذه المدة.

وتشابهت الدراسة الحالية مع هذه الدراسة بالهدف نفسه وهو تخفيض المخاطر من تحركات الأسعار السلبية التي يتعرض لها المستثمر. أما الاختلاف بين الدراستين فهو أن الدراسة الحالية استخدمت أسلوب ستراتيجيات التحوط بالعقود الآجلة والمستقبلية على الأوراق المالية، بينما الدراسة آنفة الذكر استخدمت أسلوب نسبة التحوط وفاعلية التحوط لتخفيض المخاطر باستخدام عقود مستقبليات مؤشر الأسهم ستاندرد وبور ذو الـ٥٠٠ سهم.

١٠- دراسة(٢٠٠٨) Srinivasan & Bhat

(The Impact of Futures Trading on The Spot Market Volatility of Selected Commercial Banks In India)

عنوان هذه الدراسة (اثر تداول المستقبليات على تقلبات أسعار السوق الحاضر لنخبة من المصارف التجارية في الهند)

استخدمت هذه الدراسة انموذج (GARCH) الذي يعمل على دراسة اثر التعاملات المستقبلية في تقلّبات أسعار السوق الحاضر، باختيار (٢١) مصرفاً تجارياً في تداول الأسهم وأُجري التحليل العملي للعائدات التي يتم الحصول عليها عند سعر الإغلاق اليومي لكل سهم من أسهم المصارف التجارية، إذ كانت مدة الدراسة تمتد من الأول من كانون الأول/ يناير ١٩٩٦ حتى ٢٩ من أيار/مايو ٢٠٠٨. وتوصلت الدراسة من خلال تحليل النتائج أنّ أكثر أسعار أسهم المصارف التجارية المختارة في أسواق العقود المستقبلية انخفضت نتيجة تقلب أسعار الأسهم في السوق الحاضر المستقبلي.

ومشكلة الدراسة هي أن معظم المصارف التجارية تواجه آثاراً سلبية نتيجة قلة الحصول على المعلومات أو المعلومات غير المتماثلة عن تقلبات الأسعار الحاضرة في المستقبل للقطاع المصرفي عامة والمصارف المختارة خاصة، أمّا هدف الدراسة فهو اكتشاف أثر تداول العقود المستقبلية في تقلبات أسعار السوق الحاضرة.

وتشابهت الدراسة الحالية مع دراسة (Srinivasan & Bhat) في استخدام العقود المستقبلية لتخفيض المخاطر من تقلبات أسعار الأسهم، أمّا الاختلافات بينهما فهي أن الدراسة الحالية استخدمت ستراتيجيات التحوّط القصير والطويل لتخفيض مخاطر تقلّبات أسعار الأسهم التي يتعرض لها المصرف، بينما استخدمت دراسة (Srinivasan & Bhat)إنموذج GARCH لدراسة أثر تداول العقود المستقبلية في تقلبات أسعار السوق الحاضر، فضلاً عن أنّ الدراسة الحالية استخدمت العقود الآجلة إلى جانب العقود المستقبلية.

١١- دراسة(٢٠٠٩) Korn, Olaf (How Firms Should Hedge :An Extension)

هذه الدراسة بعنوان (كيف تتحوّط الشركات على نطاق واسع)

تبين هذه الدراسة ستراتيجية التحوّط الأمثل والمصممة خصيصاً للتحوط بالمشتقات في إطار كل من مخاطر السعر ومخاطر الكمية التي تتعرض لها هذه الشركات، وأكّدت الدراسة أهمية اعتماد هيكل يبين مخاطر السعر ومخاطر الكمية لاختيار أدوات التحوّط المناسبة.و أنّ إدارة مخاطر الشركات لمنتجات المشتقات ذات أهمية متزايدة على مدى العقود الأخيرة لكثير من الشركات، فهي جزء لا يتجزأ من سياسة الشركة. ومن الناحية النظرية فأنّ قضية إدارة الشركة مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بسياسة المؤسسة المالية.

مشكلة الدراسة التي تقضي بأنّ ممارسة إدارة المخاطر من الشركات لاتخاذ قرار بشأن ستراتيجية التحوّط تعد مسألة صعبة بسبب تعدد مصادر المخاطر التي تواجه الشركات، فهناك أنواع مختلفة من المخاطر السوقية مثل مخاطر تقلبات أسعار السلع ومخاطر أسعار الصرف ومخاطر أسعار الأوراق المالية وفي كثير من الأحيان تزداد مخاطر الكمّية بسبب عدم التأكد من المخرجات أو المبيعات والهدف من الدراسة هو كيفية التخفيض أو التقليل من المخاطر المتنوعة التي تواجهها الشركات.

وتوصلت الدراسة إلى أنّ تكوين العائد الأمثل من عقود المشتقات التي تستخدم في إدارة مخاطر الشركات، وهي تأخذ بنظر الاعتبار كلٌّ من مخاطر تقلبات الأسعار ومخاطر الكمية. وتشابهت الدراسة الحالية مع دراسة (Korn Olaf) في استخدام أداة التحوّط كوسيلة لتخفيض المخاطر ولكنها لم تحدد كيفية استخدام ستراتيجية التحوّط هل بالعقود الآجلة أم العقود المستقبلية أم عقود مشتقات أخرى.

والجدول (٣) يوضح تلخيصاً لكل مما تقدّم من الدراسات السابقة، ويلاحظ في العمود الأخير منه مجال الاختلافات الحاصلة بينها وبين دراستنا الحالية، إذ وجد الباحث لنفسه مساحة كافية للتحرّك من دون الوقوع في دائرة التكرار والإعادة.

جدول (٣) ملخّص عن الدراسات السابقة

ت	اسم الباحث	سنة الدراسة	مشكلة الدراسة	هدف الدراسة	مجال الاستفادة	مجال الاختلافات
1	الجبوري	2002	الجدل القائم حول تحديد السعر المستقبلي	توفير الحماية من تقلبات الأسعار الحاضرة والمستقبلية ومن ثمّ تخفيض الخسائر الناجمة عن ذلك أو إزالتها	دعم الجانب النظري	لم تستخدم أداة العقود الآجلة في التحوّط وتركيزها على سلعة النفط الخام
2	Choi	2003	زيادة المخاطر الناتجة من تقلبات أسعار الصرف وعدم التأكّد التي يتعرّض له ، المركز النقدي للموجودات الأساسية مستقبلاً	تقليل المخاطر إلى أدنى حد ممكن من خلال تحديد التحوّط الأمثل	دعم الجانب النظري	التحوّط بمستقبليات العملة فضلاً عن أنها لم تستخدم التحوّط بالعقود الآجلة
3	Chernenko, et al	2004	التنبؤات أو التوقعات في أسعار السوق للعقود الآجلة والمستقبلية هي غير دقيقة نتيجة تقلبات الأسعار في المستقبل	اكتشاف الأخطاء في تلك التنبؤات وتوقعات الأسعار المستقبلية تؤدي إلى تخفيض مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل	دعم الجانب النظري	اقتصرت هذه الدراسة على توقعات السوق ومخاطر السعر ولم تتطرّق إلى موضوع التحوّط وستراتيجياته
4	Rapple & Moosa	2005	تأثير فاعلية التحوّط بالفترة الزمنية الخاصة بتنفيذ العقد.	دراسة ما مدى العلاقة بين فاعلية التحوّط وتاريخ تنفيذ العقد	دعم الجانب النظري	اعتمدت الدراسة على فاعلية التحوط وعلاقته بتاريخ التنفيذ وأنّها لم تتطرق إلى كيفية استخدام ستراتيجيات التحوّط واستخدمت عقود مستقبليات سلعة النفط فضلاً عن عدم استخدام العقود الآجلة.
5	Shanker & Balackrishnan	2005	تأثيرات حدود الأسعار على فاعلية تحوّط العقود المستقبلية	تخفيض مخاطر الأسعار	دعم الجانب النظري	لم تتطرّق الدراسة إلى استراتيجيات التحوّط كذلك لم تستخدم العقود الآجلة وكان تركيزها على فاعلية التحوّط ومدى تأثرها بحدود الأسعار
6	Wong	2006	عدم وجود أدوات تحوّطية تتعلق مباشرة بالعملة المحلية	تخفيض المخاطر التي تتعرض لها أسعار الصرف	دعم الجانب النظري	استخدام ستراتيجية التحوّط المتقاطع
7	الشكرجي	2006	تعد تقلبات أسعار الصرف الإسمية والحقيقية من المخاطر السوقية التي تواجه الشركات متعددة الجنسية	اختبار أثر استخدام أدوات التحوط المالي والتشغيلي في تخفيض مخاطر أسعار الصرف	دعم الجانب النظري	عدم بيان الكيفية التي تستخدم فيها ستراتيجيات وفاعلية ونسبة التحوط
8	Chiang&Lin	2007	تعرّض الشركات إلى تقلّبات أسعار الصرف الأجنبي نتيجة تعاملها الدولي	تخفيض تقلبات أسعار الصرف الأجنبي التي تتعرّض لها الشركات	دعم الجانب النظري	استخدمت التحوّط التشغيلي وكذلك التحوّط بالعملة الأجنبية
9	Kenourgios	2008	المشكلة في تقدير أو احتساب نسب التحوّط بين الأسواق الحاضرة والمستقبلية	تقليل المخاطر عن طريق إيجاد نسبة التحوّط المثلى	دعم الجانب النظري	لم تتطرّق الدراسة إلى استراتيجيات التحوّط وكذلك لم تستخدم أداة العقود الآجلة
10	Srinivasan. & Bhat	2008	الآثار السلبية التي تواجه المصارف التجارية نتيجة قلّة المعلومات أو المعلومات غير المتماثلة عن تقلّبات الأسعار الحاضرة في المستقبل	القضاء على أو تخفيض مخاطر الآثار السلبية التي تواجه المصارف التجارية	دعم الجانب النظري	عدم استخدام ستراتيجية التحوّط بالعقود الآجلة.
11	Korn Olaf	2009	صعوبة اتخاذ قرار بشأن ستراتيجية التحوّط بسبب تعدد مصادر المخاطر التي تواجه الشركات	تخفيض أو تقليل المخاطر المتنوعة التي تواجهها الشركات.	دعم الجانب النظري	لم يتم تحديد كيفية استخدام ستراتيجية التحوّط هل بالعقود الآجلة أم بالعقود المستقبلية أم التحوط بأداة أخرى؟

المصدر: إعداد الباحث استناداً لما ورد فيه

الفصل الثاني

الإطار الفكري للدراسة

المبحث الأول

(المشتقات المالية)

مفهومها وطبيعتها- خصائصها- أنواعها- مزاياها ومخاطرها

المبحث الثاني

العقود الآجلة

المبحث الثالث

العقود المستقبلية

المبحث الرابع

ستراتيجيات التحوّط

المبحث الأول

(المشتقات المالية)

مفهومها وطبيعتها- خصائصها- أنواعها- مزاياها ومخاطرها

أولاً: مفهوم وطبيعة المشتقات Concept & Nature of Derivatives:

قبل التحدث عن ستراتيجيات التحوط بالعقود الآجلة والمستقبلية ينبغي أولاً معرفة مفهوم المشتقات المالية على أنَّ العقود الآجلة والمستقبلية أداتين من أهم أدوات المشتقات المالية وهي تمثّل إحدى التطورات الرئيسة في الأسواق المالية التي ظهرت في القرن الماضي إذ نشأت وتطورت على نحوٍ ملحوظ في الربع الأخير من القرن الماضي، وقد سميت بأسواق المشتقات المالية.

فالمشتقات : أدوات تستعمل للحد من المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية أو قد تحول المخاطر من طرف لآخر، وأحياناً يزيد استعمالها من مستوى المخاطر عندما تستعمل في عمليات المضاربة للاستفادة من التغيرات في المستقبل (Ross,et.al,2008:714). والمشتقات: هي أدوات يطلق عليها هذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية أساسية مثل الأسهم والسندات والعقارات والعملات الأجنبية والذهب والسلع ويتم تنفيذ المشتقات من خلال عقود مالية لها مدة زمنية محددة فضلاً عن سعر وشروط معينة تُحدَّد عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري والغرض من تلك المشتقات هو جوهر مزاياها ومخاطرها في الوقت نفسه، إذ يتركز الغرض من تلك المشتقات وهو السبب الرئيس لابتكارها في حماية المستثمرين من التقلبات الواسعة في أسواق الأصول المستثمر فيها (أسهم أو سندات أو عملة أو عقارات.....الخ) وتخفيض المخاطر المتوقعة من تغير أسعارها في المستقبل وبما قد يترتب عليه في أحيان كثيرة تحقيق أرباح رأسمالية بخلاف المخاطر (www.proz.com).

إنَّ المشتقات تمثل إحدى التطورات المهمة والكبيرة في الأسواق المالية خلال السنوات الحالية في نمو سوق المشتقات (Bodie: et. al: 2002, 45)، فقد قدر الحجم الحالي للسوق بما يزيد عن (270) تريليون دولار أي أكثر من (100) مرة عمّا كان عليه حجم السوق قبل ثلاثين عاماً، حينما كانت معظم أدوات المشتقات غير متاحة (Stulz: 2005:20). وفي الوقت الحاضر تُعد الولايات المتحدة هي الأكثر تداولاً واستخداماً للإيداعات المقدمة في مشتقات الأوراق المالية كالمستقبليات المالية،الخيارات والمبادلات ،إذ يمكنها شراء مشتقات الأوراق المالية بالاعتماد على الأسهم والسندات ومؤشرات الأسهم. (Johnson:2000,138).

إنّ هذا النمو في السوق قد ساعد وبلا شك في إيجاد الأدوات المالية غير التقليدية المبتكرة التي أسهمت على نحوٍ كبير في تزويد المستثمرين والشركات بأدوات لإدارة التقلبات السعرية غير

المتوقعة، إذ تمكنت الشركات والمستثمرون المتجنبون للمخاطر (Risk- Adverse) من نقلها أو تحويلها إلى أطراف أخرى مستعدة لتحملها، فهي سوق فاعلة في إعادة تخصيص المخاطرة بين العاملين (Chance: 1998,16) وقد يكون الاستثمار بالمشتقات مصحوباً بخسائر كبيرة وأنَّ الهدف الرئيس من معرفة المشتقات هو إيجاد وابتكار طرق أو أساليب مناسبة تساعد المستثمرين في إيجاد ستراتيجيات لمواجهة المخاطر (Mayo: 2001,353)، ومن جهة أخرى يمكن استعمال المشتقات للحصول على ميزة أفضل لاكتساب فرص استثمارية مربحة متنوعة أو لحماية المحفظة الاستثمارية ضد المخاطر المختلفة (Ritter et. al: 2000, 151).

وهناك فئة متخصصة يطلق عليها (المهندسون الماليون)، وهم يبذلون جهوداً كبيرة في تلبية احتياجات المستثمرين ورغباتهم الجديدة عن طريق ابتداع عقود وأدوات استثمار مالي جديدة تلبي هذه الرغبات المتطورة واللامتناهية وقد أوصلتهم جهودهم إلى ابتداع ما يسمى بعقود المشتقات (Derivatives) بأنواعها المختلفة، وقد أخذت المشتقات اسمها هذا من حقيقة أنّها تستمد قيمتها أو تشتقها من قيمة مرجعية (Reference Value) التي هي قيمة أداة استثمارية أساسية مثل السهم العادي أو السند، فإنْ كانت أسعار تلك السندات أو الأسهم تتفق مع توقعات حامل العقد يصبح ذا قيمة لحامله، أمّا إذا كانت تلك الأسعار غير ملائمة من وجهة نظره يصبح العقد لا قيمة له وقد تنتج عنه خسائر (رمضان: ٢٠٠٧، ٨٩)، وقد ساعد تطور التقنية المعلوماتية والحاسوب على سرعة انتشار المشتقات وتنوع مفرداتها وارتفاع حجم التداول فيها (چركس: ٢٠٠١، ١٠٢).

والمشتقات المالية اسم على مسمى، فكلمة مشتق تعنى شيئاً اشتق أو تولد عن شيء آخر، فعقود المشتقات هي أدوات مالية تتوقف قيمتها على قيمة أصل آخر يدعى الموجود الأساسي أو بعبارة أدق أدوات يتوقف العائد المتولد عنها على اتجاه سعر أصل آخر (Stulz, 2005:20).

وأشار إليها (Ross) بأنها أدوات مالية تشتق قيمتها من الموجودات الضمنية أو الأوراق المالية والمؤشرات الأخرى، نظراً لطبيعة هذه الأدوات بأنها أكثر تقلباً من الموجودات الضمنية التي تشتق منها(Ross et. al, 2002: 695)، أي أنَّ قيمة الموجود المشتق أو سعره تعتمد على أو تشتق من موجود آخر(Mayo, 2001: 343) (Varo, 2002: 20).

وقد أخذت المشتقات حيزاً كبيراً من تفكير الكتّاب والباحثين وقدّمت لها العديد من التعاريف نذكر منها:

- سميت المشتقات المالية بهذا الاسم، لأن قيمتها تشتق من قيمة موجودات مالية أساسية (Revsine et. al, 1999: 518).

- المشتقات هي أدوات مالية تعتمد قيمتها على موجودات أخرى، كالسلع وأسعار الأسهم والسندات أو قيم المؤشرات السوقية (Bodie et. al, 2002: 45).
- المشتقات هي عقود تشتق قيمتها من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم أو السندات أو السلع أو العملات الأجنبية (معروف، ٢٠٠٣: ١٥١).
- المشتقات هي عقد ثانوي ينشأ على عقد أساسي يتعلق بورقة مالية في وقت محدد بالمستقبل واكتسبت هذه العقود تسميتها بالمشتقات لأنها تشتق من الأدوات المالية (التميمي و سلام، 2004 :71).
- وسميت المشتقات المالية بهذا الاسم، لأن قيمتها تشتق من ورقة مالية أساسية (Brealey et. al, 2008: 729).
- كما عرفت المشتقات المالية بأنها عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (عملات أجنبية، أوراق مالية) لينشأ من تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة في إطار ما يسمى بالهندسة المالية (آل شبيب، ٢٠٠٩: ٣٩٧).

لذلك تعد الأدوات المالية المشتقة عقود معاوضة تسعى لتبادل المخاطر والهدف من هذه العقود نقل المخاطر الأصل من طرف لآخر. (www.forum.m-e-c.biz/٢٠٠٦)

إذ تعد عقوداً مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتنوع هذه العقود على وفق أو بحسب طبيعتها ومخاطرها وآجالها. ويترتب عليها حقا لطرف والتزام على الطرف الآخر، ويمكن تداول عقود المشتقات في الأسواق المالية المنظمة والأسواق الموازية (غير المنظمة) (www.kantakji.com).

وتُستخدم عقود المشتقات المالية أداةً لحماية المستثمر في الأوراق المالية ضد المخاطر، لأن السمة الأساسية لأسعار الأوراق المالية هي التغير (التقلب) نتيجة لتعرضها لمخاطر السوق، مما يؤثر بالضرورة على معدلات العائد التي تجعل الأداة المالية من خلال تحركات الأسعار (أسعار السلع والخدمات، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار الأوراق المالية) المستقبلية أقل من القيمة الحالية، أي أن المشتقات المالية تستخدم أداةً للمضاربة (Speculation) وفي الوقت نفسه أداة للتغطية من مخاطر الاستثمار.

ثانياً: خصائص المشتقات المالية Characteristics of Financial Derivatives:

ومن خلال العرض الذي تقدَّم ذكره نستطيع القول : إنَّ المشتقات المالية هي أداة مالية تتصف بالخصائص الآتية(آل شبيب، ٢٠٠٩: ٣٩٧-٣٩٨):

❶ يتم تنفيذ وتسوية عقود المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي.

❷ تتغير قيمة المشتقات المالية استجابة للتغير في سعر الصرف أو سعر الفائدة أو سعر الأوراق المالية أو أية مؤشرات ائتمانية أخرى، بمعنى آخر ترتبط العقود المالية للمشتقات

بسعر فائدة محدد أو بسعر صرف أجنبي أو سعر سلعة ما أو مؤشر أسعار أو مؤشرات ائتمانية.

❸ قد لا تتطلب عقود المشتقات المالية عادةً استثمارات مبدئية.

❹ تستخدم عقود المشتقات لمواجهة المخاطر نتيجة التغير في أسعار تلك الأصول.

❺ تتيح عقود المشتقات المالية تحديد سعر السلعة، الصرف، الفائدة، الورقة المالية محل التعاقد.

ويمكن تصنيف عقود المشتقات بحسب التنميط إلى (رمضان، ٢٠٠٧: ٩٠):

١- عقود منمطة (Standardized): من حيث الحجم وموعد الاستحقاق وبالتالي السعر ويطلق عندها مصطلح (Future).

٢- عقود غير منمطة: أي أنّها تفصل بحسب رغبة المتعاقدين (Tailor Made) ويطلق عليها مصطلح عقود ما فوق الكاونتر (Over the Counter Contracts).

نستخلص من كل ما تقدم وبالرغم من تعدد المفاهيم فإن الباحثين يتّفقون في تحديدهم لمفهوم المشتقّات المالية على أنّها أدوات مالية تتخذ اسمها من واقع أن ليس لها قيمة أساسية بل أن قيمتها تشتق من قيمة الموجودات الأساسية، ويجري التعامل بها ببنود خارج الميزانية العمومية (Off- Balance Sheet)، وترتبط قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها. التي يمكن التعاقد بشأنها على أساس مدة محددة وبسعر محدّد مسبقاً.

ثالثاً: أنواع المشتقات المالية Types of Financial Derivatives

توجد أربعة أنواع من المشتقات المالية وهي:

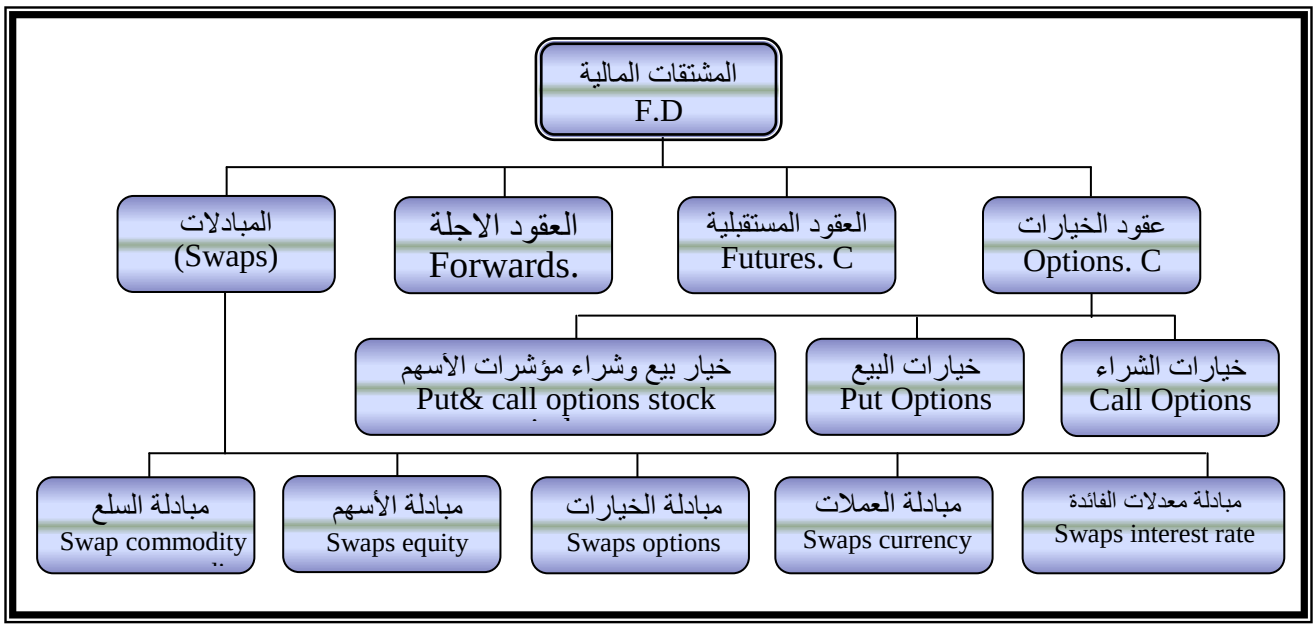
١- العقود الآجلة Forward Contracts

٢- العقود المستقبلية Future Contracts

٣- عقود الخيارات Options Contracts

٤- عقود المبادلات Swaps Contracts

ويوضح الشكل (٢) أنواع المشتقات المالية



شكل (٢) أنواع المشتقات المالية

المصدر: آل شبيب، دريد كامل (الاستثمار والتحليل الاستثماري)، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمّان، ٢٠٠٩، ٤٠٢.

١- العقود الآجلة (forward contracts)

يقصد بالعقود الآجلة: تلك العقود التي يلتزم فيها البائع بأن يسلم المشتري الموجود محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ (Exercise Price) (هندي، ٢٠٠٢: ٦٦٨).

٢- العقود المستقبلية (Future Contracts)

العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين لشراء وبيع موجود أساسي في وقت محدد في المستقبل وبسعر محدد. وبخلاف العقد الآجل فإنّ العقود المستقبلية عادة يتم المتاجرة والتداول بها في البورصة التجارية. (Hull, 2007:6).

وسنتحدث عن العقود الآجلة والمستقبلية بالتفصيل في المبحث الثالث والرابع كونهما يمثلان المحتوى الأساس للدراسة الحالية.

٣- عقود الخيارات (Options Contracts)

تنامت أسواق الخيارات وخاصة بعد عام (١٩٨٣) وأصبحت تؤلف جزءاً مهماً من عمليات سوق المال في الوقت الحاضر، وترجع بدايات التعامل بها إلى عام(١٩٧٠) في أسواق المال الأمريكية ثم بدأت عملها سوقاً ثانوية منظمة عام (١٩٧٣) في بورصة شيكاغو (CBOT)(التميمي وسلام، ٢٠٠٤: ٧١) كما تتولى مؤسسات متخصصة في الأسواق المالية بدور صمام الأمان للعقود المعنية ففي الولايات المتحدة التي تضم أهم أسواق الخيارات العالمية مثل سوق خيارات هيئة شيكاغو (CBOE)(**Chicago Board Options Exchange**) وسوق

الأسهم الأمريكية (AMEX) (American Stock Exchange) وكذلك هنالك مؤسسة تصفية الخيارات (OCC) (Options Cleansing Corporation) التي تتوسط في انجاز مهمات السوق الثانوية مع السماسرة بالتعامل المباشر مع (OCC) لتسلم حصص الأسهم وإنجاز النشاطات الأخرى المتعلقة بتنفيذ العقود المتفق عليها(معروف: ٢٠٠٣، ١١٦). وانتشر استخدام الخيارات على نطاق واسع على مستوى العالم خلال السنوات الأخيرة، إذ يُبرم أكثر من مليون عقد من الخيارات يومياً في البورصات الكبيرة بمختلف أنحاء العالم (حنفي، ٢٠٠٧: ٤٣٩).

وعرّفت الخيارات بأنّها عقود تعطي حاملها الحق وليس الالتزام ببيع أو شراء موجود معين خلال مدة محددة وسعر محدد (Burton et.al,2002: 516). وتتم هذه العملية مقابل علاوة يدفعها المشتري للمحرر (أو كاتب الخيار) وتسجل الصفقة بأسواق الخيارات أو الأسواق المالية التي تتعامل بالخيارات (Howells & Bain, 2000: 297). ويسمّى السعر المتّفق عليه بين الطرفين بالسعر المستهدف، ويفهم من هذا التعريف أنّ هذا الخيار يعطي المشتري الحق في تنفيذ الشراء أو البيع خلال مدة محددة متّفق عليها مسبقاً، أمّا البائع فلا يجوز له التراجع عن الصفقة ما دام قد قبض قيمة العلاوة (Premium). (www.optionsgateway.com).

إنَّ الخيار يمكن أن يعرّف بأنَّه تأمين يمنح حامله حقاً في بيع أوشراء الموجود الضمني بسعر معين ولمدة زمنية محددة (Higgins,2004:176) و(White,et.al,2007:595) وتشمل عقود الخيارات الأسهم العادية والسندات (الأوراق المالية) ومؤشرات الأسهم والعملات والسلع الزراعية والمعادن النفيسة ومعدلات الفائدة في المستقبل (Bodie et. al, 1999: 608). إنَّ فلسفة التعامل بحقوق الخيارات والاستفادة التي يحصل عليها المتعامل من ممارسة هذا الحق تتوقف على خبرته في سوق المال وعلى مدى دقة توقعاته بحركة الأسعار ارتفاعاً وانخفاضاً وذلك بشراء حق خيار يعطي للمتعامل أو المستثمر الحق في شراء موجود معين (حسن، ٢٠٠٤: ١٧٦)، والخيارات تختلف عن عقود المستقبليات والعقود الآجلة فالمستثمر الذي اشترى عقداً مستقبلياً أو آجلاً أصبح ملزماً بتنفيذ هذه العقود في حين أنَّ المستثمر الذي اشترى خيارات لديه ثلاثة أنماط متاحة في التصرف (Rose, 1999: 258).

- بيع عقد الخيار في تاريخ التنفيذ ليصبح مالكاً للموجود.
- بيع عقد الخيار في السوق المنظمة للخيارات قبل تاريخ التنفيذ.
- ترك الخيار تنتهي مدة أجله (صلاحيته) ويصبح من دون قيمة.

ومن جانب آخر فأنَّ الخيار بحد ذاته يعد ورقة مالية تعطي حاملها الحق للمتاجرة بكمية ثابتة من الأسهم العادية عادة (١٠٠ سهم) وذلك في تاريخ معين أو قبله (Gitman, 2000: 764) (Hull: 2007, 6). هذا يعني إذا رغب المشتري في شراء (٢٠٠) سهم من سوق عقود الخيارات، فينبغي عليه أن يشتري عقدين أما إذا رغب في شراء (٣٠٠)

سهم حينئذ ينبغي عليه شراء ثلاثة عقود وهكذا. هذا ويسمى السعر المتفق عليه عند التنفيذ بسعر التعاقد (Contract Price) أو سعر التنفيذ أو الممارسة وهو السعر الذي ينفذ على أساسه عقد الخيار وهو بذلك قد يختلف عن سعر السوق (Market Price) الذي يقصد به السعر الذي تباع به الورقة في السوق الحاضر.

وتمثل عقود الخيارات واحدة من الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للتغطية ضد مخاطر تغيّر الأسعار في غير صالحهم، ويستخدمها المضاربون لتحقيق الأرباح (هندي، ٢٠٠٤: ٣٦٨).

ويمكن التمييز بين نوعين من عقود الخيارات:

أ- عقود الخيارات من حيث التنفيذ:

① عقد الخيار الأمريكي (American Option) يعطي إلى حامل الخيار الحق في شراء أو بيع الموجودات الأساسية في أي وقت قبل أو عند تاريخ تنفيذ الخيار. وبكلام آخر هو عقد يعطي حامل الخيار الحق في التنفيذ في أي وقت خلال عمر العقد.(المدة التي تمتد منذ إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهاء العقد).

② عقد الخيار الأوروبي (European Option) يعطي حامل الخيار الحق في شراء أو بيع الموجودات الأساسية في تاريخ تنفيذ العقد فقط. (Saunders & Cornett, 2004: 289) (Hull: 2007, 6) وهذا الخيار لا يختلف عن الخيار الأمريكي إلا أن التنفيذ لا يتم إلا في التاريخ المحدد لانتهائه (Expiration Date) والمنصوص عليه في العقد (رمضان، ٢٠٠٧: ٩٣)، ويمكن المتاجرة بالخيار الأمريكي والأوروبي على حد سواء ولكن الخيار الأمريكي يعد أكثر تداولاً (Bodie. et.al, 2008: 695).

ب- عقود الخيارات من حيث طبيعة العقد

① عقد حق خيار الشراء (Call Option) خيار الشراء يعطي حامل الخيار الحق في شراء الموجودات الأساسية في تاريخ محدد و بسعر محدد وهو غير ملزم لحامله (Gitman & Joehnk, 2004: 586) وأشار إليها بنفس المعنى كل من (Hull, 2007: 6) (White, et al, 2007: 595).

إنَّ خيار الشراء تنتهي صلاحيته ويصبح بلا قيمة إلا إذا ارتفعت الأسعار الحاضرة أعلى من سعر التنفيذ،على أنَّ حق شراء شيء لأكثر من سعره الحاضر ليس له قيمة. ولكن عندما يكون ما فوق سعر التنفيذ أو الممارسة، فان قيمة خيار الشراء ترتفع سنتا واحدا لكل سنت من الأسعار الحاضرة (Higgins, 2004: 178) و(Bodie et. al, 2008: 698).

فإذا ما توقع مستثمر ارتفاع سعر السهم لشركة معينة في الأسواق لسبب من الأسباب فقد يبادر إلى شراء عقد (أو مجموعة عقود) خيار يعطيه الحق في شراء عدد من أسهم هذه الشركة

في أو قبل تاريخ معين وبسعر متفق عليه مسبقاً، فيكون ثمن العقد مبلغاً رمزياً (علاوة) ويظل يراقب أسعار أسهم تلك الشركة فإذا ما ارتفعت تلك الأسهم إلى المستوى الذي يلائمه وهو مستوى عادة أعلى من السعر المتفق عليه فإنَّ العقد سينفذ بالسعر المتفق عليه شرط أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد أو قبله إذا كان العقد أمريكياً أو في التاريخ المحدد إذا كان العقد أوروبياً. ويكون بذلك حامل العقد قد قام بممارسة حقه ويجب على محرر الخيار (Option Writer) أن يلتزم بالتنفيذ حتى لو كان يلحق به خسارة(رمضان، ٢٠٠٧: ٩٣).

أمّا إذا حل تاريخ التنفيذ وتساوت القيمة السوقية للموجود الأساسي وسعر التنفيذ لخيار الشراء فان بالإمكان تنفيذ الخيار أو عدم تنفيذه(Johnson, 2000: 142-143) وتعد خيارات الشراء أشهر من خيارات البيع بعض الشيء (Ritter et. al, 2000: 160).

وبذلك يحقق خيار الشراء حماية للمستثمر من تقلبات الأسعار لأن خسائره دائماً تتحدد بمقدار العلاوة، أمّا أرباحه فلا حدود لها، فهي ترتفع مع ارتفاع قيمة الأصل وقت التنفيذ وتكون خسائر محرر الخيار إذا لم تتحقق توقعاته بشأن سعر الأصل خلال مدة العقد عندما يطلب المشتري التنفيذ عبارة عن الفرق بين قيمة الأصل في عقد الخيار وبين القيمة السوقية له وتنخفض هذه الخسارة بمقدار العلاوة. أمّا أرباح محرر العقد إذا تحققت توقعاته خلال مدة العقد فتكون هي مقدار العلاوة المحددة قيمتها في عقد الخيار وبذلك فإن أرباح المحرر محددة بمبلغ العلاوة فقط، وأمّا خسائره فلا حدود لها. (آل شبيب، ٢٠٠٩: ٤٠٤-٤٠٥).

② عقد حق خيار البيع (Put Option) خيار البيع يعطي حامل الخيار الحق ببيع الموجودات الضمنية في تاريخ محدد وبسعر محدد أيضا وهو غير ملزم لحامله (Hull, 2007: 6)(Gitman & Joehnk, 2002: 586). وفي هذه الحالة فإن حامل الخيار سوف لن ينفذ الخيار إذا لم يكن سعر بيع الموجود في السوق اقل من سعر تنفيذ الخيار (Bodie. et.al, 2008: 700). أي أنه يمارس حقّه عندما ينخفض سعر السوق الحاضر اقل من سعر التنفيذ.

فإذا ما انخفض سعر الموجود (سعر سهم الشركة) أو سعر الصرف في السوق بمستوى اقل من السعر المحدد في عقد خيار البيع، فإن حامل العقد يمارس حقّه في البيع لمحرر العقد بسعر التنفيذ المتفق عليه، وعلى محرر العقد أن يشتري بذلك السعر. أمّا إذا ارتفع سعر السهم أو سعر الصرف إلى أعلى من السعر المحدد في العقد فإن حامل العقد لن يمارس حقّه وتكون خسارته عبارة عن ثمن شراء العقد فقط. (رمضان، ٢٠٠٧: ٩٣-٩٤)، وهي العلاوة أو المكافأة غير المستردة (Premium)، أضف إلى ذلك فإنّه من الأفضل أن يقوم حامل الخيار في هذه الحالة أن يبيع الأسهم في السوق الحاضر ليحقق أرباحاً عالية وبذلك تكون خسارته فقط العلاوة

المدفوعة إلى المحرر، وبهذا يقوم المستثمر بحماية نفسه من تقلبات الأسعار بتنفيذ الخيار أو عدم تنفيذه.

ومما تقدَّم نستطيع أن نقول : إنَّ لبائع أو مشتري الخيار حرية كاملة في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد فهو حق وليس إلزاماً، إلا أن العقد ملزم للطرف الآخر (محرر الخيار). إنَّ ذلك يعني أن زمام المبادرة هي دائماً رهن بإرادة حامل خيار الشراء أو البيع وما على المحررإلا التنفيذ ما دام قد قبض قيمة العلاوة.

وهناك العديد من العوامل المؤثرة في سعر الخيارات من أهمها:

أ- سعر السهم

ب- تقلب سعر السهم

ج- سعر التنفيذ

د- أسعار الفائدة

هـ- تاريخ التنفيذ

و- إجراء توزيعات نقدية

ويمكن أن نعرض لهذه العوامل على النحو الآتي:

أ) سعر السهم (Share Price)

يلاحظ أن لمستوى سعر السهم تأثيراً مباشراً في القيمة الحقيقية للخيار، وذلك بأنَّ أيَّة زيادة في سعر السهم سيكون لها تأثير موجب في القيمة الحقيقية لخيار الشراء أي يميل خيار الشراء إلى الارتفاع بينما يكون لها تأثير سلبي على القيمة الحقيقية لخيار البيع أي يميل خيار البيع إلى الانخفاض، والعكس فإن أي انخفاض في سعر السهم تؤدي إلى خفض سعر خيار الشراء بينما تؤدي إلى زيادة قيمة خيارات البيع. (حنفي، ٢٠٠٧: ٤٦٦).

ب) تقلب سعر السهم (Stock Price Volatility)

كذلك يُعد تقلب سعر السهم أحد العوامل المؤثرة بشكل كبير في قيمة الخيار. وبهذا يمكن أن تؤدي توقعات النتائج إلى الزيادة في قيمة الخيار كلما زاد تقلب سعر السهم (Van Horne, 1998: 107)، فالتقلبات الكبيرة في سعر السهم تعني توفر فرصة أفضل لتنفيذ العقد وتحقيق أرباح على حساب المحرر. هذا يعني بالتبعية مطالبة المحرر بمكافأة أكبر على العقود التي تبرم على مثل هذه الأسهم، لتعويضه عن المخاطر (الخسارة) نتيجة لوجود فرصة أفضل لانخفاض سعر السهم في حالة خيار البيع وارتفاعه في حالة خيار الشراء وهو ما يعني توفر فرصة أفضل للمشتري لتنفيذ العقد، وتحقيق الأرباح (هندي، ٢٠٠٢: ٥٨٠).

ج) سعر التنفيذ أو (الممارسة) (Strike or Exercise Price)

سعر التنفيذ يشير إلى السعر الذي يتم الاتفاق عليه بين مشتري الخيار ومحرره، سواء أكان خيار بيع أم شراء ، وسعر التنفيذ لخيار الشراء يحدد السعر لكل ١٠٠ سهم تمّ شراؤه من المحرر، بينما سعر التنفيذ لخيار البيع يشير إلى بيع الأسهم إلى محرر الخيار، فإذا كان سعر التنفيذ عالياً سيقلل من قيمة خيار الشراء، أما إذا انخفض سعر التنفيذ فتكون هناك فرصة أفضل لتحقيق الربح وبهذا ترتفع قيمة الخيار،والعكس يحصل إذا كان سعر التنفيذ منخفض سيقلل من قيمة خيار البيع، وتتوفر فرصة أفضل لتحقيق الربح إذا ارتفع سعر التنفيذ لهذا الخيار (Gitman & Joehnk, 2002: 590).

د) أسعار الفائدة (Interest Prices)

عندما ترتفع أسعار الفائدة، يتعين أن تكون قيمة المكافأة كبيرة، بالقدر الذي يشجع المستثمرين على تحرير عقود خيارات، مفضلين إيّاها على استثمارات أخرى بديلة تنطوي على قدر أقل من المخاطر، فلو لم يحصل المستثمر على مكافأة عالية في مقابل عقد الخيار الذي يحرره، فسيكون من الأفضل له أنْ يبيع السهم الذي يملكه بدلاً من تحرير عقد به، ثم يستثمر الحصيلة في استثمار يتعرض لمخاطر أقل مثل السندات والودائع المصرفية. ويتوقع في ظل ارتفاع أسعار الفائدة أن تكون مكافأة خيارات الشراء كبيرة، ومكافأة خيار البيع صغيرة والعكس صحيح (هندي، ٢٠٠٤: ٣٩٩)، ذلك بأنَّ سعر خيار البيع يتحرك بشكل معاكس لأسعار الفائدة . وبذلك فإنَّ زيادة أسعار الفائدة تجعل خيار البيع أقل إقبالاً (Chance: 1998, 106-107).

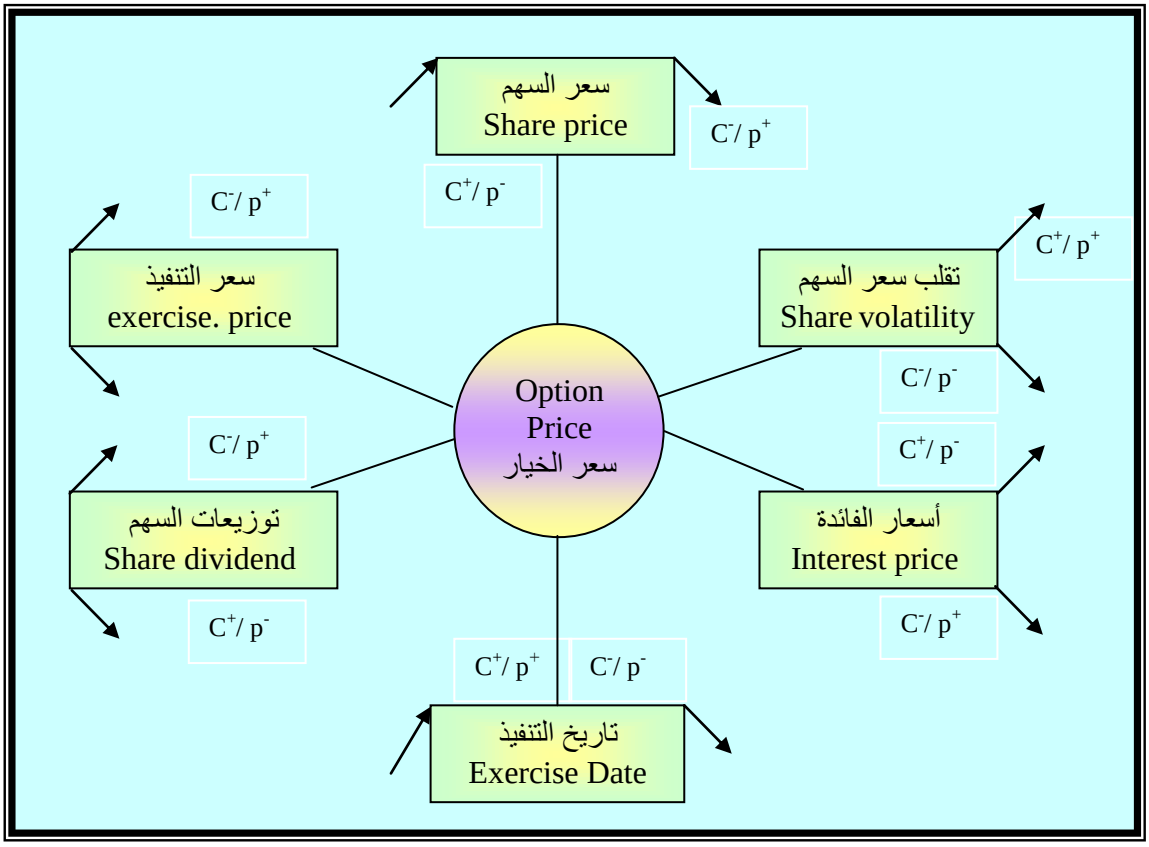
هـ- تاريخ التنفيذ (Exercise- Date)

يمثل التاريخ الذي يقوم به مشتري حق الخيار بتنفيذ الاتفاق (العقد) وهو في الخيار الأوروبي آخر يوم للاتفاق، بينما في الخيار الأمريكي خلال المدة الممتدة من تاريخ إبرام الاتفاق حتى تاريخ انتهائه(الحناوي: ٢٠٠٠، ٢٣٣).فمن المعلوم أنّ حاملي خيارات البيع والشراء لا ينفذون خياراتهم إلا إذا كان هناك مكسباً لهم فكلما ازدادت مدة تنفيذ الخيارات سوف تتاح لهم فرصة أفضل للتنفيذ وتحقيق الربح وبهذا فان سعر الخيار يزداد كلما طالت مدة تنفيذ الخيار (Jones,2000:467) .بكلام آخر تكون هناك علاقة طردية بين تاريخ التنفيذ وسعر الخيار سواء أكان خيار شراء أم خيار بيع.

و- إجراء توزيعات نقدية (Cash Dividends)

إذا استحقت توزيعات معينة لسهم معين من خلال المدة المتبقية من عمر الخيار فلا تعدل عقود الخيارات ومع ذلك تُظهر خيارات الشراء وخيارات البيع هذه التوزيعات عند حدوثها.

فالتوزيعات المرتفعة تؤدي إلى تخفيض أسعار خيارات الشراء بينما تؤدي إلى ارتفاع أسعار خيار البيع (حنفي، ٢٠٠٧: ٤٦٨) والشكل (٣) يلخص العوامل المؤثرة في سعر الخيار.



شكل (٣) العوامل المؤثر في سعر الخيار

المصدر: حنفي، عبد الغفار (استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية)، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٢٠٠٧، ص ٤٦٩.

بفرض استخدام الرموز الآتية:

C = خيار الشراء Call Option

P = خيار البيع Put Option

+ = عامل يؤثر بالزيادة

− = عامل يؤثر بالانخفاض

(+) = زيادة سعر الخيار

(−) = انخفاض سعر الخيار

٤- عقود المبادلات (Swaps Contracts)

وهي عقود مشتقة (Derivatives) تمارس في أسواق غير منظمة (Over the Counter)، ويتفق فيها طرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية، وذلك لمدة محددة

وبالاعتماد على مبلغ أساسي غالباً ما يتخيله الطرفان (Motional Amount) (Stulz, 2006: 4) وقد مُورست عقود المبادلات لأول مرة في العام 1970 بالنسبة للعملات الأجنبية، وفي العام 1981 بالنسبة لأسعار الفائدة ومن ثم دخلت مبادلات السلع والرهون والضرائب وبذلك امتدت ممارسة العقود المذكورة لأكثر من ربع قرن وشملت مجالات مختلفة للاستثمارات، حتى تجاوزت قيمتها الكلية (٨) تريليونات من الدولار الأمريكي في نهاية تسعينات القرن الماضي (معروف، ٢٠٠٣: ١٦٧).

وتعد المبادلات طريقة أخرى لتخفيض المخاطر المالية، وهي التزامات لتبادل مدفوعات نقدية على وفق تفضيلات كل طرف حول شكل أو نوع المدفوعات التي ستتم مبادلتها (Brigham & Ehrhardt, 2002: 934)، وتدعى أيضا (المقايضة) وهي اتفاق تعاقدي بين طرفين أو أكثر، يتم بموجبه مبادلة موجودات أو سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة محددة من الوقت الذي سبق تحديدها (Reilly,1997: 918)(Johnson, 2000: 149) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على خلاف ما هو معروف في عقود الخيارات، فضلاً عن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح والخسائر) لا يتم تسويتها يومياً، كما هي الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا تتم تسويته مرة واحدة كما هي الحال في العقود الآجلة، لذا يعرّف عقد المبادلة بأنه: سلسلة من العقود الآجلة (الحناوي، ٢٠٠٠: ٣٨٥).

فالمبادلات هي عقود طويلة الأجل يمكن أن تستخدم لحماية المستثمرين من مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر أسعار الصرف (Sunders: 2000, 272)، إذ أنّها تمثل طريقة أخرى لحماية المستثمرين من مخاطر تحويل العملات وتمثل ترتيبات بين طرفين لمبادلة نوعين من العملات بتاريخ محدد في المستقبل وبسعر صرف متفق عليه، فالمبادلة هي سعر صرف حاضر لمعاملة آجلة.(Bodie et. al, 2002: 791)، بما يشابه العقود الآجلة فإنّ المبادلات،على نحوٍ عام هي تعاملات معدة على وفق رغبة المتعاملين أو الطرفين وتستخدم لتصحيح عدم التوازن ما بين الموجودات والمطلوبات من أسعار الصرف الأجنبي (Johnson, 2000: 171)، وتعد المبادلات بمثابة محفظة من العقود الآجلة (Stulz, 2005: 7)، وبهذا المفهوم تحدد شروط عقود المبادلات (المقايضات) عدة عناصر رئيسة هي: (مطر وتيم، ٢٠٠٥: ٢٨٥)

أ) طرفا العقد.
ب) الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة (المبادلة).
ج) قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة.
د) العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصّل بها المقبوضات.
هـ) السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليها.
و) مدة سريان العقد.

وتتعامل أسواق المبادلات بأربعة أنواع هي (شكري وعوض، ٢٠٠٤: ٣٥٣):

أ- عقود مبادلات أسعار الفائدة (Interest Rate Swaps)

ب- عقود مبادلات العملات (Currency Swaps)

ج- عقود مبادلات السلع (Commodity Swaps)

د- عقود مبادلات حقوق الملكية (Equity Swaps)

وأهمها عقود مبادلة أسعار الفائدة ومبادلة أسعار العملات (Stulz, 2004: 6) والأكثر شيوعاً في الأسواق النقدية والمالية وبخاصة بين المؤسسات المالية، فنادراً ما يتعامل الأفراد بها.

أ- **عقود مبادلة أسعار الفائدة** Interest Rate Swaps

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول اتجاهات تقلب أسعار الفائدة السوقية من جهةٍ أخرى. والهدف الرئيس من استخدام عقود مبادلة أسعار الفائدة هو تخفيض تكلفة التمويل وذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية. (مطر وتيم، ٢٠٠٥: ٢٩٠-٢٩١)، إذ يمكن مبادلة تدفقات نقدية بأسعار فائدة عائمة على قرض مقابل تدفقات نقدية بأسعار فائدة ثابتة وتحسب التدفقات على أساس المبلغ الاسمي الذي لا يكون خاضعاً للتبادل (Stulz, 2004: 6).

ولعقد المبادلة طرفان، يقوم الطرف الأول بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة لذلك يطلق عليه دافع الفائدة الثابتة (Fixed Payer) ويسعى هذا الطرف إلى حماية نفسه من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا كان سعر الفائدة المتغيرة أعلى من سعر الفائدة الثابتة، يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الثاني (المحرر)، أمّا بالنسبة للطرف الثاني، فإنَّه يقوم بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة المتغيرة (Floating Payer). ويسعى هذا الطرف إلى حماية نفسه من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا ما انخفض سعر الفائدة المتغيرة عن سعر الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول (المشتري)* (الحناوي، ٢٠٠٠: ٣٨٩).

ب- عقود مبادلة العملة (Currency Swaps)

تهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلاً في أسعار صرف العملات، وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر

---

* وللتعرّف على طبيعة عملية مبادلة سعر الفائدة على نحو أوضح سنستعمل (المثال الآتي)[1]، لنفرض أنَّ عملية المبادلة ستغطي مدة خمس سنوات وتتضمن دفعات سنوية على مبلغ (مليون دولار) مبلغًا أساسياً، ولنفرض أن الطرف (A) يوافق على دفع سعر فائدة ثابت مقداره 12% للطرف (B) وفي المقابل فإن الطرف (B) سيدفع معدل فائدة معوم أو (متغير) على المبلغ نفسه والمدة نفسها بمقدار LIBOR[1] +3% فالطرف (A) يدفع 12% على مبلغ مليون دولار= 120000 دولار كل سنة للطرف (B) الذي يقوم بدوره بدفع دفعات معينة للطرف (A) وقيمة هذه الدفعات تعتمد على حركة LiBOR، تصوريا فالطرفين (A) و(B) يتبادلان أصل المبلغ الأساسي (المليون دولار) ولكن في الواقع فان عملية تحويل مليون من طرف إلى آخر هي عملية غير منطقية ولذلك فان أصل المبلغ لا يتم تبادله، وفي المقابل فهو يؤدي دورا فقط في تحديد قيمة الدفعات ولا يدخل في عملية مبادلة ولذلك يطلق عليه اسم رأس المال التخيلي، لنفرض مثلا أن قيمة LiBOR عند الدفعة الأولى هو ١٠% فهذا يعني أن الطرف (A) ملتزم بدفع مبلغ 120000 دولار للطرف (B) والطرف (B) ملتزم بدفع مبلغ ١٣٠٠٠٠دولار (LiBoR+3%) وبعملية تقاص بين الطرفين نجد أن الطرف (B) مدين للطرف (A) بمبلغ (١٠٠٠٠) دولار، وهذه تشكل القيمة الصافية وهي ما يتم تحويله من الطرف (B) إلى الطرف (A) (مطر وآخرون: ٢٠٠٨، ١٣٧- ١٣٨).

(spot market)، وفي الوقت نفسه تجري عملية متزامنة في السوق الآجل، وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها (الحناوي، ٢٠٠٠: ٤٠٨)، ومن جهةٍ أخرى أشار (Johnson) إلى أنَّ مبادلة العملة الأجنبية هي تبادل العملة في السوق النقدي مع اتفاقية متزامنة لعكس المعاملات في السوق الآجل، وأنَّ كلا من أسعار الصرف والتوقيت في معاملات السوق الآجل محددة وقت الاتفاق على العقد (Johnson,2000:171) فهي اتفاقية يمكن أن تستخدم في مواجهة وتخفيض المخاطر المرتبطة بالصفقات في الأجل الطويل والمخاطر الناتجة عن عدم التأكد في أسعار الصرف.(Madura, 2000: 328).

وتنظم معظم عقود المبادلات من لدن المصارف الدولية التي وجدت بأنَّ وساطتها بين طرفي المبادلة هو من الأعمال المربحة، فمبادلة العملة هو الاتفاق الذي يربط مابين الأسواق النقدية (الحاضرة) والأسواق الآجلة فقد تبيع أو تشتري المصارف العملة الأجنبية بالسعر الحاضر ويوافق ذاته على الشراء أو بيع العملة ذاتها في تاريخ محدد في المستقبل وبالسعر الآجل، ويعرف الفرق بين أسعار البيع والشراء بسعر المبادلة (Ross et. al, 2002: 876)، ومن جهةٍ أخرى وضح (Van Horne) بأنه يمكن استخدام المبادلة من قبل الحكومات والمصارف المركزية لتشجيع التجارة والاستثمار الدولي فإذا كانت الظروف الاقتصادية وسوق العملات غير مستقرة بسبب انخفاض قيم العملات فإنَّ الحكومات هي الوحيدة قادرة على تحمل تلك المخاطر، وتزداد فاعليه المصارف المركزية في مجال المبادلات كوسيلة في استقرار عملاتها* (Van Horne, 2004: 766) .

---

* لتوضيح العملية نفرض أن سعر التبادل الحالي بين المارك والدولار هو (٢,٥) مارك لكل دولار، وعليه فإن المارك يعادل ٤٠% دولار ولنفرض أن سعر الفائدة على المارك ٨% وسعر الفائدة على الدولار ١٠% والطرف (C) يملك ٢٥ مليون مارك ويريد استبدالها بدولارات، وفي مقابل الحصول على هذه الماركات فعلى الطرف (D) دفع مبلغ (١٠) مليون دولار عند بداية عملية المبادلة ولنفرض أيضاً أن شروط العقد تنص على أن مدته (٧) سنوات وان الطرفين سيدفعان دفعات فائدة سنوية واعتماداً على أسعار الفائدة لكلا العمليتين، نجد أن الطرف (D) سيدفع فائدة سنوية للطرف (C) مقدارها (٢) مليون مارك فيما يدفع الطرف (C) مليون دولار كل سنة للطرف (D).

وفي الحياة الواقعية فإن الطرفين سيتبادلان فقط الدفعات الصافية كل سنة، ولنفرض مثلاً أن سعر التبادل كان في نهاية السنة الأولى بين المارك والدولار هو ٢,٢٢٢٢ مارك لكل دولار أي أن المارك يعادل ٠,٤٥ دولار وبتقسيم التزام كل طرف بالدولار على هذا السعر فإن الطرف (C) مدين بمليون دولار للطرف (D)، والطرف (D) مدين بمبلغ ٩٠٠٠٠٠ دولار (٢ مليون × ٠,٤٥) للطرف (C)، ولذلك فالطرف (C) سيحول مبلغ (١٠٠٠٠٠) دولار (قيمة الفرق) للطرف (D)، وفي السنوات الأخرى فان سعر التبديل سيختلف والمبالغ الصافية ستظهر هذا الاختلاف في سعر التبديل، وفي نهاية السنة السابعة فإن الطرفين سيقومان مرة أخرى بتبادل أصل المبلغ فيدفع الطرف (C) (١٠) مليون دولار والطرف (D) سيدفع ٢٥ مليون مارك وبهذه الدفعات تستكمل عملية المبادلة (مطر وآخرون، ٢٠٠٨: ١٣٩).

رابعاً: **مخاطر ومزايا التعامل بالمشتقات المالية**:

Risks & Advantages of Trading in financial Derivatives

إذا كانت المخاطرة عنصرا يلازم الاستثمار أيّاً كان مجاله، فأن هذه المخاطر تبلغ أوجها لدى الاستثمار في المشتقات المالية، وينشأ ارتفاع مخاطر الاستثمار في المشتقات المالية عن حالة عدم التأكد (Uncertainty) المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنّما مع المستقبل. ولعل من أفضل الشواهد على هذه الحقيقة حادثة إفلاس بنك (Brings Merchant Bank) عام ١٩٩٥ التي نتجت عنه المبالغة في تعامل كبير المتعاملين لدى فرعه في سنغافورة بالمشتقات، وبالذات عقود الخيارات والعقود المستقبلية سواء للعملات الأجنبية أم للأوراق المالية مما سبب خسارة إجمالية تقارب (١,٣) مليار دولار (مطر وتيم، ٢٠٠٥: ٢٥٥). وفي عام ٢٠٠٨ بدأت الأزمة المالية العالمية التي ضربت الأسواق الأمريكية وامتدت إلى الأسواق الأوروبية والعربية التي استمرت حتّى عام ٢٠٠٩ نتيجة الإفراط والتعامل بحجم كبير بالقروض وعقود المشتقّات المالية في أشهر المصارف العالمية حتّى كانت الأسهم في أسواق التعاملات العالمية وفي عدد من المصارف العالمية وبخاصة في الغرب وآسيا قد تعرّضت إلى هزّات عنيفة تحوّلت إلى أسوأ أزمة مالية يمّر بها العالم منذ ما يقرب من ٨٠ عام(www.alamwaat.com/2008)، وهكذا نجد أنَّ الأزمة المالية الحالية هي نتيجة للتوسّع غير المنضبط في القطاع المصرفي في الولايات المتّحدة ومن ورائه بقية دول العالم المتقدّم، وذلك بأنَّ التعامل بالأدوات المالية الجديدة أو المشتقّات ساعد على تفاقم هذا الخطر بزيادة أحجام الإقراض موجة تلو الموجة، مما عرّض هذه المصارف إلى خسائر فادحة (٢٠٠٩ /www.knol,google.com).

إنَّ جوهر العمل التجاري هو التعرض للمخاطر لأنَّ أيَّة عملية تجارية تنطوي على سلسلة من الوظائف ولها مستويات مختلفة من المخاطر، فليس هناك مشروعٍ خالٍ من المخاطر. والوظيفة الأساسية للإدارة هي تحديد المخاطر الرئيسة التي يتعرض لها العمل التجاري، وذلك لفهم مستوى المخاطر التي ترغب الثقافة المؤسسية في تحمله وتقرير طبيعة ومدى المخاطر التي تكون المؤسسة المصرفية على استعداد لمواجهتها ومراجعة هذا القرار بانتظام (الساعاتي، ٢٠٠٣: ٣٠).

وتزداد هذه المخاطر على المستثمر في البورصة مع كثرة أخطائه عند التعامل مع الأسواق التي من أبرزها، عدم وضوح الهدف، هل هو شراء أسهم من أجل الاستثمار المستقر أم من أجل مضاربات سريعة، وهذا يؤدي بطبيعة الحال إلى تعرَّض المحفظة الاستثمارية إلى المخاطر السوقية وكذلك الإصرار على المضاربة بحجة تعويض الخسارة الأمر الذي قد يرتب عليه

خسائر جديدة، ومن ثم الإصرار من جديد على المضاربة، فهذه من الحالات النفسية التي تنتاب المضاربين في البورصة، وتكون ضارّة.(www.islmonline.net/2008).

وتعرف المخاطرة على نحوٍ عام بأنها وجود احتمال لتحقيق خسارة مالية. أو هي احتمال انخفاض العائد المستقبلي عن المتوقع. وطبقاً لهذا المفهوم فإن المخاطرة ترتبط بالعائد، ولكون العائد له مفهوم مالي، فإن المخاطرة لها مفهوم مالي قابلة للقياس الكمي (النعيمي والتميمي، ٢٠٠٩: ١٠١)، وتعرف أيضاً بأنّها توقعات تثير القلق حول العائد المتوقع تحقيقه من عمل استثمار معين، وأنَّ كل عمل استثماري يتضمن مخاطرة (Wild, 2003:5) بكلام آخر احتمال أنْ تكون العائدات المستقبلية والتدفقات النقدية أقل من المتوقع Brigham&Ehrhardt,2002:916)). وفي كثير من الأحيان يستخدم مصطلح المخاطر(Risk) وعدم التأكد (Uncertainty) مفهومين مترادفين للإشارة إلى تقلب عوائد الاستثمارات ولكنَّ لكل منهما مفهوماً ومعنى. فالمخاطرة دالة لاحتمالات يعتمدها متخذ القرار في تقويم وقياس المخاطرة، وعليه فإنَّ متخذ القرار يستند إلى معلومات في تقييم المخاطرة، في حين يشير مفهوم عدم التأكد إلى عدم امتلاك متخذ القرار المعلومات الكافية في تحديد العائد المتوقع، وتلعب مهارات وحدس متخذ القرار دوراً كبيراً في تحليل العوامل وتقويمها (النعيمي والتميمي، ٢٠٠٩: ١٠١).

والمستثمرون على نحوٍ عام يرغبون بتفادي المخاطر ويميلون إلى أن يكونوا محافظين بدلاً من أن يكونوا مغامرين ، لذلك فإنهم عندما يقبلون المخاطرة فسوف يطالبون بزيادة العائد كلما ارتفعت المخاطرة (Gitman, 2000: 200).

إن استخدام المشتقات قد يعرض المصارف وغيرها من المؤسسات المالية إلى عدد من المخاطر هي(www.kantaji.com):

١- المخاطر الائتمانية (Credit Risk)
٢- مخاطر السوق (Market Risk)
٣- مخاطر التسوية (Settlement Risk)
٤- مخاطر العمليات الناجمة عن عدم السيطرة (التشغيلية) (Operational Risk)
٥- مخاطر السيولة (Liquidity Risk)
٦- المخاطر القانونية (عدم قانونية بعض عقود المشتقات) (Legal Risk)

١- المخاطر الائتمانية (Credit Risk)

وهي المخاطر الناجمة عن عدم قدرة أحد الأطراف على تنفيذ العقد خاصة إذا كانت هناك تغيرات واضحة في سعر الموجود الأساسي عندما يقترب موعد الاستحقاق (Brigham&Ehrhardt,2002:921). وتسمى أيضاً بمخاطرة النكول (Default Risk) أو مخاطر عدم الوفاء التي تتمثل في الخسارة الناشئة عن نكول أحد طرفي العقد بالوفاء بالتزاماته. إنَّ المتعاملين يمكن أن يخسروا مبالغ كبيرة جداً عندما يفشل الطرف المقابل في الإيفاء بالتزاماته، وأصبح مديرو المالية أكثر اهتماما بهذا النوع من المخاطر المصاحبة للأدوات المشتقة، ولاسيما تلك التي يتم التعامل بها في الأسواق الموازية (Gangadhar&Rames,2006:440)وغني عن البيان أنَّ المخاطر الائتمانية كانت وما زالت من أهم الأسباب الرئيسة لفشل العديد من المؤسسات المالية.

٢- مخاطر السوق (Market Risk)

وهي المخاطر التي تتأثر بها الأدوات الاستثمارية نتيجة للظروف السياسية أو الأجتماعية أو الدورات الاقتصادية في البلد. أو نتيجة العلاقة مع البلدان التي يرتبط بها بعلاقات اقتصادية متينة. وتؤثر هذه الأحداث في جميع الأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق وهي غير متوقعة وتنشأ عادةً نتيجة للاتجاهات المرتفعة والمنخفضة التي تطرأ على السوق المالي وسوق رأس المال لأسباب اقتصادية وسياسية واجتماعية في بلد ما أو في البلد الذي يرتبط به بعلاقات تبادلية كبيرة. وعلى سبيل المثال التحولات الاقتصادية والسياسية في أوروبا الشرقية أثرت كثيراً في أسواق هذه البلدان وفي أسواق البلدان الأخرى مثل روسيا، وإنَّ الانهيار الذي شهده الاقتصاد الروسي أثر على نحوٍ مباشر في اقتصاديات هذه البلدان (آل شبيب، ٢٠٠٩: ١١٩). والدليل على أن مخاطر السوق هي مخاطر عامة تتأثر فيها معظم الاستثمارات هو أنَّ الأزمة المالية التي ضربت الأسواق الأمريكية عام ٢٠٠٨ انتقلت إلى العديد من الدول الأوروبية والآسيوية، إذ تعرّضت العديد من المصارف في آسيا وأوروبا لخسائر فادحة من جرّاء الأزمة المالية، الأمر الذي أدّى إلى انتشار المخاوف بين هذه المصارف نتيجة المخاطر السوقية التي أصابتها (www.pathways.cu.edu.eg/ ٢٠٠٩) إذ نلاحظ أنَّ الانهيار الذي شهدته الأسواق الأمريكية انعكس تأثيرها مباشرة على هذه الدول باعتبار أنَّ المخاطر السوقية هي مخاطر عامّة تمتد إلى الأسواق المالية في بلدان أخرى، مثل الأسواق العربية والآسيوية وتؤثّر في استثماراتها لارتباطها المباشر مع هذه الأسواق.

٣- مخاطر التسوية (Settlement Risk)

تمثل إحدى واجهات هذه المخاطرة في كون القليل من المعاملات المالية تتم تسويتها اليوم آنيا ،لذا إنَّ أحد الأطراف قد يتعرض للخسارة إذا كان السعر الذي باع به مرتفعا، وإنَّ الطرف المقابل يرفض التسديد في التاريخ المحدد للتسوية (العابدي، ٢٠٠٥: ٦٥).

٤- مخاطر العمليات الناجمة عن عدم السيطرة (التشغيلية) (Operational Risk)

وهي مخاطر عدم كفاءة إدارة محفظة المشتقات المالية، ويجب دراسة هذه المخاطر قبل اتخاذ أي مركز في المشتقات لأنَّ استعمال المشتقات المالية من دون فهم لمفرداتها يمكن أنْ تعرَّض المؤسسات المالية إلى المخاطر غير المتوقعة(Gangadhar&Rames,2006:440) وإن هذه المخاطر تضعف من قدرة الشركة على تحقيق الأرباح ولاريب في أنَّ عدم القدرة على تحقيق الأرباح سيزيد من تعرض الشركة لمخاطر التخلف عن الوفاء بالتزاماتها، وبغض النظر عن إمكانية الشركة لتوليد الأرباح في المدى البعيد فإنها إذا استطاعت الوفاء بالتزاماتها فإن عملياتها ستكون خطرة(Spiceland et. al, 2001: 222).

٥- مخاطرالسيولة (Liquidity Risk)

قد يحتاج الأفراد إلى سيولة نقدية لتلبية بعض متطلباتهم، فيتطلب ذلك تسييل الاستثمارات، ويعني ذلك إنهاء الاستثمار أو جزء منه، وتوجيهه ليكون سيولة نقدية. وكثير من الأفراد المستثمرين لا يتنَّبه لهذا العامل المهم، عند اختيارهم لاستثمارات معينة تتطلب فترات زمنية تتراوح بين القصيرة وطويلة الأجل، حتى يمكن جني ثمار هذا الاستثمار. وإن ما نقصده هنا بمخاطر السيولة هو تضاؤل الربح أو انعدامه عند الرغبة في تسييل الاستثمارات فجأةً نظرا لظروف معينة، ومن ثم يجب أن يتوقع المستثمر احتياجاته المالية القادمة ويعمل على توفيرها، حتى لا يقدم على مخاطرة تصفية استثمارات مربحة في محفظة الأسهم الرابحة مما يترتب عليه خسائر حقيقية (www.islamonline.net/ ٢٠٠٨).

٦- المخاطر القانونية (Legal Risk)

وهي المخاطر الناشئة عن مواجهة المشتقات مخاطر الجزاءات القانونية، بسبب التخلف عن تنفيذ عقد ما. وقد تنشأ من نقص الوثائق، أو نقص المقدرة، أو نقص التأهيل، أو الشك في الجواز القانوني أو عدم القدرة على التنفيذ، اثر الإفلاس وعدم الملائمة. (الساعاتي، ٢٠٠٣: ٣١).

وكما أنَّ للمشتقات المالية عيوبها ومخاطرها، فإن لها من المزايا ما يشجع كثيراً من المضاربين على التعامل بها، لا بل يجعلها أكثر أدوات الاستثمار استخداماً في عصرنا الحاضر. فمن جانب توفر المشتقات للمستثمر فيها عن طريق الاستفادة من مزايا الرفع المالي التي تحققها باستخدام ما يعرف بأسلوب الهامش (Margin) فرصاً واسعة لجني أرباح ضخمة، وذلك بفعل التقلبات السعرية للأدوات المالية الأصلية المشمولة بعقودها، كما توفر من جانب آخر أداة لحماية نفسه من آثار هذه التقلبات، بمعنى أنَّ بالإمكان استخدام المشتقات المالية أداةً للمضاربة (Speculation) وفي الوقت نفسه أداةً لمواجهة وتخفيض مخاطر الاستثمارات التي تنشأ عادة أما عن تقلب أسعار الصرف أو تقلب أسعار الفائدة أو تقلب أسعار أصول المحافظ الاستثمارية، سواء أكانت هذه الأصول سلعاً أم أوراقاً مالية. (مطر وتيم، ٢٠٠٥: ٢٥٥-٢٥٦).

وعلى العموم فإنَّ المشتقات المالية تتطلب إدارة واعية للمخاطر المصاحبة لها، مخاطر الائتمان، ومخاطر السوق والمخاطر القانونية للأسواق الحديثة، لذلك يمكن تثقيف المستثمرين وهي مهمة لتفادي المخاطر والاستفادة من المزايا المقدمة منها، والجدول (٤) يوضّح السلبيات والايجابيات للمشتقات المالية

الجدول (4) السلبيات والايجابيات للمشتقات المالية

السلبيات	الايجابيات
١- التلاعب بأسعار الإغلاقات ٢- المضاربة الكثيفة وغير المدروسة للأسهم يمكن أن يؤدي إلى مخاطر كبيرة للمستثمر.	١- تخفيض التكاليف ٢- تخفيض المخاطر وتنويعها ٣- تعظيم العائدات ٤- زيادة حجم السيولة ٥- وسيلة للتحوط ٦- يعطي مؤشر سريع إلى اتجاه الأسعار

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على شبكة الانترنيت (٢٠٠٦ /www.unioninvest.org).

ونظرا لأن الاستفادة من مزايا المشتقات أو تكّبد خسائر نتيجة التعامل بها هو أمر يتوقف على كيفية استخدامها بوصفها وسيلة لتخفيض المخاطر أو أداةً للمضاربة (www.Kantakji.com).

المبحث الثاني

العقود الآجلة

أولاً: العقود الآجلة مفهومها وطبيعتها Forwards Their Concept & Nature

جاء ذكر العقد في القرآن الكريم:﴿يَاأَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ...﴾ (سورة المائدة: ١)، والعقد لغةً أي ما عُقد من البناء والعهد، وهو اتفاق بين طرفين يلتزم بمقتضاه كل منهما بتنفيذ ما اتفقا عليه كعقد البيع والزواج وعقد العمل (مجمع اللغة العربية، ٢٠٠٤: ٦١٤) أما من الناحية القانونية فهو ارتباط الإيجاب الصادر عن أحد المتعاقدين بقبول الآخر على وجه يثبت أثره في المعقود عليه (كوماني والرفيعي، ٢٠٠٠: ٥٣)، ومن الناحية الشرعية فإنَّ عقد البيع كغيره من العقود يحتاج إلى إيجاب وقبول، ولا يجوز تعليق البيع على شيء غير حاصل حين العقد سواء علم بحصوله فيما بعد أم لا (الصدر، ١٩٩٩: ١٤٩).

أمّا من الناحية المالية فالعقود الآجلة (Forward Contracts) اتفاق تعاقدي بين البائع والمشتري لشراء وبيع موجود أساسي بتاريخ محدد في المستقبل، وبسعر محدد يتم الاتفاق عليه الآن (Allaz&Vila,2008:297).

ولفهم خصائص أسواق العقود الآجلة وطبيعتها ينبغي التفريق بين ثلاثة أنواع من الأسواق، هي: أسواق العقود الفورية وأسواق العقود الآجلة وأسواق العقود المستقبلية، وكالآتي (Saunders & Cornett, 2004: 280):

- أسواق العقود الفورية (Spot Contracts Markets) وهي الأسواق التي يجري فيها التعاقد بين المشتري والبائع بالوقت صفر (بداية مدة العقد) وعلى الطرف البائع تسليم الموجود الأساسي فوراً وعلى المشتري أن يدفع المبلغ إلى البائع (قيمة الموجود) فوراً، لأن الصفة المميزة للسوق الفوري (الحاضر) هي التبادل الآني والفوري للنقد مقابل الأوراق المالية (Securities) أو ما يطلق عليها عادةً التسليم مقابل الدفع.
- أسواق العقود الآجلة (Forward Contracts Markets) وهي الأسواق التي يجري فيها التعاقد بين المشتري والبائع في الوقت صفر لمبادلة موجود أساسي في مقابل دفع مبلغ في وقت محدد مستقبلاً.ويتم الاتفاق في بداية إبرام العقد على كل تفاصيل العقد من نوعية وجودة وكمية وسعر الموجود الذي يجب أن يدفع في تاريخ تنفيذ العقد الآجل، وان سعر العقد الآجل يبقى ثابتاً خلال مدة العقد.
- أسواق العقود المستقبلية (Future Contracts Markets) وسنعرض لها بالتفصيل في (المبحث الرابع من هذا الفصل).

وعرف (Domadran).

ويمكن أنْ يكون اتفاق تعاقدي أو التزام أحد الأطراف لشراء موجود أساسي بسعرٍ ثابت وتاريخ محدد في المستقبل يدعى تاريخ التنفيذ من الطرف الآخر وهو ملتزم ببيع الموجود الأساسي بالسعر نفسه والتاريخ المحدد(Stulz, 2005: 22)، ويُتّفق في هذا العقد على مواصفات الأصل محل التعاقد، من حيث الجودة والتصنيف والنوعية ومكان التسليم وتاريخه والسعر ووسيلة السداد على أن يجري التفاوض بين الطرفين (البائع والمشتري) حول هذه الشروط مسبقاً وإن ارتفاع أو انخفاض أسعار العقود الآجلة لا يصاحبها أي تدفّق نقدي للمستثمر، ذلك بأنَّ قيمتها دائماً تصبح أمّا موجبة أو سالبة نتيجة لتغيرات أسعار العقود الآجلة بعد عملية الشراء، وأنَّ عملية التسوية النهائية للعقد الآجل من حيث الربح أو الخسارة لا تتم إلا في تاريخ الاستحقاق (آل شبيب، ٢٠٠٩: ٤١٦).

إنَّ الطرفين المتعاقدين يمكنهما تخفيض مصدر المخاطرة المتمثل بعدم التأكد من العوائد والكلف المتوقعة إذا تمكّنا من الدخول في اتفاقية العقد الآجل (Bodie et. al, 2002: 740) وإنَّ هذه العقود لا تتطلّب بأن يُقدِم كلا الطرفين المتعاقدين ضماناً أو كفالة أو تأمينات معينة بحيث أنَّ كلا الطرفين معرّضان إلى مخاطر النكول أو الإخلال بشروط العقد من الطرف الآخر طوال مدة العقد (Reilly & Brown, 2003: 908). وهذا ما يستدعي معرفة المركز الائتماني لكلا الطرفين. بينما يرى البعض خلاف هذه النظرة،على أنَّ العقود الآجلة تتّسم بمخاطر أقل لفشلها، وذلك لأنّ الأطراف المتعاملة مثل البنوك التجارية والاستثمارية وشركات التأمين والمؤسسات المالية المعروفة بفضل خبراتها تتدخل لتقليل هذه المخاطر (معروف، ٢٠٠٣: ١٥٦).

إنَّ معظم الصفقات الآجلة يتم تداولها على نطاق واسع في أسواق لندن ونيويورك وطوكيو وهونك كونك وسنغافورة وهي أسواق موازية وكفوءة جداً وذات تكاليف منخفضة للمعاملات. (Keith & Dirk, 2000: 84)، ويستخدم المستثمرون هذه العقود بكثرة لتفادي تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية وتدفقات الإيرادات والمطلوبات المستقبلية (حنفي، ٢٠٠٩: ٤٨٣)، إذ يمكن استخدام العقود الآجلة لتحويط المقبوضات والمدفوعات المستقبلية المتوقعة بالعملة الأجنبية من لدن المصدرين والموردين (Keith & Dirk, 2000: 84).

ومما ينبغي الإشارة إليه أنّ تحديد سعر التنفيذ أو الممارسة يجعل من قيمة العقد الآجل مساوية للصفر لحظة التعاقد، وبذلك فإن سعر العقد و سعر التنفيذ سيكونان متساويين لحظة التعاقد. وبمرور الزمن فإن سعر العقد الآجل سيتغير بينما يبقى سعر التنفيذ ثابتا. ويكون هذا التغير استجابة لتغير سعر الموجود محل التعاقد الذي يعد العامل الأكثر تأثيراً في سعر العقد الآجل، وخلال المدة المتبقية للتنفيذ قد يرتفع سعر الموجود محل التعاقد عن سعر التنفيذ. وبذلك

ترتفع قيمة المركز الطويل (الشراء) وتقل قيمة المركز القصير (البيع)، أمّا إذا انخفض سعر الموجود الضمني فسيحدث خلاف ذلك تماماً (Madura, 2000: 117).

وهناك مجموعة من مفاهيم العقد الآجل بحسب رأي بعض الكتّاب والباحثين وكما موضّح بالجدول (٥).

جدول (٥)

مفاهيم العقد الآجل بحسب رأي بعض الكتّاب والباحثين

ت	المصدر	المفهوم
١	Kolb, 1997: 3	والعقود الآجلة هي اتفاقيات على قيمة التبادل في تاريخ مستقبلي وسعر محدد مسبقاً.
٢	Brigham & Houston, 1998: 748	هي اتفاقية بين طرفين لبيع أو شراء موجود معيّن (أوراق مالية) في المستقبل بسعر محدد وتاريخ محدد مسبقاً يسمى تاريخ التنفيذ.
٣	Damodran, 2000: 320	العقد الآجل بأنه اتفاقية بين طرفين أساسيين لشراء أو بيع موجود معين بسعر متفق عليه الآن وبتاريخ تسليم محدد في المستقبل
٤	Solnik & Mcleavey, 2004: 508	هي عبارة عن التزام بشراء وتسليم كمية محددة من الموجودات الأساسية (أوراق مالية) في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر محدد أيضاً وبشكل تنافسي حين يُحوّل العقد أو يُنفذ.
٥	Ross,et.al,2006:745	فالعقد الآجل هو اتفاقية ملزمة قانوناً بين طرفين تستدعي بيع موجود معيّن (أوراق مالية) بسعر مستقبلي يتم الاتفاق عليه اليوم
٦	Hull, 2007: 19	هي اتفاقية لبيع أو شراء موجود معيّن (أوراق مالية) في المستقبل بسعر محدد وتاريخ محدد مسبقاً يسمى تاريخ التنفيذ

المصدر: (إعداد الباحث) استناداً لما ورد فيه.

إنَّ المشكلة في عدم قدرة المستثمر على تنويع محفظته الاستثمارية للتخلّص من مخاطر تقلبات الأسعار المستقبلية، فالمزارع الذي يواجه هذه المشكلة إذ يقوم بزراعة محصول واحد هو محصول القمح، وإنَّ الدخل الذي يحصل عليه من الموسم بالكامل يعتمد بصورة كبيرة على سعر المحصول المتقلّب. إنَّ المزارع لا يستطيع اتخاذ مركز آخر بسهولة وذلك لأن وارداته تعتمد بالكامل على وارد المحصول، وإنَّ المزارع قلق من انخفاض سعر المحصول مستقبلاً، لأنَّ المزارع يمتلك المحصول أي صاحب مركز نقدي طويل ولتحويط مركزه يتخذ مركزاً قصيراً تحسّباً لانخفاض سعر المحصول. وكذلك الطرف الآخر وهو الطحّان الذي يشتري القمح لغرض طحنه لإنتاج الدقيق يواجه مشكلة أخرى وهي مشكلة المزارع نفسها. ولتحويط مركزه يتّخذ مركزاً طويلاً تحسّباً لارتفاع الأسعار، والسبب يرجع إلى أن الربح غير مؤكّد نتيجة تقلّبات أسعار القمح المستقبلية غير المتوقعة. عندئذ يستطيع كلا الطرفين تقليل مخاطر تقلّبات الأسعار إذا دخلا في

عقود آجلة، تتطلّب من المزارع أن يسلّم محصول القمح عند الحصاد بسعرٍ يتّفق عليه في الوقت الحاضر عند إبرام العقد، بغض النظر عن سعر السوق عند الحصاد والطرف الثاني يرغب بتسلم محصول القمح، وبهذا فإنّ كل طرف استطاع أن يثبت السعر عند التسليم والاستلام للسلعة المتّفق على بيعها أو شرائها، لأنّ العقد الآجل يحمي كلا الطرفين من تقلبات الأسعار في المستقبل(Bodie et. al, 2008: 784).

وبهذا تنشأ العقود الآجلة عندما يوافق أحد الطرفين على شراء موجود معيّن (أوراق مالية أو سلعة ما) بسعر وتاريخ محدد في المستقبل، عندما يوافق الطرف الثاني على بيع الموجود. وعادة ما يُسلم الموجود فعلاً في تاريخ التنفيذ المحدد في العقد (Brigham & Ehrhardt, 2002: 921) فأكثر من ٩٠% يمكن تسليم الموجود فعلاً في تاريخ التنفيذ المحدد في العقد الآجل.

وإن شروط التعاقد تستدعي أن يقوم أحد الطرفين بتسليم الموجودات إلى الطرف الآخر في موعد محدد في المستقبل ويسمى بتاريخ التسوية في حين يدفع الطرف الآخر السعر المتّفق عليه مسبقاً في العقد وهو السعر الآجل ويتسلم الموجودات. فمشتري العقد الآجل لديه التزام بأن يتسلم الموجودات ويدفع ثمن تلك الموجودات، أمّا بائع العقد الآجل فلديه التزام بإجراء التسليم للموجودات على أن يتسلم المبلغ المدفوع والمتّفق عليه مسبقا (Ross,et.al,2006:745).

فإن تبادل الدفعات بين الطرفين المتعاقدين لا يتم عند إبرام العقد، لأنّ عملية التبادل الفعلية تتم في تاريخ التنفيذ المحدد في العقد، ويوافق مالك العقد على شراء أحد الموجودات الأساسية بتاريخ الاستحقاق وبالسعر المتّفق عليه في العقد الآجل، فإذا كان سعر الموجودات في تاريخ التسوية أعلى من سعر الشراء المحدد في العقد، فإن المشتري يحقق ربحاً، وإذا كان أقل من سعر الشراء المحدد في العقد فإنّ المشتري يتحمل الخسارة، أمّا بالنسبة للبائع فيكون العكس (Kolb, 1997: 3).

فلو فرضنا أن مستثمراً اشترى هذا اليوم عقداً آجلاً لأوراق مالية بسعر محدد وفي الأسبوع التالي ارتفع سعر الأوراق المالية (أسهم مثلاً) مما يؤثّر على أسعار العقود الآجلة وبالنتيجة يؤدي إلى ارتفاع أسعار هذه العقود عن الأسعار التي صدرت بها في الأسبوع الماضي، وبذلك فإنَّ قيمة العقد الآجل تصبح موجبة بنفس قيمة الزيادة في أسعار العقود الآجلة والعكس هو الذي يحصل، فإذا انخفضت أسعار العقود الآجلة، فإنّ العقود الجديدة ستُحرر (تصدر) بأسعار أقل من الأسعار التي حررت بها في الأسبوع الماضي، وهنا يقال إنَّ قيمة العقد الآجل أصبحت سالبة (آل شبيب، ٢٠٠٩: ٤١٦).

إنَّ العقد الآجل هو عبارة عن اتفاقية خاصة بين طرفين، ولا يحصل شيء بين وقت إبرام العقد (الوقت صفر) ووقت التسليم (Solnik & Mcleavey, 2004: 508) بكلام آخر إنَّ

التسوية النهائية للعقد الآجل من حيث الربح أو الخسارة لا تتم إلا في تاريخ الاستحقاق أو التسوية. ولا يحصل شيء قبل هذا التاريخ.

إنَّ هذه العقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معاً لترتيب مبادلة على أصل معيّن في وقت مستقبلي يحدد مسبقاً وبسعر يحدد مسبقاً أيضاً، وعموماً فإنَّ العقود الآجلة ليست أدوات استثمارية بمفهومها التقليدي، بل أنّها بالأحرى نوع من الاتفاقيات التجارية تعقد بين طرفين لتبادل معيّن سيُنفّذ في المستقبل (معروف، ٢٠٠٣: ١٥٥).

وعلى الرغم من صعوبة تقويم العلاقة بين السعر الحاضر والسعر الآجل، فإن هناك دليلاً على أنَّ الهدف الأساسي لكثير من المتحوطين يتمثل في تخفيض المخاطر الأساسية إلى أقل ما يمكن، إذ لاحظ كل من (Browh & Smith) أنَّ ظاهرة النمو لمنتجات الأسواق الموازية (OTC) في إدارة المخاطر لأسعار الفائدة بشكل ملفت للنظر، على الرغم من وجود العقود التي يتم التعامل بها في الأسواق المنظمة (البورصة)،وبهذا تظل العقود الآجلة أكثر جاذبية واستجابة لرغبات وحاجات الطرفين المتعاقدين، فضلاً عن ذلك قام كل من (Jesswein, Kwek, Floks) بمسح عام، وقد تبيّن من خلال هذا المسح بأنّ المسؤولين عن إدارة المخاطر في المؤسسات المالية والمصارف الكبيرة يفضلون التحوّط لمؤسساتهم على أسعار صرف العملات الأجنبية من (مخاطر الانكشاف)، أي مخاطر تقلّبات أسعار الصرف في المستقبل، وذلك باستخدام العقود الآجلة بدلاً من العقود المستقبلية بنسبة ١:٥ (Reilly & Brown, 2003: 910).

والسبب الذي يدعو إلى أن تكون العقود الآجلة أكثر جاذبية للمتعاقدين هو أنّها لا تتطلّب دفعة مقدمة من أي المراكز سواء أكان مركزاً طويلاً أم قصيراً، وهذا ما يؤدي إلى تحفيز الآخرين على الاشتراك، وبالتالي فإن القيمة الابتدائية لأي عقد في السوق تكون صفراً، عندما يتم وضع شروط التعاقد أو الاتفاق، وإنَّ أي تغيير في ظروف السوق سوف يزيد قيمة العقد لأحد المتعاقدين (Reilly & Brown, 2003: 912).

ثانياً: العقود المالية الآجلة (Financial Forward Contracts)

في الأساس إن أسواق العقود الآجلة تمّ تنظيمها حول المتاجرة في السلع الزراعية مثل القمح والذرة. وعلى الرغم من أن منتجات هذه الأسواق تبقى نشطة فإن التطورات الأخيرة والأكثر نموّاً في هذا المجال قد تضمنت استخدام الأوراق المالية التي تعد الموجودات الرئيسة التي يتم تداولها في هذه الأسواق. وفي الحقيقة إنَّ المشتقات الأكثر تعاملاً في الولايات المتّحدة الأمريكية

بوصفها من أكبر الأسواق في العالم يكون من خلال المداولة بالأوراق المالية، وبالتالي فهناك أنواع مختلفة من العقود المالية الآجلة* ، ومن أشهرها (Reilly & Brown, 2003: 915):

❶ العقود الآجلة لأسعار الفائدة.

❷ العقود الآجلة للعملات الأجنبية.

١- العقود الآجلة لأسعار الفائدة Interest rate Forward Contracts

تعد أوّل صورة من صور العقود الآجلة مبنية على أساس أسعار الفائدة، وتسمى هذه العقود بـ(اتفاقيات الأسعار الآجلة) (Forward Rate Agreement) (FRA).

وهي اتفاقيات تُعقد بين طرفين للقيام بتاريخ محدد في المستقبل يسمى تاريخ التسوية، لتسوية الفرق بين سعر الفائدة المتّفق عليه بتاريخ العقد وسعر الفائدة السائد في السوق بتاريخ التسوية، ويجب أن تحدد هذه الاتفاقيات كلاً من:

- المدة.
- المبلغ.
- العملة.
- سعر الفائدة.

ويسمح هذا النوع من الاتفاقيات للعملاء بحماية أنفسهم ضد تقلبات أسعار الفوائد سواء أكان اتجاهها ارتفاعاً أم انخفاضاً (مطر وآخرون، ٢٠٠٨: ١٠٤). ويمكن أن تكون هذه العقود مبنية على أساس نسبة الفائدة المحددة بالـ(LIBOR)** بدلاً من تحديد الموجودات الأساسية، وأنَّ المشتري على أساس (FRA) يتّفق أن يدفع سعر العقد على أساس العملة المحلية (National Principle Amount)، وفي هذه العقود يكون الاقتراض بالعملة المحلية بحسب سعر الفائدة الموضوع بالعقد، وبهذا فإنّه يتوقع أن ترتفع أسعار الفائدة مستقبلاً، لذلك فهو يريد أن يتحوط لهذا الارتفاع، وكذلك يتفق المقرض بحسب (FRA) على إقراض الأموال بالسعر المتّفق عليه، لأنّه يتوقع انخفاض أسعار الفائدة مستقبلاً، فهو بذلك يريد أن يتحوّط ضد هذا الانخفاض في أسعار الفائدة.

فمثلاً (FRA) ذات ثلاثة أشهر تمّ الاتفاق عليها بالقيمة المحلية تعادل (مليون دولار)، وسعر الفائدة للعقد ٥,٧% فإن المقترض بحسب (FRA) يتفق على دفع ٥,٧% (سعر الفائدة الحالية للـ LIBOR) لاستقراض مليون دولار وذلك بعد ثلاثة أشهر من الآن وأن المقرض بحسب (FRA) يتّفق على إقراض المليون دولار إلى المقترض بنسبة ٥,٧%، وذلك بعد ثلاثة

---

* والمستقبلية.

** (LIBOR) هو سعر العرض للفائدة يستخدم مابين مصارف لندن، يستخدم كأحد المؤشرات على أسعار الفائدة في الأمد القصير في أوساط المؤسسات المصرفية الكبيرة.

أشهر من الآن، فإذا ازدادت نسبة الفائدة خلال الثلاثة أشهر المقبلة فإنّ المقترض بحسب (FRA) سيستفيد أو يربح من ذلك ويستطيع أن يقترض مبلغ مليون دولار بسعر فائدة ٥,٧% بدلاً من سعر الفائدة المرتفع بحسب السوق مثلاً ٧%(Saunders&Cornett,2004:280) أضف إلى ذلك ففي هذه العملية يقوم أحد الطرفين بتعويض الطرف الآخر عن الفرق بين سعر الفائدة بحسب العقد وسعر الفائدة في السوق الحاضر اعتماداً على ارتفاع أو انخفاض (LIBOR) في التاريخ المحدد في العقد، والتسوية هي الفرق بين سعر الفائدتين وليس المبلغ بالكامل.

٢- العقود الآجلة للعملات Currencies Forward Contracts

تُعد العقود الآجلة من أهم الأدوات المالية التي تستعمل لإدارة المخاطر التي تتعرّض لها أسعار الصرف، وكذلك تساعد على تثبيت سعر الصرف للصفقات عند الاستحقاق، فالتداول في العقود الآجلة على العملات لحد الآن يمثّل الأسواق الأكثر فاعلية (More Active Market) من الأسواق المستقبلية، فالتداول في الأسواق الآجلة يحصل باستمرار وعلى مدار (٢٤) ساعة، في أشهر المصارف العالمية في مختلف أنحاء العالم. وتؤدي هذه المصارف دور الوسيط لحساب شركات ذات أنشطة في التجارة الدولية، إذ تنظّم عمليات انتقال العملات الفورية وانتقال العقود الآجلة بين البلدان (الراوي، ٢٠٠٩: ٣٥٣)، ويرى كلٌ من (Engel & Matsumoto)أيضاً بأنَّ أفضل طريقة لإدارة مخاطر سعر الصرف الأجنبي يمكن تحويطها بالعقود الآجلة (Engel & Matsumoto, 2009: 3)، وتستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات، وذلك بإبرام العقود الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية، فإذا قام الطرف (أ) ببيع بضاعة على الحساب إلى الطرف (ب) في دولة أخرى على أن يقبض ثمنها لمدة (٦) أشهر مثلاً بالعملة الأجنبية، وتوقّع الطرف (أ) أن تنخفض قيمة المقبوضات من العملة الأجنبية مستقبلاً بإمكانه أن يبيع العملات الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر الصرف الذي يتم الاتفاق عليه آنياً على أن يتم التسليم بعد (٦) أشهر، وبذلك فإنّ أي انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صافي المبلغ الذي سوف يقبضه بعملته المحلية، وفي العادة فإن الصحف والمجلات العالمية تنشر معلومات تفصيلية عن أسعار العقود الآجلة والمستقبلية للعملات بتواريخ متعددة تمتد من شهر إلى (١٢) شهراً (www.arabictrade.com).

ومما تجدر الإشارة إليه أنه ليس من الضروري أن يُسلَّم الموجود محل التعاقد إذ توجد أنواع أخرى من العقود الآجلة التي تتمثل بالعقود الآجلة غير القابلة للتسليم (Non-Deliverable Forwards) وهو نوع جديد من العقود الآجلة تستخدم عادة في العقود الآجلة للعملات الأجنبية ولا يتضمن تسليماً حقيقياً للموجود محل التعاقد، وإنما فقط دفع الفرق

بين السعرين (سعر التنفيذ وسعر السوق)، فإذا كان سعر التنفيذ أقل من سعر السوق فإن مشتري العقد الآجل يتسلم الفرق بين السعرين نقداً ويكون العكس بالنسبة إلى بائع العقد (Madura, 2000: 117).

وعلى الرغم مما ينطوي عليه التنميط في العقود المستقبلية من مزايا إضافية إلى المزايا التي يوفرها القدر المحدود للمرونة في الشروط، فإن العقود المستقبلية تظل أقل استجابة لاحتياجات طرفيها، وبفضل ذلك النقصان، ظلّت هناك حاجة للعقود الآجلة تحقق استجابة أكبر لاحتياجات طرفي العقد، بتفصيل شروط العقد بالتفاوض، وصولاً إلى أكبر مساحة من الاستجابة لما يحتاجه كل طرف. (هندي، ٢٠٠٤: ٤٦٤-٤٦٥). والجدول (٦) يوضّح أنواع العملات الأجنبية الرئيسة في العالم التي يمكن التعامل بها في الأسواق الموازية.

جدول (٦) أنواع العملات الأجنبية الرئيسة في العالم التي يمكن التعامل بها في الأسواق الموازية

ت	العملات	Currencies
١	الدولار الأمريكي	American Dollar
٢	الباوند البريطاني	British pound
٣	اليورو	Euro
٤	الفرنك الفرنسي	French franc
٥	الين الياباني	Japanese Yen
٦	البيزو المكسيكي	Mexican peso
٧	الدولار الاسترالي	Australian dollar
٨	الدولار الكندي	Canadian dollar
٩	الفرنك السويسري	Swiss franc

Source: Suanders, Anthony & Cornett, Morcia Millon (Financial Markets and Insinuations A modern Perspective), 2nd, Irwin/McGraw-Hill New York, 2004: P.280.
Van Horne, James C. (Financial Management and Policy), Prentice-hall of India Private Limited, New Delhi, 2004: P.764.

ثالثاً: أسواق العقود الآجلة نشأتها وتطورها

(Forward Contracts Markets Beginning & Development)

وهي أسواق يتم التعامل فيها ببيع أو شراء أدوات مالية أو سلعة ما (أسهم، سندات، ذهب، فضة) بسعر تتفق عليه الآن على أن يتم التسليم في وقت لاحق، وقد نشأت أسواق العقود الآجلة بشكلٍ أساسي بعد الانتقال من نظام القاعدة السلعية إلى نظام التقويم بهدف التحوّط من مخاطر العملات الأجنبية وكثيراً ما تلجأ إليه الشركات متعددة الجنسية التي تتعامل بعملات متعددة ومنتشرة في بلدان متعددة وتريد أن تحمي نفسها ضد مخاطر التغير في أسعار هذه العملات (التميمي وسلام، ٢٠٠٤: ٧٧). وهناك من يقول : إنَّ الأسواق الآجلة للسلع موجودة قديماً يرجع

تاريخ نشوئها إلى العصور الوسطى إذ تطورت المتاجرة بالسلع الزراعية بمرور الوقت إلى ما يسمى بالعقود ذات التسليم المستقبلي للمنتجات الزراعية وبسعر مضمون :Hirschey, 2001 (770)

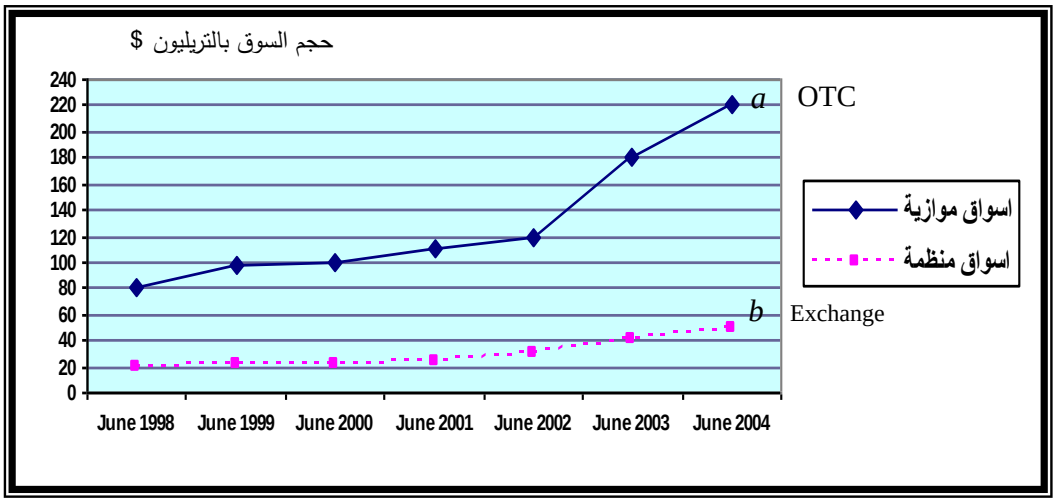
وقد ظهرت أول صور العقود الآجلة (Forward Contracts) في زمن الإمبراطورية الرومانية، إذ استخدمت هذه العقود لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على احتياجاتها من الحبوب من مصر ثمّ تطورت تلك الأسواق لتشمل العديد من السلع الزراعية وكذلك البترول والنحاس وغيرها من المعادن، ومن الجدير بالذكر أن تلك العقود في بدايتها كانت لاتخرج عن كونها أسواقاً حاضرة، إذ كان يتم التعاقد والتنفيذ أي تسليم السلعة محل التعاقد ودفع الثمن فوراً، وبعد ذلك تمّ تنميط هذه العقود إلى عقود منظمة وهي العقود المستقبلية (الحناوي، ٢٠٠٠: ٤١٣).

وأشار كلٌ من (Bodie) و(Kane) و(Marcus) إلى أن أسواق العقود الآجلة للتسليم المستقبلي للبضائع المختلفة تعود إلى حقبة اليونانيين القدماء (Bodie et. al, 2008: 784).

وهناك من يقول أنَّ معظم الأسواق هي أسواق حاضرة بحيث يقوم السعر على أساس يومي للتعاملات المباشرة والفورية. وفي السوق الآجل يبرم العقد في اليوم نفسه، ولكن التعاملات تحصل في موعد مستقبلي مشروط. فمثلاً، أنَّ شراء الخبز من محل بيع الخبز هو تعامل لسوق حاضر، بينما حجز غرفة في فندق تدفع قيمتها فيما بعد هو من العقود الآجلة (Higgins, 2004: 172).

وهناك نوعان من الأسواق للتبادلات التجارية (Exchange Traded Markets) وهي الأسواق المنظمة والأسواق الموازية (غير المنظمة) التي تدعى ما فوق الكاونتر* (Over the Counter) وهذه الأسواق تتعامل بالمشتقات، وعلى الرغم من الإحصائيات التي تُستحصل من السوقين لا تكون هناك مقارنة بينهما، فمن الواضح أنَّ التعامل بالأسواق الموازية (ما فوق الكاونتر) هي أكبر بكثير من التعامل بالأسواق المنظمة. إنَّ مصرف التسويات الدولية بدأ بجمع المعلومات الإحصائية حول السوقين عام ١٩٩٨، والشكل (٤) يبين المقارنة بين (a) مبالغ تقديرية أساسية تتضمن التعاملات بأحجام كبيرة في الأسواق الموازية بين عام ١٩٩٨ وعام ٢٠٠٤ وبين (b) تقدير القيمة الإجمالية للموجودات الأساسية التي تتضمن عقود البورصات المنظمة خلال المدة المذكورة نفسها، ومن خلال هذه الأرقام نرى بأنّه عند حلول عام ٢٠٠٤ شهر حزيران تحديداً فإن الأسواق الموازية قد نمت نمواً ملحوظاً ليصل إلى (٢٢٠,١) تريليون دولار (حوالي خمس مرات بقدر نمو الأسواق النظامية) وأسواق البورصات المنظمة نمت بمقدار (٤٩) تريليون دولار.

* يقصد بها معروضة من دون قيود الأسواق التقليدية.



شكل (٤) حجم الأسواق الموازية والأسواق المنظمة لتبادل المشتقات

Source: Hull, John. C. "Option Futures and other Derivatives" 6th ed Prentice –Hall of India Private limited, New Delhi, 2007, P3.

ومن جانب آخر أشار (Reilly & Brown) إلى العقود الآجلة بأنّها اتفاقيات يتم التفاوض حولها مباشرة بين الطرفين في الأسواق الموازية (OTC) وأن المشترك الأساسي في العقد الآجل هو المصرف التجاري والاستثماري، وهو الذي يقوم بتأدية دور صانع السوق (Market-maker) أو الذي من خلاله يتم التعامل، والاتصال به مباشرة من قبل الزبون أو العميل (على الرغم من أن العملاء أو الزبائن يمكنهم أن يتفقوا مع بعضهم البعض) (Reilly & Brown, 2003: 905).

وأكّد أيضاً كل من (Suanders & Cornett) أنَّ البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية والسماسرة هم المشتركون الرئيسون في الأسواق الآجلة، وهم يعملون بصفة عملاء ومشتركين في التعامل بالوقت نفسه، إنَّ هذه المؤسسات المالية تعرض الأسعار من خلال نشرة الأسعار، إذ تقوم بتحديد سعر بيع وشراء الموجود الأساسي للعقود الآجلة من خلال تلك النشرة، فكل عقد آجل يتم التفاوض بشأنه في الأساس بين الزبون والمؤسسة المالية. لذا إنَّ تفاصيل كل عقد (مثل السعر، تاريخ التنفيذ، حجم التسليم، نوعية ومواصفات الموجودات محل التعاقد) يمكن أن يكون فريداً ومميزاً عن العقود الأخرى، ذلك بأنَّ العقود الآجلة قد تنامت على نحوٍ كبير خلال العقد المنصرم، ومع هذا فإنَّ التجّار قد بدأوا بإنشاء أسواق ثانوية في بعض العقود الآجلة.

وطريقة الاتصال لشراء العقود الآجلة وبيعها من خلال شبكات الاتصال بوساطة الكومبيوتر. ومنذ آذار عام ٢٠٠٢ فإن البنوك التجارية في الولايات المتّحدة كان لديها حوالي ٧٢٠ مليون عقد آجل، كانت مدرجة في قائمة التعاملات في الأسواق الموازية (OTC) (Saunders & Cornett, 2004: 281).

وتُعد الأسواق الموازية شبكة متطوّرة جداً من البنوك والسماسرة، فقد كوّنت سوقاً للعقود الآجلة في سوق البورصات الأجنبية، وتتضمّن هذه الأسواق (الآجلة) كثيراً من العقود الأكبر

والأكثر نموّاً وانتشاراً في الأسواق العالمية، وهذه الأسواق هي غير رسمية بالمعنى الذي توصف به التبادلات من خلال العقود التي يتم التعامل بها.

إنّ المتعاملين في العقود الآجلة يتفاوضون على التسليم والتسلّم لأية كمية من البضائع، بينما الحال في العقود الرسمية، هو أنْ توضع حجم العقد وتاريخ التسليم وكذلك الأمور الأخرى في التعاملات بشكلٍ نمطي، أمّا في الاتفاقيات الآجلة فإنّ السماسرة والبنوك ببساطة يتفاوضون مع الزبائن (أو أنفسهم) كلّما دعت الحاجة لذلك، إنَّ هذه العقود أكثر مرونة، وتفصل بحسب حاجات ورغبات الزبائن (Bodie et. al, 2008: 788).

إنَّ المتعاملين في السوق إذا أرادوا أن يأخذوا مركزاً في العقود الآجلة (طويل أم قصير)، وذلك بحسب توقعاتهم حول السعر المستقبلي الحاضر أو سعر الفائدة على الموجود غير المؤكد، فبدلاً من مخاطر تقلبات الأسعار، أي أنَّ السعر المستقبلي الحاضر يتحرّك ضدهم، أي أن الموجود سيصبح مرتفع الثمن عند شرائه مستقبلاً، إذ يدفع المتعاملون بالعقود الآجلة إلى المؤسسة المالية (Financial Institution) رسماً لإعداد عقد آجل (Saunders &Cornett, 2004: 281) وبذلك يتخلصون من مخاطر تقلبات الأسعار من خلال تثبيت السعر الآجل.

رابعاً: الوظائف الاقتصادية للعقود الآجلة (Economical Function for Forward Contracts)

١- التحوّط Hedging

تستخدم العقود الآجلة للتحوّط والوقاية من تقلبات الأسعار السوقية للسلع أو الأدوات المالية كأذونات الخزينة أو السندات أو القروض أو حتّى أسعار الفائدة وعندها تسمى العقود الآجلة لأسعار الفائدة أو (اتفاقيات الأسعار الآجلة) (Forward Rate Agreement) (FRA) فبإمكان المستثمر الذي يريد الحصول على قرضٍ معيّن مثلاً في حالة توقعه ارتفاع أسعار الفائدة أن يشتري عقداً آجلاً لأسعار الفائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقاً وأن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال مدة محددة في العقد وبذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة (www.arabictrade.com).

أمّا إذا كان مستثمر يملك موجودات معيّنة مثلاً ويتوقع بأن أسعار هذه الموجودات سوف تهبط مستقبلاً، أي تنخفض قيمة الموجودات التي يمتلكها، وأنَّ هذا المستثمر قلق جداً من تقلبات الأسعار غير المرغوبة، وخوفاً من انخفاض أسعار هذه الموجودات سوف يستخدم ستراتيجية التحوّط القصير من الآن ببيع عقد آجل على هذه الموجودات، وبهذا فالخسائر التي تصاحب المركز النقدي عند هبوط الأسعار يمكن تعويضها من أرباح العقد الآجل عند تنفيذه في المستقبل (Reilly & Brown, 2003: 909). ويقول (Parsons) من الممكن استخدام عقود

المستقبليات في التحوّط ولكن على المدى القصير، بينما يمكن استخدام العقود الآجلة في التحوّط على المدى الطويل(Shiraya & Takahashi, 2009: 2).

٢-ثبات الأسعار Price Constancy

إن العقود الآجلة* هي من أكثر الأدوات المشتقة استخداماً لأنّها تسمح للمستثمر بتثبيت السعر أي تثبيت سعر شراء أو بيع الصفقات التي ستُنفَّذ في وقت لاحق. والعقود الآجلة ليست أوراقاً مالية وإنما هي اتفاقيات تجارية تمكّن كلاً من البائع والمشتري لبضاعة أو سلعة أساسية أو أوراق مالية من تثبيت السعر النهائي للصفقة، فالعقد الآجل ساعد على تثبيت الأسعار النقدية وتخفيض مخاطر تقلباتها (Reilly & Brown, 2003: 912).

وأكّد (Madura) أيضاً أنّ العقود الآجلة مماثلة للعقود المستقبلية من حيث أنّها تسمح للزبون بتثبيت السعر الآجل نتيجة شراء أو بيع الموجود مستقبلاً.(Madura, 2000: 121) والدخول في العقد الآجل يتطلب من كل طرف من الطرفين المتعاقدين أن يثبّت على سعر معين عند التسليم أو التسلّم للسلعة أو الأوراق المالية المتّفق على بيعها وشرائها، فالعقد الآجل يحمي كلا الطرفين من تقلبات الأسعار المستقبلية غير المتوقعة (Bodi et al, 2008: 784).

هذا يعني أنَّ العقد الآجل ساعد على تثبيت السعر المتفق عليه حتى تاريخ انتهاء العقد، مهما حصل من ارتفاع أو انخفاض للسعر في المستقبل.

٣- المضاربة Speculation

يسعى المستثمرون المضاربون إلى تحمّل المخاطر التي يرغب المتحوّطون بتلافيها،فلا يهمهم تسلم أو تسليم الأصول (الأوراق المالية) المتعاقد عليها، وينصبُّ جلّ اهتمامهم على الاستفادة من تقلبات الأسعار في أقصر مدة ممكنة، فيعملون على شراء الأصول المتوقع ارتفاع أسعارها وبيع تلك المتوقع انخفاض أسعارها(شكري وعوض، ٢٠٠٤: ٣١٤).

فالمضارب يريد الحصول على الأرباح من ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة، وأسعار السوق أو مؤشرات الأسهم، فعندما يتوقع أو يشعر المضارب بأنّه من المحتمل أن ترتفع أسعار الفائدة أو تنخفض قيمة الموجودات، لأن سعر الفائدة هو المرآة العاكسة لقيمة الموجودات، عندئذٍ سيتّخذ المضارب مركزاً قصيراً في موجودات مناسبة من خلال بيع عقود آجلة (Howells & Bain, 2000: 290).

---

* والمستقبلية.

٤- المراجحة Arbitrageurs

تتكوّن المراجحة من سوقين مختلفين في الأسعار مثلاً الاختلاف بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي يعطي فرصة كبيرة للمراجحة التي يحصل من خلالها المراجحون (Arbitrageurs) على أرباح جيّدة، وهذا يعني الشراء بالسعر المنخفض والبيع بالسعر المرتفع من دون مخاطرة. (Bodie et. al, 1999: 705) فإذا ما ارتفع سعر العقد الآجل عن سعر الأوراق المالية الحقيقي خلال مدة التسليم، فإنَّ ذلك سيدفع المراجح لبيع العقود الآجلة على الأوراق المالية بالسعر المرتفع، وفي الوقت نفسه شراء الأوراق المالية بالسعر المنخفض من السوق الحاضر وتسليم الأوراق المالية للوفاء بالتزامات العقد الآجل، فالمراجح يستفيد من الفرق بين السعرين.

ومما تجدر الإشارة إليه يمكن أن نفرق ما بين المضاربة والمراجحة، فالغرض من كلا النشاطين تحقيق الأرباح، فالمضاربة – وهذا ما تقدم ذكره- تعتمد على التنبؤ أو التوقع باتجاه الأسعار، فإذا صحّت التوقعات حقق المضارب أرباحاً وبخلاف ذلك تتحقق الخسائر، أي تكون هناك مخاطر مصاحبة لعملية المضاربة، أما المراجحة فتعتمد على عملية البيع والشراء في سوقين مختلفين (مثل السوق الحاضر والسوق الآجل) وتحقيق الأرباح أي الشراء بالسعر المنخفض والبيع بالسعر المرتفع، من دون مخاطرة.

خامساً: أركان العقود الآجلة (Cornerstone Of Forward Contracts)

من خلال ما تقدّم آنفاً، يمكننا أن نضع الأركان الأساسية الذي يعتمد عليها العقد الآجل، فعند غياب أحد هذه الأركان لا يمكن أن يتم العقد الآجل وهي كالآتي:

❶ **الطرف الأول (مشتري العقد)(Buyer of Contract)**

وهو الطرف الذي يلتزم بتسلم الموجود الأساسي (الأوراق المالية) محل التعاقد وفي المقابل أن يدفع المبلغ المتّفق عليه في العقد إلى الطرف الثاني (البائع) في تاريخ التنفيذ أو التسوية المحدد في العقد. وهذا الطرف يدخل بالتفاوض مع الطرف الآخر على جميع شروط العقد بحسب رغبة واحتياجات الطرفين.

❷ **الطرف الثاني (بائع العقد)(Seller of Contract)**

وهو الطرف الذي يلتزم بتسليم الموجود الأساسي (الأوراق المالية) محل التعاقد في مقابل الحصول على المبلغ المتّفق عليه في العقد من الطرف الأوّل (المشتري) في تاريخ التنفيذ أو التسوية المحدد في العقد.

❸ **السعر الآجل (Forward Price)**

وهو السعر الذي يتفاوض عليه الطرفان في العقود الآجلة لإتمام تبادل الصفقة محل التعاقد في المستقبل، ويدعى هذا السعر بسعر التنفيذ أو الممارسة.

❹ **الموجود الأساسي محل التعاقد (Underlying Asset)**

يقصد بالموجود الأساسي محل التعاقد ذلك الموجود الذي يتفاوض عليه الطرفان، من حيث النوعية والكمّية والتصنيف والسعر ومكان وتاريخ التسليم الذي قد يكون سلعاً، أوراقاً مالية، مؤشرات أسهم وعملات.

❺ **تاريخ التنفيذ أو التسوية (Settlement or Exercise Date)**

هو التاريخ الذي يتّفق عليه طرفا العقد لإتمام تبادل الصفقة.وتسوية العقد تحصل في تاريخ التنفيذ المتّفق عليه في العقد، ولايمكن أن تتم التسوية قبل هذا التاريخ، إلا باتفاق الطرفين ، وأنَّ الخسارة والربح في العقود الآجلة لا يمكن معرفتها إلا في هذا التاريخ.

سادساً: **خصائص العقد الآجل** (Characteristics Of Forward Contract)

يمكن تلخيص أهم خصائص العقد الآجل على النحو الآتي: (Keith & Dirk, 2000: 84) (www.islamfin.go-forum.net/2007):

① المرونة: إذ لا تكون العقود الآجلة بصفة عامة معيارية، وهذا يعني أنّ كلاً من البائع والمشتري يتفاوض على شروط العقد، لذلك فهما يمتلكان حرّية التصرّف وابتداع أية شروط يرونها مناسبة لأية سلعة، وإنَّ صفقات العقد الآجل يمكن تصميمها بما يتلاءم مع متطلبات أو شروط المتعاملين، من حيث حجم التبادل وموعد التسليم والسعر ونوع الأصل.

② العقد الآجل: هو ضمان لإمكانية الحصول على تحويل التبادلات المطلوبة مستقبلاً بالسعر المحدد مسبقاً، أي تثبيت سعر الشراء أو البيع للموجودات خوفاً من تقلبات الأسعار في المستقبل وعدم التأكّد.

③ إن معظم الصفقات الآجلة يتم تداولها على نطاق واسع في أسواق نيويورك ولندن وطوكيو وسنغافورة وهونك كونك وهي أسواق موازية (OTC) نشطة وكفوءة جداً والمعاملات فيها ذات تكاليف منخفضة.

④ تتضمّن مشكلة محتملة وهي المتعلقة بمخاطر الائتمان أو مخاطر العجز وهي المخاطر الناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزاماته عند السداد.

⑤ يمكن استخدام العقود الآجلة لتحويط المدفوعات والمقبوضات المستقبلية المتوقّعة وخصوصاً المتعاملين بالعملات الأجنبية من لدن المصدرين والمورّدين وكذلك المقبوضات والمدفوعات عن الموجودات الرأسمالية مثل السندات الأجنبية والأسهم (الأوراق المالية) والقروض والودائع.

⑥ لا تتمتّع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، فإذا رغب البائع أو المشتري بالخروج من الاتفاق الآجل فإنّه يحتاج إلى أن يجد شخصاً آخر يحل محلّه ويقبل ببيع العقد له.

⑦ يتحدد الربح أو الخسارة من العقد الآجل مباشرةً من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تمّ تضمينه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين، ولا يمكن معرفة الربح والخسارة إلا في تاريخ تنفيذ العقد.

⑧ تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد وكذلك لا توجد أية نقود يتم تحويلها من طرفٍ إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد. والجدول (٧) يوضّح مزايا العقود الآجلة وعيوبها.

جدول (٧) مزايا العقود الآجلة وعيوبها

المزايا	العيوب
١) مرونة التفاوض من الطرفين المتعاقدين حول أي شرط من شروط العقد.	١) مخاطرها الائتمانية كبيرة.
٢) سهولة الاستخدام وغير معقد.	٢) قلّة السيولة، إذ لا يمكن لأي طرف الخروج من العقد إلا بوجود من يحل محلّه.
٣) يتم التعامل بها في الأسواق الموازية وعلى مدار الساعة.	٣) صعوبة إلغاء العقد.
٤) حجم التعامل كبير	٤) لا يتم التعامل بها في الأسواق المنظمة.
٥) لا يتطلب دفع هامش أولي.	

المصدر: (إعداد الباحث) بالاعتماد على شبكة الانترنيت (www.islamfin.go-forum.net/2007)

سابعاً: عائدات العقود الآجلة (Returns from Forward Contracts)

إن العائدات التي يحصل عليها المستثمر صاحب المركز الطويل في العقد الآجل لشراء موجود أساسي (أوراق مالية) يتم من خلال الأساس.

والأساس– وهذا ما تقدَّم ذكره– هو الفرق بين السعر الحاضر (S) والسعر الآجل (سعر التسليم) (F)، والمعادلة الآتية توضّح ذلك:

$$b = S - F \quad \text{.....(1)} \quad \text{(ربح المركز الطويل)}$$

حيث أن:

b: الأساس

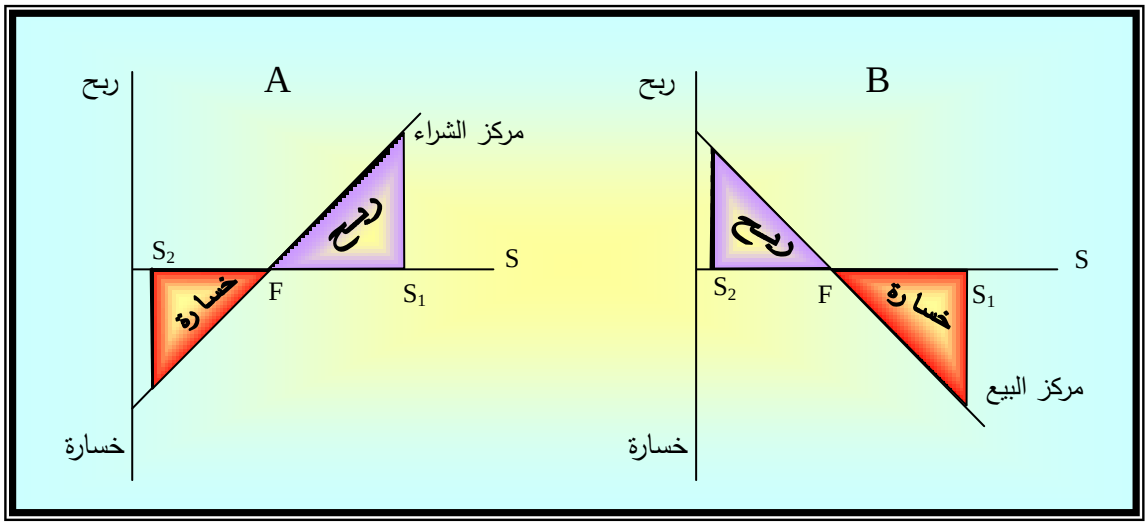
S: السعر الحاضر

F: السعر الآجل

إن صاحب العقد ملزم بشراء الموجود بقيمة السعر الآجل المحدّد في تاريخ تسليم العقد وبالطريقة نفسها، فإن العائدات من المركز القصير لبيع الموجود الأساسي لعقدٍ آجل تُحدّد من خلال المعادلة الآتية:

$$b = F - S \quad \text{.....(2)} \quad \text{(ربح المركز القصير)}$$

وهذه العائدات يمكن أن تكون موجبة أو سالبة، ومما تجدر الإشارة إليه أنَّ الدخول في العقد الآجل لا يكلّف شيئاً، وأنَّ العائدات التي يتم الحصول عليها عند الدخول بالعقد الآجل سوف يحدد ربح التاجر الإجمالي أو خسارته الإجمالية من العقد، أي ما يربحه صاحب المركز الطويل يخسره صاحب المركز القصير والعكس هو الصحيح(Hull, 2007: 5)، ويمكن توضيح الخسارة أو الربح من خلال الشكل (٥):



شكل (٥) الربح والخسارة عند التعامل بالعقود الآجلة

Source: Higgins Robert. C (Analysis for Financial Management) 7thed, Irwin /McGraw-Hill, Mexico city (2004), P.174.

الشكل (٥) يبين فرص تحقيق الربح والخسارة للمراكز الطويلة والقصيرة ، فالمحور العمودي يمثّل الربح أو الخسارة والمحور الأفقي يمثل سعر الشراء أو البيع،ويتبيّن من الشكل (A) و(B) أنّ سعر الشراء أو البيع الآجل (F) في بداية إبرام العقد في (الوقت صفر) يساوي السعر الحاضر (S). ويكون ناتج هذه العملية يساوي صفراً، أمّا بعد مدة معينة فيتحرك السعر بالارتفاع أو الانخفاض نتيجة التقلبات السعرية. وعند تاريخ التنفيذ فمن الطبيعي أنَّ السعر الحاضر المستقبلي يختلف عن/أو لا يساوي السعر الآجل، وبهذا يُحدّد الربح أو الخسارة للمستثمر، ففي الشكل (A) أن سعر الشراء الآجل (F) المحدد بالعقد لمدة ستة أشهر مثلاً فعندما يرتفع السعر الحاضر المستقبلي (S) أعلى من سعر الشراء الآجل (F) ليصل مثلاً إلى النقطة (S_1) عندئذٍ يحقق صاحب المركز الطويل ربحاً، أمّا إذا انخفض السعر الحاضر المستقبلي (S) أقل من سعر الشراء الآجل (F) ليصل إلى النقطة (S_2) ففي هذه الحالة يحقق صاحب المركز الطويل خسارة، أمّا بالنسبة إلى صاحب المركز القصير من خلال الشكل (B) فيكون خلاف ذلك تماماً. عندما يرتفع السعر الحاضر (S) أعلى من سعر البيع الآجل (F) ليصل إلى النقطة (S_1) فإنّ صاحب المركز القصير يتكبّد خسارة. أمّا إذا انخفض السعر الحاضر (S) أقل من سعر البيع الآجل (F) ليصل مثلاً إلى النقطة (S_2)،ففي هذه الحالة يحقق صاحب المركز القصير ربحاً.

ومما تجدر الإشارة إليه أنَّ تحديد الربح أو الخسارة لا يمكن معرفتها إلا في تاريخ تنفيذ العقد الآجل لأن تسوية العقد لا تتم قبل هذا التاريخ.

نستخلص من كل ما تقدّم بأنّ ليس هناك أي شك في أنّ العقود الآجلة أصبحت ذات سمات ومميزات مهمة في حقل الاستثمار الحديث، وأنّها من الأدوات المشتقّة والمهمة والأساسية، وبذلك فإنّها تزيد من البدائل التي من خلالها يستطيع المستثمرون وخصوصاً المصارف أن يسيطروا على أو يديروا محافظهم الاستثمارية بما يحقق فرصاً استثمارية جديدة. كذلك تساعد العقود الآجلة على التحوط ضد تقلبات الأسعار وذلك من خلال تثبيت السعر حتّى تاريخ تنفيذ العقد، وبهذا أمكننا التخلّص من مخاطر تقلبات الأسعار السلبية، فضلاً عن أنَّ العقود الآجلة عموماً أكثر مرونة ، إذ يتم إبرامها بحسب حاجات ورغبات الطرفين المتعاقدين، لذلك فهما يمتلكان حرَّية التصرف وابتداع أية شروط يرونها مناسبة لأية سلعة أو ورقة مالية، ويتم التعامل بها في الأسواق الموازية على نطاق واسع،ذلك بأنَّ هذه الأسواق نمت في الوقت الحاضر نمواً هائلاً، وهذا النمو يفوق أضعاف نمو الأسواق المنظمة للعقود الأخرى. وأنّ التعامل بهذه العقود ذو تكاليف منخفضة قياساً بالعقود الأخرى.

المبحث الثالث

العقود المستقبلية

أولاً: طبيعة ومفهوم العقود المستقبلية Concept & nature of Future Contracts

يُعد العقد المستقبلي (future Contract) إحدى أدوات المشتقات المالية وتشتق قيمته من موجود أساسي ، يمثل سلعة مادية أو مؤشر أسهم أو أسعار فائدة أو عملات أجنبية (Brealy & Myers, 2000: 763) والعقد المستقبلي: هو اتفاق بين طرفين :البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير(Short position)، والمشتري الذي يطلق عليه صاحب المركز الطويل (long position). ويقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي(سلعة ما) أو أصل ورقي (مثل الأسهم والسندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسلم. (هندي: ٢٠٠٦، ٥١١)،

وعرّفت أيضا بأنها عقود نمطية أو معيارية لشراء أو بيع سلعة ما بتاريخ محدد في المستقبل وبسعر محدد مسبقاً يسمى بالسعر المستقبلي (Bodie, et. al, 2002: 740). أما بالنسبة إلى المستقبليات المالية فقد عرفت بأنها اتفاقية أو عقد معياري لشراء أو بيع كمية محددة من الأوراق المالية بسعر متفق عليه في تاريخ محدد في المستقبل (Watson &Head, 2001: 325).وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغاً نقدياً أو أوراقاً مالية حكومية، أذونات الخزينة على الأخص، تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد، يطلق عليها الهامش المبدئي (Initial margin) والغرض من هذا الهامش هو إثبات الجدية وحسن النيّة من الطرفين، ويستخدم لأغراض التسوية اليومية، إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه (هندي،٢٠٠٤: ٤٦٠)

وبكلام آخر حماية كلا الطرفين من المشاكل التي قد تترتب على عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته تجاهه. ومن ثم حماية الأطراف من مخاطرة النكول،فضلاً عن ذلك فأنَّ هذا التعامل بالعقود المستقبلية يعنى التزاماً قد حصل من قبل المشتري والبائع لأنّ هذه العقود تكتسب الصفة القانونية. وعلى الرغم من هذا الالتزام، يمكن أن يلغي المشتري أو البائع التزاماته قبل تاريخ استحقاق العقد وذلك باتخاذه مركزاً معاكساً على السلعة نفسها أو الأداة المالية من شهر الاستحقاق نفسه (Jones: 1996, 686) بحيث أن مشتري العقد يبيع عقداً مماثلاً للعقد الذي سبق أن أبرمه للموجود نفسه وفي شهر الاستحقاق نفسه ولكن بسعر مختلف، والعكس هو الصحيح وبذلك قد أغلق مركزه وألغي التزامه بالعقد (Howells & Bain, 2000: 290).

وإنَّ أهم الاختلافات بين العقد المستقبلي والآجل أنّه متاح للتداول في البورصة (الأسواق المالية المنظمة) وأنّه يختلف عن عقود الخيارات ، من حيث أنه ملزم لطرفي العقد بتنفيذ الاتفاق، وأهم الأطراف الرئيسة المتعاملة في العقود المستقبلية هم المشترون والبائعون أو المضاربون والمتحوطون. (حنفي، ٢٠٠٧: ٤٨٣). وهناك مجموعة من مفاهيم العقد المستقبلي بحسب رأي بعض الكتّاب والباحثين، وكما موضّح في الجدول(٨):

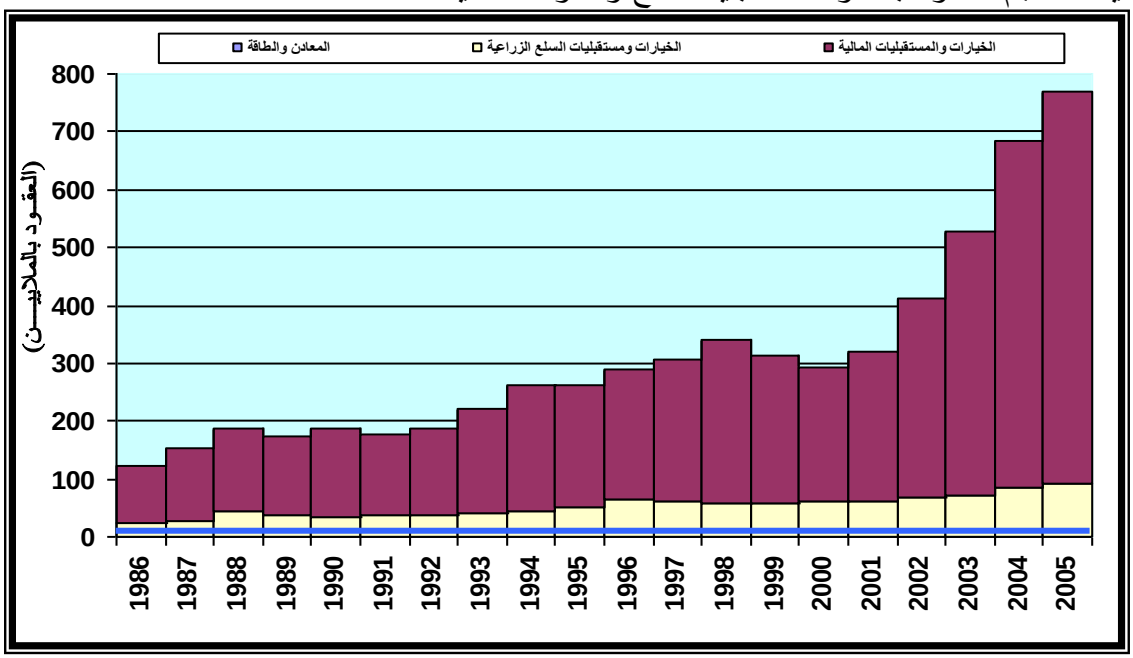
جدول (٨) مفاهيم العقد المستقبلي بحسب رأي الكتّاب والباحثين

ت	المصدر	المفهوم
١	(Mayo: 2001: 361)	هو اتفاق تعاقدي (Contractual agreement) لشراء أو تسليم سلع معينة أو أوراق مالية في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد حالياً.
٢	(Strong, 2002;191-192)	العقود المستقبلية هي اتفاقية ملزمة قانوناً لشراء وبيع شيء ما في المستقبل، إذ يقوم الطرف البائع بتسليم الموجود الأساسي إلى الطرف المشتري بسعر محدد في موعد متّفق عليه مسبقاً.
٣	(Saunders & Cornett; 2004:280)	هي اتفاقية بين البائع والمشتري في الزمن صفر لتسليم موجودات ذات وحدة قياسية ومحددة مسبقاً في مقابل نقد معين في وقت لاحق.
٤	(Solnik & Mcleavey, 2004: 508)	عقد المستقبليات هو عبارة عن التزام بشراء أو تسليم كمية محددة من الموجودات الأساسية في موعد محدد في المستقبل وبسعر محدد عند تنفيذ العقد.
٥	(Fontanills, 2005:26)	هو اتفاقية بين طرفين لبيع أو شراء كمية معينة لسلعة ذات مواصفات معينة أو أوراق مالية في وقت محدد وبسعر معين.
٦	(Bodie, et. al, 2008:784)	العقود المستقبلية تتطلب شراء أو تسليم سلع أو أوراق مالية وذلك في وقت تنفيذ محدد وبسعر متفق عليه مسبقاً يدعى بالسعر المستقبلي وهذا المبلغ يدفع عند تنفيذ العقد.

المصدر: (إعداد الباحث) استناداً لما ورد فيه

ويتم التعامل بعقود المستقبليات في الأسواق المالية الرسمية المنظمة وهي عقود معيارية من ناحية حجم العقد وتاريخ التسليم والنوعية وتضمن السيولة العالية للموجودات (Choi, 2003: 214) ولأجل أن يكون التعامل التجاري ممكناً فإنّ التبادل يحدد بمواصفات معيارية للعقد. ولا يكون هناك ضرورة لكي يعرف الطرفان احدهما الآخر، فإنّ التبادل يعطي آلية لكلا الطرفين بأن يكون هناك ضمان (الهامش المبدئي) حتى ينفذ العقد ويُحترم. وإنَّ أكبر البورصات التي تتعامل بالعقود المستقبلية هي هيئة تجارة شيكاغو (Chicago Board of Trade) وكذلك بورصة شيكاغو التجارية (Chicago Mercantile Exchange) وهذه البورصة وغيرها من

البورصات التجارية عبر العالم تتعامل بمجالات واسعة من السلع والأوراق المالية التي تُعد موجودات ضمنية في عقود عدّة. ذلك بأنَّ السلع التي يتم التعامل بها هي لحوم الحيوانات، الماشية، السكر،الصوف، الخشب، النحاس، الألمنيوم، الذهب والقصدير أما بالنسبة للأوراق المالية فإنها تتضمن مؤشرات الأسهم، العملات والسندات المالية(Hull,2007:6) والشكل(٦) يمثل حجم التداول بالعقود المستقبلية للسلع والأدوات المالية.



شكل (٦) حجم التداول بالعقود المستقبلية للسلع والأدوات المالية في بورصة شيكاغو التجارية (CBOT)

Source: Bodie, Zvi; Alex, Kane& Alan Marcus (Investments), 7thed, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2008, P. 788.

إذ يبيّن الشكل (٦) أنّ حجم التعامل بالمستقبليات المالية أكبر بكثير من حجم التعامل بالعقود الأخرى.

ففي أسواق المستقبليات المالية، إن مخاطر التغيرات المستقبلية غير المتوقعة في أسعار السوق أو العائدات المتعلقة بالأوراق المالية المتنوعة تنتقل إلى طرف آخر سواء أكان فرداً أم مؤسسة مالية ويكون مستعداً لتحمل المخاطرة ، وبالتالي فإنّ العقود المستقبلية ساعدت على حماية المستثمرين ضد التغيرات في أسعار الفائدة أو تغير أسعار الأوراق المالية .(Rose & Marquis, 2008: 255)

فالمستقبليات المالية كثيراً ما تستخدم في عمليات التحوّط، وتحديد نسبة التحوط التي تُعد من القضايا الرئيسة التي يتناولها الكتّاب والباحثون لتصميم التحوّط الأمثل لعقود المستقبليات، وهذا المنهج لا يأخذ بنظر الاعتبار الطبيعة الديناميكية للمخاطر السوقية فحسب ، وإنّما لكون فكرة التحوّط الرئيسة هي الجمع بين التعامل النقدي والمستقبلي لتقليل تقلبات أسعار الأدوات المالية في آنٍ واحد (Andani et al, 2008: 2). وكل عقد له تاريخ انتهاء التنفيذ للصفقات

التي تم تداولها في البورصات وأنّ أسعار العقود المستقبلية تتغير يومياً، كلما كانت هناك قيم جديدة للموجود من خلال السوق وتقلباته المستقبلية، وفي الحقيقة، إنَّ نسبة ما يقارب ٩٥% من العقود القائمة في السوق يتم تسويتها من خلال الصفقات العكسية للعقود فالبائع يقوم بشراء العقود المستقبلية لغرض إغلاق مركزه في السوق بينما المشتري يقوم ببيع العقود المستقبلية لغرض إغلاق مركزه (Johnson, 2000: 139) وأنَّ المتاجرة بالعقود المستقبلية تتضمن أنواعاً كثيرة من السلع والأدوات المالية وسيتم التركيز على المستقبليات المالية.

ثانياً: عقود المستقبليات المالية (Financial Futures Contracts)

إنَّ تكثيف التداول في المستقبليات المالية ظاهرة حديثة العهد وبدأت خصوصاً في الولايات المتحدة الأمريكية في نهاية السبعينات. صحيح أنَّ التداول بمستقبليات السلع (Commodity Futures) قد يفي بوصفه سوقاً نشطاً فإنّ المصدر الذي يطغى على أسواق المستقبليات اليوم هو المستقبليات المالية (الراوي، ٢٠٠٩: ٢٩٨) فقد بدأ التداول بالمستقبليات المالية في البورصات المنظمة أمثال هيئة تجارة شيكاغو (CBOT) وبورصة شيكاغو التجارية (CME)، وأسواق المستقبليات المالية تكونت في عام ١٩٧٢ مع المؤسسات الأخرى من الأسواق الأجنبية للعقود المستقبلية وبالتعاون مع سوق النقد الدولي (International Monetary Market (IMM). وعموماً تحتوي المستقبليات المالية على أسعار الفائدة للأوراق المالية ذات الدخل الثابت (السندات). ومستقبليات مؤشرات الأسهم ومستقبليات العملة وسيتم إيضاح هذه الأنواع على النحو الآتي:

١. مستقبليات العملة (Currency Futures)

إنّ العقد المستقبلي للعملة (سعر الصرف) أحد أنواع العقود المستقبلية المالية ، وهو عقد معياري منظم، من حيث النوعية والحجم وتاريخ التسليم ويضمن السيولة للعملات الأجنبية، ونادراً ما يتم التسليم الفعلي للعملة الأجنبية من طرفي العقد المستقبلي للعملة الأجنبية (Bodie, et. al, 2002:767)

وتم التعامل بالعقود المستقبلية للعملة في سوق شيكاغو التجاري (CME) وبالتعاون مع سوق النقد الدولي وسوق لندن للمستقبليات المالية الدولية (London International Financial Futures Exchange) وسوق أمريكا الوسطى للسلع (MEC) تم تنميط هذه العقود وأصبحت عقوداً قياسية ، من حيث الحجم والتسوية بحسب السوق وكذلك فإنَّ الأسواق المنظمة لهذه العقود سمحت للمتعاملين بإجراء العقود العكسية (صفقة معاكسة) قبل تاريخ التنفيذ، أي عكس مراكزهم السابقة من خلال بيع وشراء العقود المستقبلية قبل تاريخ الاستحقاق ويتم تسوية العقد يومياً بحسب سعر السوق (Bodie, et. al, 1999:725).

إنَّ الأسواق المنظمة لعقود مستقبليات العملة تتعامل بالعملات الرئيسة في العالم وهي الدولار

الأمريكي، الباوند البريطاني، اليورو، الفرنك الفرنسي، الين الياباني، البيزو المكسيكي، الدولار الاسترالي والدولار الكندي، ويعتمد تاريخ العقد المستقبلي على دورة تنفيذ ثابتة تتمثل في الأربعاء الثالث من الأشهر، آذار، حزيران، أيلول، كانون الأول من كل عام. (Van Horne, 2004: 764).

ومستقبليات العملة تستخدم من قبل المؤسسات المالية لغرض التحوّط ضد المخاطر التي قد تتعرّض لها الصفقات، ومما تجدر الإشارة إليه، إنَّ مستقبليات العملة تشبه العقود الآجلة للعملة إلا أن التعامل بمستقبليات العملة ذو حجم صغير قياساً بحجم الصفقات الكبيرة للعقود الآجلة (Madura, 2000: 307).

إنّ عقود مستقبليات العملة تستخدمها الشركات والمصارف الكبيرة في العالم لغرض التحوط من مخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملة الأجنبية، فالمؤسسة المالية التي ترغب بشراء عقد مستقبلي لعملة معينة يعني تسلم مبلغ معين لعملة محددة بسعر محدد وتاريخ محدد وذلك لغرض تحويط دفعات العملة في المستقبل. وقد ترغب الشركة بشراء عقد مستقبلي يمثل العملة التي ستحتاجها في المستقبل القريب، وباحتفاظها بهذا العقد فإنها تثبت المبلغ بعملتها الوطنية لتسديد مدفوعاتها، وبالرغم من أنَّ العقد المستقبلي للعملة يستخدم لتخفيض المخاطرة إلا أنه أحياناً قد يرتد عكسياً على المؤسسة المالية، فعندما تقوم المؤسسة بتحويط مدفوعاتها فإنّ السعر المستقبلي للعملة قد يكون في تاريخ التنفيذ أعلى من السعر الفوري (الحاضر) للعملة في ذلك التاريخ، فإذا ما توقعت المؤسسة المالية انخفاض قيمة العملة في المستقبل فإنها لن تشتري عقداً مستقبلياً للعملة، أمّا إذا رغبت المؤسسة المالية ببيع عقود مستقبلية للعملة فإنها ستبيع كمية معيّنة من عملة محددة وبسعر محدد وتاريخ محدد لغرض تحويط قيمة العملة من المقبوضات المستقبلية. (Madura, 2000: 312)

ومما تجدر الإشارة إليه أنَّ الاتفاق في ظل هذه العقود على تسليم كمية معينة من العملة بتاريخ مستقبلي قد يكون تسليم هذه العملة غير ملزم كما في سوق النقد الدولي (IMM) في الولايات المتحدة الأمريكية، فنادراً ما تسلم العملة محل التعاقد وتكون تسوية العقد من خلال هامش الارتفاع أو الانخفاض في سعر العملة (الفرق بين السعرين)(Mayo, 2001: 369).

٢. مستقبليات أسعار الفائدة (Interest Rate Futures)

تعد المستقبليات المالية من أكثر الأدوات المشتقة استعمالاً لدى محترفي المصارف للمساعدة في إدارة مخاطر أسعار الفائدة، ويقوم أغلب المتعاملين بتأمين الحماية لعوائد الموجودات محل التعاقد أو كلفة الفائدة عن الالتزامات، وتسوية أو تعديل تواريخ الاستحقاق من خلال خلق التزامات اصطناعية، وحماية قيمة الأصول من تغيرات الأسعار، وكانت

المستقبليات المالية متوفرة منذ عام ١٩٧٥ ولم تلق القبول باستعمالها بين المصارف لإدارة مخاطر أسعار الفائدة إلا مؤخراً. (Koch, 2000, 364)

ففي عام ١٩٧٥ أدخلت هيئة تجارة شيكاغو (CBOT) لأول مرة عقداً مستقبلياً على أسعار الفائدة، وكان التعامل بسندات جمعية الرهون الوطنية الحكومية آنذاك. (Government national mortgage) (Jones; 2000: 494) وتستطيع المؤسسة المالية أنْ تتحوط من خلال العقود المستقبلية والعقود الآجلة عن مخاطر تغيرات سعر الفائدة، والتحوط أيضا ضد مخاطر أسعار الصرف (Saunders & Cornett; 2003:636) . إنَّ الأطراف التي تستخدم مستقبليات أسعار الفائدة لحماية أنفسهم ضد تقلبات أسعار الفائدة المستقبلية يدعون المتحوطون الذين يتجنون المخاطر التي لا يتحملونها . أما الأطراف الذين يكون هدفهم الرئيس الحصول على مكاسب كبيرة مقابل تحملهم تلك المخاطر يطلق عليهم المضاربون (Mayo, 2001: 370)

فعندما ترتفع أسعار الفائدة، فإنّ قيمة العقد المستقبلي سوف تهبط لأنه عند ارتفاع سعر الفائدة سيقل الطلب على السند الأصلي وبمرور الوقت سوف يهبط سعر **السند الأساسي** القابل للتسليم بموجب ذلك العقد. إنَّ المبلغ الذي سيهبط بموجبه سعر السند عندما يرتفع سعر الفائدة يعتمد على الأمد الذي يحمله السند، فإننا نتوقع أنَّ سعر سندات ذات (٢٠) عاماً كسندات الخزينة بموجب العقد المستقبلي، تكون أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة من أسعار عقود المستقبليات لحوالات الخزينة ذات الثلاثة أشهر (Saunders & Cornett; 2003:629).

مما تقدم يتّضح أنّ صاحب المركز الطويل سيحصل على مكاسب كلّما زادت أسعار السندات وقلّت أسعار الفائدة ويتكبد الخسائر كلما زادت أسعار الفائدة وانخفضت أسعار السندات.

ويمكن تصنيف مستقبليات أسعار الفائدة إلى(Reilly & Brown, 2003:915- 921):

أ) مستقبليات الأوراق المالية طويلة الأجل التي تنقسم على:

- ✯ سندات الخزينة (Treasury- Bond) ويكون أمدها (١٥) سنة فأكثر وقيمتها الاسمية (١٠٠) ألف دولار.
- ✯ اذونات الخزينة (T- Notes) ويكون أمدها (٦,٥– ١٠) سنوات وقيمتها الاسمية (١٠٠) ألف دولار.

ب) مستقبليات الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تنقسم على:

- ✯ حوالات الخزينة (T- Bills) وأمدها ثلاثة أشهر أو (٩٠) يوماً وقيمتها الاسمية (١) مليون دولار.

✯ العقود المستقبلية لودائع اليورو دولار (Euro Dollar) لمدة ثلاثة أشهر أو (٩٠) يوماً وبقيمة (١) مليون دولار وتستخدم في بورصة شيكاغو، لندن، طوكيو، سنغافورة، وأصبحت شائعة في جميع أنحاء العالم وتسعّر على أساس الخصم اعتماداً على معدّل اللايبور أي بسعر فائدة (١٠٠- سعر LIBOR الحالي) وهو مؤشر سعر الفائدة المعروضة في لندن والمتداول ما بين المصارف الكبيرة على الودائع قصيرة الأجل وتتابع يومياً بحسب معلومات تصدر عن المصارف الدولية الكبيرة وتكون التسوية نقدية.

✯ العقود المستقبلية للايبور(LIBOR) لمدة شهر واحد أو (٣٠) يوماً وبقيمة (٣) مليون دولار ومقدّرة بسعر ١٠٠- سعر الفائدة الشهري لإيداعات اليورو دولار وهذه العقود يتم تسويتها نقداً بدلاً من التسليم الفعلي لودائع اليورو (Rose, 1999: 249- 250) .وبدأ التعامل بعقود اليورو دولار في سوق النقد الدولي (IMM) في بورصة شيكاغو التجارية (CME) وقد أصبح التعامل هائلاً في بداية التسعينات من القرن العشرين وتكون تواريخ التسليم في أشهر آذار- حزيران- أيلول- كانون الأول- التي يطلق عليها بدورة التنفيذ (Reilly & Brown, 2003: 921).

٣- مستقبليات مؤشرات الأسهم (Stock Index Futures)

بدأ التداول بمستقبليات مؤشرات الأسهم في عام (١٩٨٢) وأصبحت العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم في منتصف التسعينات من أكثر المشتقات تداولاً في الأسواق العالمية وفي معظم الدول المتقدمة (الراوي: ٢٠٠٩: ٣٣٨) إذ بدأت بورصة شيكاغو في ذلك العام التداول بالعقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم وحققت نمواً ونجاحاً كبيرين فقد تمت المتاجرة بعدد من المؤشرات الرئيسة والمعروفة في بورصة التداول في الولايات المتحدة مثل بورصة نيويورك لمؤشرات الأسهم (New York Stock Exchange Index) وهي مؤشر الستاندرد وبور ذو الـ(٥٠٠) (Standerd & Poor's 500 Index) ومؤشر الفاليولاين (Value line Index) (Haugen, 2001: 512) وكذلك المؤشر موزون السعر وهو مؤشر الداوجونز الصناعي (Dow Jonse Industrial) الذي يطلق عليه مؤشر السوق الرئيس (DJIA) (Major Market Index).

وهناك مؤشرات البورصات الأجنبية وهي مؤشر نيكي(Nikkei Index) ذي ٢٢٥ سهم في اليابان ويعتمد في بورصة طوكيو للمستقبليات . وفي سنغافورة تعتمد على مؤشر سوق النقد الدولي (SIMEX) وتستخدم عقود المستقبليات على مؤشرات الأسهم على أنها وسيلة جيدة لإدارة مخاطر محفظة الأسهم(Kolb, 1997: 17). وذلك بسبب انخفاض تكلفة الصفقات، ارتفاع السيولة، الرفع المالي وسهولة اتخاذ مركز قصير أو طويل، فإنَّ مستقبليات مؤشرات الأسهم من بين أنجح الابتكارات في الأسواق المالية، فضلاً عن التعامل بالمضاربات فإنّها

تستعمل على نطاق واسع في التحوّط ضد المخاطر السوقية لحماية المركز النقدي (Fewlee et. al, 2008: 2).

وتنطوي مستقبليات مؤشرات الأسهم على الالتزام بتسليم المشتري مبلغ نقدي ويساوي قيمة ثابتة (٥٠٠ معظم المؤشرات) يطلق عليها المضاعف (Multiplier) مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إغلاق آخر يوم للتعامل على العقد (أي يوم التسليم) وسعر شراء العقد، ويندر أن يبقى الطرفين المتعاقدين حتى التأريخ المحدد للتسليم فإذا ماجاءت فرصة مؤاتية للربح أو شعر احد الطرفين أنَّ خسائره تزداد فإنه عادةً ما يعمد إلى إغلاق مركزه بصفقة عكسية، نفترض أنَّ مستثمراً ما قد اشترى عقداً على مؤشر ستاندرد وبور عند سعر 125$، ثم ارتفع السعر إلى 143$ وهو سعر وجد فيه المستثمر فرصة مؤاتية للربح، وقرر إغلاق مركزه ببيع عقد مماثل عند ذلك السعر وهنا يكون قد حقق ربحاً قدره 9000 $ وهو ما يمثل الفرق بين قيمة شراء العقد ٦٢٥٠٠$ (١٢٥*٥٠٠) وقيمة بيعه ٧١٥٠٠$ (١٤٣*٥٠٠)أما بالنسبة للبائع فيكون العكس تماماً (هندي، ٢٠٠٢: ٧١٤-٧١٥).

إنَّ حدوث التغيرات في قيمة المؤشر بالارتفاع أو الانخفاض ستؤثر في قيمة العقد المستقبلي الذي يعتمد على ذلك المؤشر، فإذا ما انخفضت قيمة المؤشر في السوق النقدي فإنّ بائع العقد المستقبلي سيحقق أرباحاً، ومشتري العقد المستقبلي سيتحمّل الخسائر والعكس هو الذي يصح عند ارتفاع قيمة المؤشر في السوق النقدي (Fisher & Jordon, 1996: 46).

وتعد مستقبليات مؤشرات الأسهم من الأدوات المشتقّة التي توفّر للمستثمرين فرصاً لإدارة المخاطر (Xinfanmen & Xinyanmen, 2008: 98) فضلاً عن أنّها مناسبة جداً للتحوط لأنّها تملك سيولة وكلفة عمولة أقل من القيام بصفقة عكسية مباشرة في الأسهم العادية . ويمكن أن تستخدم للمراجحة على أي مؤشر في أسواق الأوراق المالية فإنّ أغلب المراجحات تستعمل مؤشر ستاندرد وبور، والعقود المستقبلية على مؤشر ستاندرد و بور(S & P-500) في تاريخ استحقاق المؤشر سيكون السعر نفسه عند استحقاق العقد بسبب التسوية النقدية للعقد المستقبلي التي تعتمد على سعر الإغلاق في السوق لمؤشر(S & P-500) والمراجح بعملياته يربح، وأنّه يمكن أن يستخدم هذا المؤشر لأغراض المضاربة (Francis, 1991:777).

ثالثاً: أسواق العقود المستقبلية نشأتها وتطورها:

Future Contracts Markets ,Beginning &Development

بدأت نشأة أسواق عقود المستقبليات بوصفها أسواقاً حاضرة (spot markets) أي أسواقاً نقدية (Cash markets) على السلع الزراعية إذ تسلم السلعة وتدفع قيمتها نقداً فور التعاقد (هندي، ٢٠٠٢: ٦٣٢) أما في الولايات المتحدة فقد بدأ التعامل بالعقود المستقبلية في أواسط القرن التاسع عشر (Hirschey, 2001: 770).

وقد أصبحت أسواق المستقبليات (Futures markets) تؤدي دوراً مهماً في الاستثمار العالمي وأفرز الاهتمام بهذا الجانب الاستثماري إيجاد أدوات جديدة تعد محفزة للذين يعملون فيها ، وتشمل الأساليب المستعملة في هذه الأسواق (Jones, 2000: 485) ويتم في هذه الأسواق تداول العديد من السلع الغذائية والمعادن (كالنحاس والذهب والبلاتين والفضة) والأوراق المالية المتنوعة (أسهم، سندات، عملات أجنبية) (مطر وتيم، ٢٠٠٥: ٢٧١).

إنّ هذه العقود كانت وما زالت يتم التعامل بها ولأكثر من (١٣٠) عام حتى أُنشئت هيئة تجارة شيكاغو (Chicago Board of Trade) لأوّل مرة في عام (١٩٤٨)، وهي أكبر وأقدم بورصة للمشتقات في العالم. (Reilly & Brown, 2003: 905) وأصبحت هذه البورصة مركزاً تجارياً، إذ قامت مجموعة من التجار بتأسيس هذه الهيئة لتصبح سوقاً للتداول بالعقود المستقبلية (Darragh, 2007: 47) ولكن هذه العقود تفتقر إلى المعايير التي تنظمها وتجعلها قابلة للتسييل أو التداول بسهولة مما شكل عائقاً أمام نمو التجارة بهذه العقود، وفي عام ١٨٥٦ قامت هذه الهيئة بوضع الخصائص كافة للعقود المستقبلية، إذ تم تحديد كمية ونوعية الموجودات وكافة الخصائص الأخرى للموجود محل التعاقد، وهذا التنميط لهذه العقود شجع المستثمرين على التعامل بها وبشكل كبير (Gorton et al, 2007:12).

وبعد ذلك أمكن تطوير العقود المستقبلية للسلع الزراعية وتطبيقها على الأوراق المالية إذ بدأ التعامل بهذه العقود في عام (١٩٧٢) في سوق النقد الدولي (IMM) الذي يمثل مؤسسة فرعية من بورصة شيكاغو في تجارة عقود المستقبليات، وهي تمثل أسواقاً رسمية للمستقبليات المالية إلى جانب بورصة لندن الدولية للمستقبليات المالية(LIFFE) (Bodie, et.al, 2002: 767).

إذ تم التوسع في هذه الأسواق بالعقود المستقبلية في الثمانينات والتسعينات، فأُنشئت أسواق مالية في أوروبا والشرق الأقصى، كانت تتعامل بهذه الأدوات وأهم هذه الأسواق: بورصة لندن الدولية للعقود المستقبلية والخيارات التي بدأت التعامل عام (١٩٨٢) (Jones,2000:487)

إنَّ من بين أكثر الأسواق إبداعا التي نمت وتطورت في السنوات الأخيرة هي أسواق عقود المستقبليات المالية، ذلك بأنَّ المستقبليات المالية تستخدم في كلٍّ من الأسواق النقدية ذات الأجل القصير والأسواق الرأسمالية ذات الأجل الطويل (Rose & Marquis: 2008: 255).

وأُسست هيئة تجارة مستقبليات السلع (Commodity Futures Trading Commotion) في عام (١٩٧٤) وهي تعد الجهة الأولى المنظمة للأسواق المستقبلية. إنّ هذه الهيئة لديها وظيفة رئيسة وهي حماية المتعاملين التجار من خلال البحث لمنع الخروقات والغش والتلاعب الذي قد ينجم عن التعاملات غير القانونية، من خلال المتعاملين في البورصة، وإنّ هذه الهيئة توافق على العقود الجديدة أو المقترحة للتأكد من أنها تقوم على أسس اقتصادية سليمة من

الناحية القانونية، وتجري دراسات اقتصادية للأسواق وتفرض الأسس والقوانين الموضوعة من البورصات، وتوفر التنظيم والمراقبة للمتعاملين في الأسواق المستقبلية (Saunders& Cornett, 2004: 300).

وفي أيار/ عام (١٩٧٢) بدأت التعاملات في سوق شيكاغو التجاري (CME) بعقود مستقبليات العملة، إنَّ نشاطات التعاملات التجارية بالعملات توسعت بشكل مطَّرد وسريع في سوق شيكاغو التجاري ففي عام (١٩٧٨) تم التعامل بمليوني عقد فقط . وهذا الرقم وصل إلى (٢٠) مليون عقد في عام ٢٠٠١ (Eun & resnick,2004: 203). وتبنت سوق شيكاغو التجاري نظاماً الكترونياً لهذا الغرض، وإنّ الغالبية العظمى التي يتم التعامل بها بشكل الكتروني في هيئة تجارة شيكاغو (CBOT) هي عقود المستقبليات المالية.

وتبنّت سوق شيكاغو التجاري (CME) نظام تعاملات تجاري آخر يطلق عليه (Globex) هذه التبادلات الالكترونية تسمح بالتعاملات أنْ تجري على مدار (٢٤) ساعة. (Bodie, et. al, 2008: 789- 790) وهكذا استمرت التطورات الحاصلة قي أسواق العقود المستقبلية سواء أكانت تلك الأسواق تتعامل بالسلع أم بالأدوات المالية.

إنَّ العقود المستقبلية مبنية على أساس أنواع كثيرة من السلع والأوراق المالية وقد تم التعامل بها في أكثر من (١٠٠) بورصة حول العالم والجدول (٩) يبين قوائم من بورصات العقود المستقبلية الرائدة في الولايات المتحدة الأمريكية والعالم . وقد وضعت بحسب الترتيب اعتماداً على حجم التعاملات النسبية. إذ نلاحظ أنَّ اثنتين من الثلاث بورصات الأولى وثلاثاً من الخمس بورصات الأولى في العالم تتواجد في الولايات المتحدة الأمريكية (Reilly & Brown: 2003:905)

جدول (٩) أسواق العقود المستقبلية الرائدة في الولايات المتحدة الأمريكية والعالم

أ) الأسواق المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية USA			
ت	الأسواق المستقبلية (البورصات)	البلد	حجم التداول %
١	سوق شيكاغو التجاري (CME)	USA	٣٩,٨
٢	هيئة تجارة شيكاغو (CBOT)	USA	٣٨,٧
٣	أسواق نيويورك التجارية (NYM)	USA	١٧,٦
٤	هيئة تجارة نيويورك (NYBT)	USA	٣,١
٥	هيئة تجارة مدينة كانساس (KC)	USA	٠,٥
٦	أسواق سلع أمريكا الوسطى (MCE)	USA	٠,٣
ب- أسواق المستقبليات العالمية			
ت	الأسواق المستقبلية (البورصات)	البلد	حجم التداول %
١	أسواق اليورو الألمانية السويسرية	ألمانيا وسويسرا	٢٤,٦
٢	سوق شيكاغو التجاري (CME)	USA	١٦,٥
٣	هيئة تجارة شيكاغو (CBOT)	USA	١٦,١
٤	بورصة لندن الدولية للمستقبليات المالية (LIFFE)	المملكة المتحدة	٩
٥	أسواق نيويورك التجارية (NYM)	USA	٧,٣
٦	سوق المستقبليات البرازيلية (BM & F)	البرازيل	٦,٨
٧	أسواق باريس المالية	فرنسا	٥,٣
٨	أسواق لندن للمعادن	المملكة المتحدة	٥,٢
٩	أسواق طوكيو للسلع	اليابان	٤,٢
١٠	سوق مشتقات اليورو	بلجيكا	٢,٦
١١	أسواق سدني للسلع	استراليا	٢,٤

Source: Reilly Frank K. & Brown Keith C. "Investment Analysis Portfolio Management" 7th ed. Thomson /South –western, Australia, 2003, P.906.

رابعاً :الأطراف المتعاملة في سوق العقود المستقبلية

Trading Parties In The Future Contracts Market

تتمثل الأطراف الرئيسة التي تتعامل بالعقود المستقبلية، وهم أما مشترون أو بائعون ومضاربون يسعون إلى تحقيق الأرباح فضلا عن المتحوطين من المخاطر غير المتوقعة،وهذا يعني أنَّ المشترين والبائعين قد يكونوا هم أنفسهم مضاربين ومتحوطين ولكن هذه الإضافة لغرض زيادة المعرفة بشأن التعامل بأسواق العقود المستقبلية، والطرف الثالث هو بيت التسوية الذي يتوسط بين البائعين والمشترين ويتم إيضاحها على النحو الآتي:

١. **المشترون والبائعون (Buyer & Seller)**

إنَّ المتعاملين في سوق العقود المستقبلية هم البائعون والمشترون لتلك العقود ويطلق على مشتري العقد بالمستثمر الذي يأخذ مركزاً طويلاً (long position)، بمعنى انه يشتري العقد ويحتفظ به لمدة على أمل أن ترتفع قيمته السوقية، فيقوم ببيعه بالسعر المرتفع، محققاً بعض الأرباح (هندي، ٢٠٠٢، ٦٤٣).

أما بائع العقد فهو أحد أولئك المستثمرين الذين يأخذون مركزاً قصيراً (Short position) على العقد، (Bin hammer & Sephton, 1998: 101) بمعنى أنهم يبيعون العقد، في الوقت الذي قد لا يملكون فيه الأصل محل التعاقد، ويأمل هؤلاء في أن تنخفض أسعار العقود في المستقبل ليعيدوا شراءها بالأسعار الجديدة ويغلقون بذلك مراكزهم محققين أرباحاً.

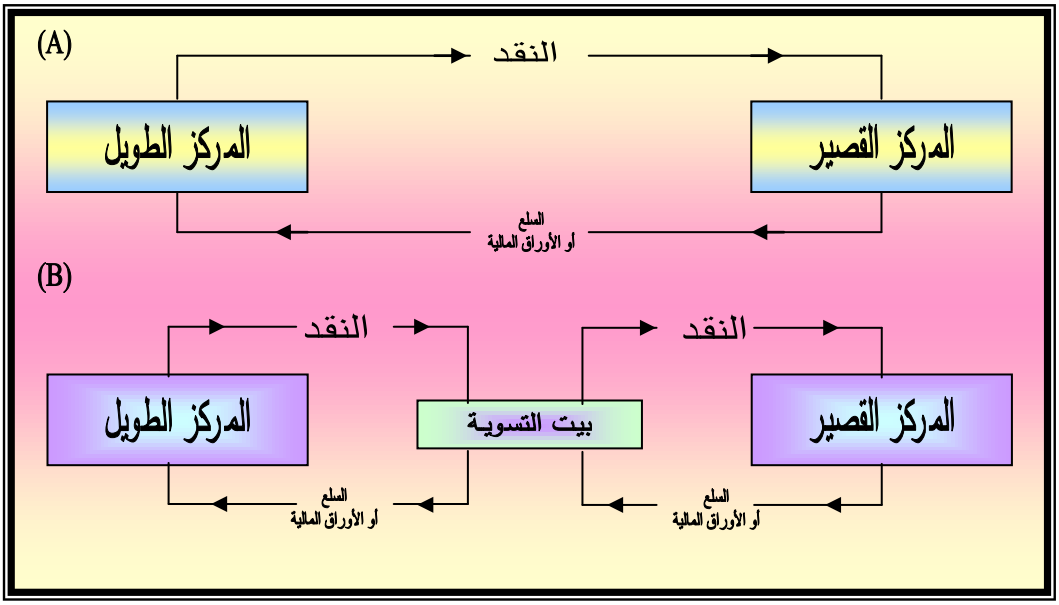
٢. **المضاربون والمتحوطون (Speculators & Hedgers)**

المضاربون (Speculators) إنَّ الدافع من تعاملاتهم في تلك الأسواق هو اغتنام الفرص لتحقيق الأرباح نتيجة تحركات الأسعار المستقبلية فإذا توقع المضارب بأنَّ الأسعار سوف تزداد فانه يتخذ مركزاً طويلاً لتحقيق الأرباح، وبالمقابل فإنّه يستثمر انخفاض الأسعار المتوقعة من خلال اتخاذ مركز قصير لبيع عقد مستقبلي(Rose & Marquis,2008: 255).

أما المتحوطون (Hedgers) فهم أولئك الذين يتجنبون تقلبات الأسعار من خلال تثبيت سعر شراء أو بيع موجود أساسي ، وذلك من خلال اتخاذ مركز طويل أو مركز قصير في عقد مستقبلي . وبناءً على ذلك فإنّ المتحوط يتجاوز المخاطر الحاصلة من التقلبات السعرية ويتركها للمضارب الذي لديه القدرة أو تكون لديه الرغبة في تحمَّل تلك المخاطر (Eun & resnick, 2004:202).

٣. **بيت التسوية أو المقاصة (Clearing House)**

عندما تتم الصفقة بين الطرفين (البائع والمشتري) ويتم الاتفاق على التفاصيل كافة تمرر بعد ذلك إلى بيت التسوية أو المقاصة (Clearing House) الذي يقوم بتنظيم المعاملة التجارية أو تحويل الصفقة. ذلك بأنّ المتعاملين بالعقود المستقبلية لا يتعاملون مع بعضهم البعض مباشرة وبدلاً من ذلك فإنّهم يعقدون صفقاتهم مع بيت التسوية وهو الذي يكون مسؤولاً أيضا عن متابعة عملية التسليم والإشراف عليها وتسوية الأرباح والخسائر اليومية بين هذه العقود. (Reilly & Brown, 2003: 905) فبيت التسوية يلعب دور البائع بالنسبة للمشتري، ودور المشتري بالنسبة للبائع، وهذا يعني أنَّ بيت التسوية يقدم الضمان الكافي لتنفيذ كل عقد تم إبرامه . ويمكن توضيح الصفقة عند وجود بيت التسوية وفي حالة غياب بيت التسوية كما في الشكل (٧):



شكل (٧) تنفيذ الصفقة بوجود وغياب بيت التسوية

Source: Bodie, Zvi ; Alex, Kane & Alan Marcus (Investments), 7thed, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2008, P. 791.

وبذلك فإنّ التعاملات المستقبلية بين المركز الطويل والمركز القصير هي عملية مجموعها يساوي صفراً(Zero Sum game) ، أي أنّ مجموع التسويات اليومية الطويلة والقصيرة هي صفر، لذلك إنّ بيت التسوية يُعد الطرف الثالث كما موضح بالشكل (B-٧) بين البائع والمشتري في الصفقات كافة فمشتري العقود المستقبلية على نحوٍ فاعل، يشتري من خلال بيت التسوية بينما يعقد البائع صفقة البيع عن طريق بيت التسوية أيضاً، بحيث أنَّ هذا التعامل لأسواق المستقبليات يسهل التعامل ويزيد من فاعلية السوق الثانوي لأنَّ المشتري والبائع ليسا بحاجة إلى أن يقوّم احدهما الآخر(Eun & resnick, 2004:201- 202).

وهناك طريقتان تُجنب بيت التسوية التعرّض لمخاطر عدم الوفاء ، هما: نظام الهامش الأولي والتسوية اليومية بحسب السوق، وفي ظل حدود التقلبات السعرية اليومية التي لا تزيد عن مقدار الهامش. وقد يكون بيت التسوية قسم من الأقسام التنظيمية لسوق العقود المستقبلية كما هي الحال في هيئة تجارة شيكاغو (CBOT) (هندي، ٢٠٠٨: ١٢٦-١٢٧) أضف إلى ذلك فرض هامش صيانة يومي على المشتري والبائع للمحافظة على مستوى الهامش الأولي.

أ- الهامش الأولي (المبدئي) (Initial margin)

يتطلب من كل زبون (متعاقد) سواء أكان بائعاً أم مشترياً للعقد المستقبلي ولإتمام الصفقة أن يودع حساباً هامشياً (margin account) يدفع نقداً أو على شكل سندات حكومية عندما يتم إبرام العقد . وهذا الحساب الهامشي يسمى الهامش الأولي (المبدئي) (Initial margin) ويعد هذا المبلغ حُسن نية أو ضماناً لحماية الطرفين من الإخلال أو عدم الوفاء بالتزامات العقد (Reilly & Brown, 2003: 908) والهامش الأولي هو قيمة ما يودعه

المتعامل لدى الوسيط من مبالغ نقدية أو أية أوراق مالية تعادل في الغالب ما بين ٥ إلى ١٠% من القيمة الأساسية للعقد . ويسمى أحياناً بهامش الأداء (Performance margin) ويتفق (Bodie) مع كل من (Reilly & Brown) على أنّ هذا الهامش يعد بمثابة وديعة بهدف توفير الحماية المالية لكلا الطرفين لضمان وفاء المتعاملين بالتزاماتهم (Bodie, et. al: 2008: 792) فلولا هذا الهامش يكون الطرفان المتعاملان عرضةً لمخاطر النكول.

ب- التسوية بحسب السوق (Marking to market)

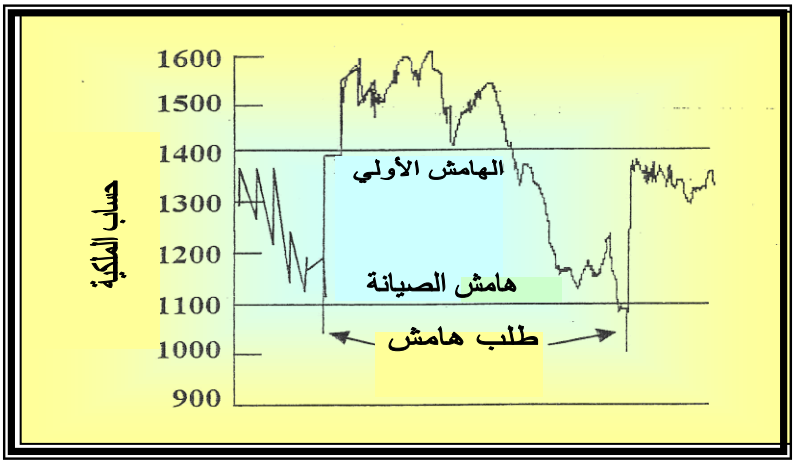
إنَّ التسوية بحسب السوق تكون عند نهاية كل يوم تعامل أي بحسب تحركات الأسعار لذلك اليوم . وأنَّ كل المراكز المتداولة للعقد يتم تعديلها بسعر التسوية (Settlement Price) الذي يوضع من البورصة بعد نهاية التعاملات اليومية ويسمى أيضا بسعر الإغلاق (Closing price) للأعمال في نهاية كل يوم، بحيث أنَّ عملية التسوية بحسب السوق تعتمد على نحوٍ فاعل على حساب الهامش المبدئي ، بحيث يتغير حساب الهامش بالنسبة لكل طرف بحسب تحركات الأسعار فتكون هناك خسارة أو ربح في كل يوم تعامل لكل طرف. (Reilly & Brown, 2003: 908). إنَّ سعر التسوية اليومية للعقد هو عبارة عن السعر الفوري (Spot price) وإنّ عملية التسوية اليومية هي عملية تسوية الربح أو الخسارة بين الطرفين (البائع والمشتري) فعند ارتفاع السعر فإنّ على البائع أن يودع رصيداً نقدياً بمقدار الارتفاع في حساب الهامش . أمّا إذا كانت الحالة معكوسة أي عند انخفاض السعر الحاضر فإنّ على المشتري للعقد المستقبلي أن يودع رصيداً نقدياً في حساب الهامش الأولي بمقدار الانخفاض . وهذه العملية تُعد أماناً أو ضماناً لكلا الطرفين بتنفيذ التزاماتهم تجاه بعضهما . (Hirschey: 2001: 770)

ج- هامش الصيانة (Maintenance Margin)

لتأمين الحماية الكافية الدائمية للبورصة، فلا تسمح السماسرة بأن يكون الهامش المبدئي أقل من مستوى هامش الصيانة، وعادة ما يكون هامش الصيانة يعادل حوالي ٧٥% من قيمة الهامش المبدئي ، فإذا كانت التعديلات التي قللت رصيد المركز القصير بحيث أصبح حساب الهامش للمركز القصير أقل من مستوى هامش الصيانة ، فإنه سوف يتسلم من السمسار إنذاراً بطلب الهامش **(margin call)** ويصبح صاحب المركز القصير ملزماً بإعادة رصيد الهامش المبدئي إلى المستوى الأول، أي أن يدفع مبلغاً نقدياً أو أوراقاً مالية إلى حساب الهامش وبخلاف ذلك ، إنَّه سيواجه إجراءات بغلق مركزه من لدن بيت السمسرة (Koch,2000:367)وبكلام آخر يمكن غلق مركزه (سواء أكان بائعاً أم مشترياً) في حالة تغير

الأسعار التي تؤدي إلى خسارة المستثمر وذلك عندما ينخفض الهامش إلى مستوى أقل من هامش الصيانة وعدم استجابة المستثمر لطلب الهامش لتسوية الفرق، وبالتالي يقوم السمسار بغلق مركزه في السوق (Solnik, 2000: 460) . وهذا يعني غلق مركز المستثمر بإبرام صفقة معاكسة لحسابه ، فإذا كان بائعاً لعقد مستقبلي يغلق مركزه بشراء عقد مستقبلي مماثل للعقد السابق والعكس صحيح.

إنَّ التاجر الذي يقوم بغلق مركزه الطويل بمركز قصير، يحمل خصائص العقد المستقبلي نفسها وهذا ما يطلق عليه بالصفقة العكسية (Reversing trade). وبهذا يكون قد أغلق مركزه على العقد وما على بيت التسوية إلا أن يقوم بشطب العقدين المتعاكسين بحيث يصبح صافي مركزه يساوي صفراً. إنَّ أغلب العقود القائمة يتم غلق مراكزها المستقبلية بإجراء صفقة معاكسة قبل مرحلة التنفيذ، وهذا ما يقوم به التجار بتسوية مراكزهم قبل الوصول إلى مرحلة التنفيذ.(Bodie, et. al: 2008: 791) والشكل (٨) يوضح الفرق بين هامش الصيانة والهامش الأولي.



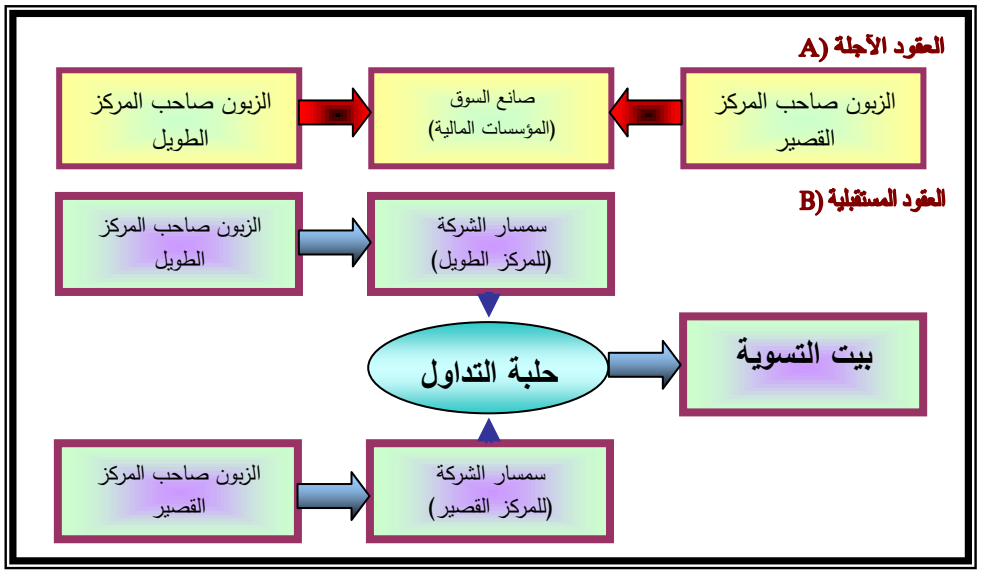
شكل (٨) مستوى هامش الصيانة والهامش الأولي

Source: Kolb, Robort W. (Understanding Futures Market), 5th ed, Black well Business, Inc, U.K. 1997, P. 10.

يتضح أنَّ الهامش المبدئي (الأولي) هو (١٤٠٠) دولار، حوالي (٥ –١٠%) من قيمة العقد وهامش الصيانة هو (١١٠٠) دولار (حوالي ٨٠% من الهامش المبدئي)، فعندما تهبط قيمة الهامش الأولي إلى أقل من مستوى هامش الصيانة فإنّ السمسار سيطلب من صاحب العقد إيداع مبلغ إضافي يُدعى طلب الهامش حتى يصل المبلغ إلى مستوى الهامش المبدئي ويكون الدفع نقداً، وإذا زادت قيمة الهامش عن مستوى الهامش المبدئي فبإمكان التاجر أن يسحب الزيادة بحيث تبقى قيمة الهامش المبدئي ثابتة عند مستوى ١٤٠٠ دولار.

خامساً: إجراء تنفيذ الصفقات (Implementation Of Transaction)

إنَّ إجراءات تنفيذ الصفقات في البورصة تبدأ من المستثمر الذي يرغب في مركز معين في عقود المستقبليات، إذ يقوم بالاتصال بسمسار الصالة الذي بدوره يحول الأمر بالاتصال بصالة التداول التي يتم تحويلها إلى حلبة التداول* (Trading Pit). وفي هذه الحالة يتم التفاوض على سعر الصفقة من خلال الإعلان بالمناداة بالصوت المسموع بين سماسرة الصالة أو التجار.(Eun & Resnick, 2004:201). إنَّ معظم الصفقات المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية تحدث بين تجار الصالة داخل حلبة التداول لكل عقد، فإنّ المتعاملين هنا يستخدمون الأصوات أو بإشارة اليد إلى رغبتهم في الشراء أو البيع في حلبة التداول. والشكل (٩) يوضّح طبيعة الاختلاف في التعامل بالعقود الآجلة في الأسواق الموازية (OTC) والتعامل بالعقود المستقبلية في البورصات المنظمة.



الشكل (٩) طبيعة الاختلاف في التعامل بالعقود الآجلة والمستقبلية

Source: Reilly Frank K. & Brown Keith C. "Investment Analysis Portfolio Management" 7th ed. Thomson /South –western, Australia, 2003, P.906.

يتبيّن من خلال الشكل (٩-A) أن التعامل بالعقود الآجلة يتم بين طرفين : المصرف التجاري أو الاستثماري (صانع السوق) والزبون صاحب المركز الطويل أو بين المصرف والزبون صاحب المركز القصير، وتكون تسوية العقود أي تحديد الربح أو الخسارة عن طريق المصرف التجاري أو الاستثماري عند تاريخ تنفيذ العقد، ولا يمكن تسوية العقد قبل هذا التاريخ.

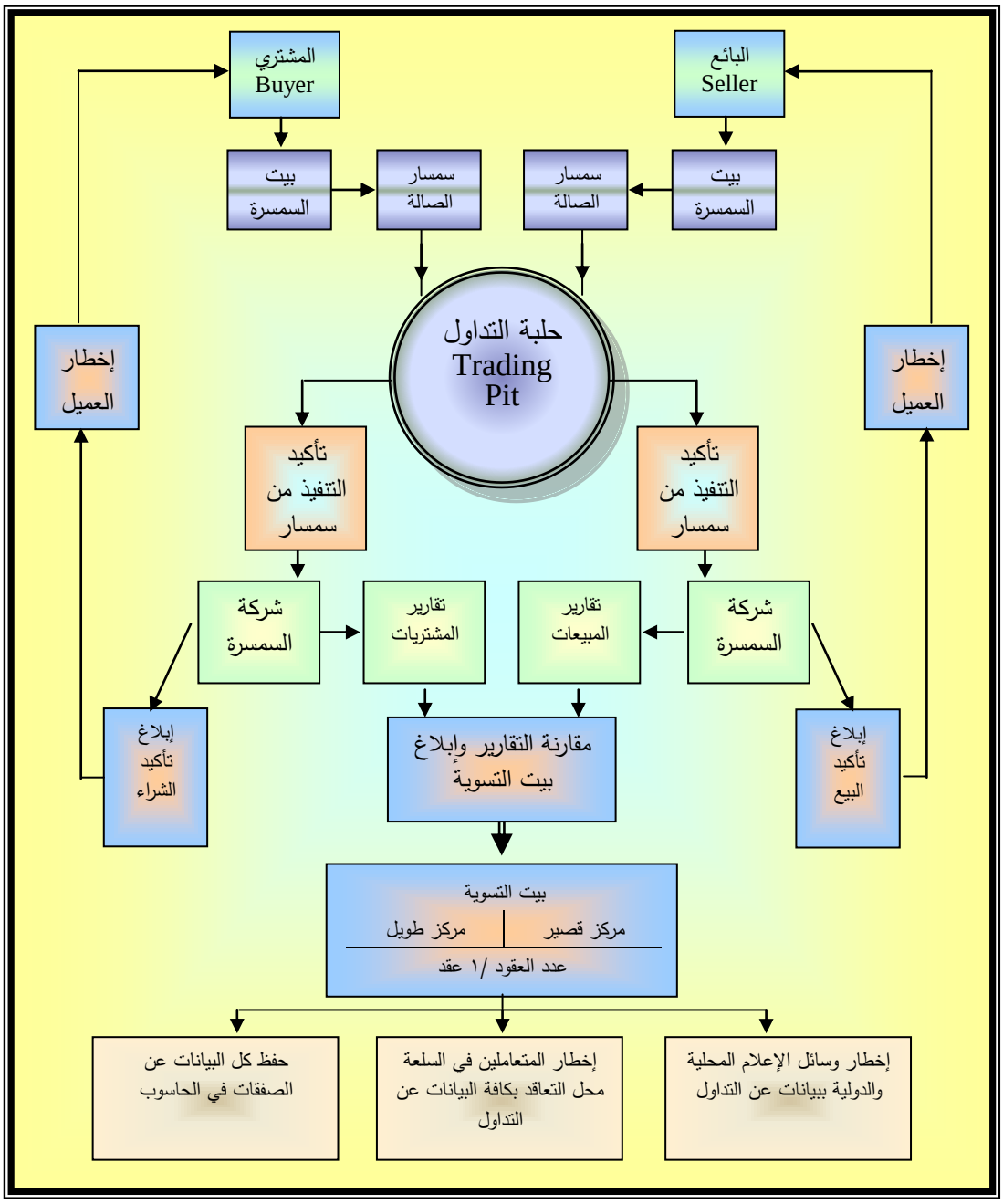
أمّا التعامل بالعقود المستقبلية فنلاحظ في الشكل(٩-B) أن المشتري صاحب المركز الطويل يتّصل بسمسار الشركة، وهذا بدوره يتّصل بحلبة التداول وكذلك البائع صاحب المركز القصير أيضاً يتّصل بحلبة التداول عن طريق سمسار الشركة، بحيث أن البائع والمشتري لا يعرف

* حلبة التداول هي مكان دائري مخصص لإبرام العقود عن طريق السماسرة بالمزاد العلني.

أحدهما الآخر، إذ يضع كل منهما هامشاً أولياً لدى بيت التسوية، وتكون تسوية العقود يومية بحسب السوق، وبالتالي يمكن معرفة الربح والخسارة يومياً ويتم تسويتها عن طريق بيت التسوية . ونلاحظ أنَّ التعامل بالعقود المستقبلية عملية معقدة بينما التعامل بالعقود الآجلة عملية سهلة ومرنة، إذ يتم التفاوض بين المتعاملين على شروط العقد الآجل كافة وبحسب رغبة الطرفين.

وكذلك اليوم فإنّ التعاملات تجري على نحوٍ متزايد عبر الشبكات الالكترونية وخصوصاً بالمستقبليات المالية. (Bodie, et. al, 2008: 789).

ويتم تبادل الرسائل الشفهية أو الرمزية بين الراغبين في البيع والشراء حتى يصلوا إلى اتفاق على التنفيذ، وبصرف النظر عن نوعية الصفقة، فانه لو تم الاتفاق بين طرفي العقد، عندئذ يقوم سمسار الصالة بإبلاغ بيت السمسرة الذي صدر عنه أمر الشراء أو البيع، ليؤكد (confirm) إتمام التنفيذ الفعلي للأمر، إذ يقوم بيت السمسرة بدوره بإبلاغ العميل كما يقوم كتبة الصالة (Floor Clerks) بتجميع الأوراق عن الصفقات التي أُبرمت وتسليمها إلى مندوب بيت المقاصة أو التسوية، وعلى أساس تلك البيانات يقوم بيت المقاصة أو التسوية بإضافة مركز قصير في مقابل مركز طويل مشيراً إلى وجود عقد جديد على الأصل، كما يقوم بيت التسوية، كذلك بإعلان التفاصيل عن آخر صفقة على لوحة الإعلانات (Bulletin Board) المثبتة على جدار غرفة التداول، ويتولى أيضا إخطار مكتب الخدمة الإعلامية (News Service) ببيانات عن الصفقة للإعلان عنها على النطاق المحلي والعالمي وعندما يحين موعد التسليم سوف يخبر بيت السمسرة المستثمر بذلك (هندي، ٢٠٠٦: ٥٣٦-٥٣٧) ويوضح الشكل (١٠) الخطوات الإجرائية لتنفيذ الصفقات.



شكل (١٠) الخطوات الإجرائية لتنفيذ صفقات العقود المستقبلية

المصدر: هندي، منير إبراهيم، (الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات)، منشأة الإسكندرية، ٢٠٠٨، ص١٣٣.

سادساً: أعضاء بورصة العقود المستقبلية (Future Contracts Exchange Members)

يقسّم أعضاء بورصة العقود المستقبلية على قسمين:

١) سماسرة الصالة (Brokers)

إنَّ العقود المستقبلية يتم التعامل بها من خلال السماسرة في بورصة السلع أو الأوراق المالية، وشركات السمسرة المتمثلة بالسماسرة ، وهم أعضاء في البورصة وعددهم محدد وهم

مستقلون ويقوم السماسرة بتنفيذ أوامر (إجراء صفقات) عملائهم من بيت السمسرة ، ويأخذ السمسار عمولة معينة على تنفيذ الأمر. وهذه العمولة عادة تغطي كلاً من الشراء والبيع اللاحق له في العقد.(Mayo: 2001: 360) و العمولة التي يدفعها كلا الطرفين البائعون والمشترون إلى السماسرة لغرض إتمام الصفقات قد تصل إلى١٥$ أمريكياً لكل عقد مستقبلي من عقود العملات (Eun & resnick,2004: 202)، إذ يفرض سمسار السوق عمولة قليلة جداً على الطرفين تتراوح ما بين(٠,٠١%- ٠,٠٥%) من قيمة العقد (McRate,1996: 87).

٢) التجار (Traders)

وهم الذين يطلق عليهم بالمحليين Locals فهم ينفذون الصفقات لحسابهم الخاص (Jones, 2000: 488). وهناك ثلاث فئات كبيرة من التجار يمكن التعرف عليهم وهم: المتحوطون (Hedgers) والمضاربون (Speculators) والمراجحون (arbitrageurs) (Hull; 2007:8)

أ- المتحوطون (Hedgers):

وهم أولئك الذين يتحوطون من المخاطر التي تتمثل بتقلبات الأسعار، إذ يعمل المتحوطون على تخفيض المخاطر أو إزالتها ، حتى وإن كانت مدة التعرّض لتلك المخاطر قصيرة جداً. (Choi, 2003: 213)

ب- المضاربون (Speculators)

يطلق على المضاربين (Speculators) أحياناً بالمستقلين (independents) على أساس أنهم يبرمون الصفقات لحسابهم الخاص (هندي، ٢٠٠٨: ١٢١) وهدفهم تحقيق الأرباح من خلال اغتنام فرص تقلبات الأسعار (Melvin, 2000: 77) فإذا توقع المضارب بأن أسعار السوق تزداد، فإنه يتّخذ مركزاً طويلاً لتحقيق الأرباح وبالمقابل فإنّه سوف يستثمر انخفاض الأسعار المتوقعة من خلال اتخاذ مركز قصير لبيع عقد مستقبلي (Bodie, et. al, 2002: 750).

ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من المضاربين هم (هندي، ٢٠٠٨: ١٢٣)

✯ (الخطاف) مغتنم الفرص الطارئة: (Scalper)

يقصد بالمضارب الذي يسعى لاغتنام الفرص الطارئة أو ما يسمى بالخطاف (Scalper) ذلك الذي يأخذ مركزاً على عقد مستقبلي لمدة قصيرة جداً للغاية. بمعنى انه يغلق المركز الذي أخذه بعد بضع ثواني أو بضع دقائق وهو مستمر في السوق لحظة بلحظة.

✯ تجار اليوم الواحد (Day traders)

تاجر اليوم الواحد (Day trader) هو المضارب الذي عادة ما يغلق مركزه على العقد بنهاية اليوم، ويندر أن يبقيه لليلة واحدة.

✯ تجار المراكز (Position traders)

يقصد بتجار المراكز (Position traders) أولئك الذين يبقون على مراكزهم لأكثر من يوم، بل قد يمتد بهم الأمر إلى أسابيع أو إلى أشهر.

جـ. المراجحون (Arbitrageurs)

المراجح يشتري بالسعر المنخفض ثم يبيع مباشرة بالسعر المرتفع للسلعة نفسها في سوقين مختلفين ولمركزيين مختلفين أيضاً. (Arnold, 1998: 925) وكذلك المراجحون يتخذون مركزين متعاكسين في استثمارين أو أكثر لتثبيت وتأمين ربحية ما، من دون التعرّض إلى الخسائر. (Hull; 2007: 8)

سابعاً: **نشرة الأسعار** (Price Bulletin)

يوضح الجدول (١٠) كيفية الإعلان عن أسعار العقود المستقبلية (Futures Price) في صحيفة (وول ستريت). في قمة الجدول نجد الأصل محل التعاقد. وأول عقد هو على الذرة (Corn)، إذ يشير العمود الأول إلى أشهر التسليم، أما العمود الثاني فيوضح أسعار الافتتاح للعقد المعني في ذلك اليوم .(Open price) وفي العمودين الثالث والرابع أعلى (High) وأدنى (Low) سعر جرى به التعامل على العقد في ذلك اليوم. وفي العمود الخامس سعر التسوية (Settle Price) أي السعر الذي على أساسه تتم تسوية العقود المستقبلية في ذلك اليوم. وعادة ما يكون سعر التسوية هو متوسط أعلى وأدنى سعر في اللحظات الأخيرة، أي في الدقيقتين أو الثلاث دقائق الأخيرة قبل الإغلاق (Close). ويأتي بعد ذلك العمود السادس الذي يكشف عن التغير في سعر التسوية لليوم مقارنة باليوم السابق. وفي العمودين السابع والثامن أعلى وأدنى سعر جرى به التعامل على ذلك العقد منذ تاريخ دخوله للسوق مع ملاحظة أنَّ الأسعار قد تكون بالسنت أو بالدولار. أما العمود التاسع فيوضح عدد العقود القائمة Open Interest لكل تاريخ تسليم. (هندي؛ ٢٠٠٨: ١٠٥).

ومن خلال العقود المدرجة في الجدول (١٠) نأخذ مثلاً عقود أسعار الفائدة على سندات الخزينة (T- Bonds) قيمتها الاسمية (١٠٠) ألف دولار والقيمة الاسمية للسند ١٠٠$ ويتم تداول هذه العقود في بورصة شيكاغو (CBOT) . وكل عقد من هذه العقود يمثل مركزاً طويلاً ومركزاً قصيراً. إنَّ مؤشرات التداول تبين بأنّ ما يقارب ١٧٢٠٠٠ عقد من عقود المتاجرة بأسعار الفائدة على سندات الخزينة تم تداولها في آخر يوم من التعاملات.

إنَّ عدد العقود القائمة Open Interest في التداول في تاريخ التنفيذ كانت 499,822 عقد انخفضت إلى 22,592 عقداً عن اليوم السابق.

جدول (١٠) نشرة أسعار العقود المستقبلية

FUTURES PRICE

Exchange Abbreviations

For commodity futures and futures options

CBT-Chicago Board of Trade
CME-Chicago Mercantile Exchange
CMX-COMEX (Div. of New York Mercantile Exchange)
EUREX-European Exchange
FINEX-Financial Exchange (Div. of New York Board of Trade)
IPE-International Petroleum Exchange
KC-Kansas City Board of Trade
LIFFE-London International Financial Futures Exchange
MATIF-Marche a Terme International de France
ME-Montreal Exchange
MPLS-Minneapolis Grain Exchange
NQLX-NQLX (unit of Euronext.liffe)
NYBOT-New York Board of Trade
NYFE-New York Futures Exchange (Sub. of New York Board of Trade)
NYM-New York Mercantile Exchange
ONE-OneChicago
SFE-Sydney Futures Exchange
SGX-Singapore Exchange Ltd.

Futures prices reflect day and overnight trading
Open interest reflects previous day's trading

Wednesday, July 7, 2004

Grain and Oilseed Futures

	OPEN	HIGH	LOW	SETTLE	CHG	LIFETIME HIGH	LIFETIME LOW	OPEN INT
Corn (CBT)-5,000 bu.; cents per bu.								
July	250.25	252.00	248.50	249.50	...	342.00	227.75	7,552
Sept	254.00	256.50	252.50	253.75	-.25	341.00	229.75	167,492
Dec	258.75	261.75	257.50	258.50	...	341.50	232.50	296,072
Mr05	265.50	269.00	264.75	266.00	...	342.00	239.00	40,371
May	271.50	274.25	270.50	271.50	...	344.00	243.50	12,853
Dec	266.00	266.00	262.00	264.50	1.25	288.50	235.00	9,803

Est vol 78,872; vol Tue 112,232; open int 547,475, -8,967.

Oats (CBT)-5,000 bu.; cents per bu.								
Sept	139.00	140.50	137.25	137.25	-1.25	190.00	134.00	3,373
Dec	146.00	148.00	143.50	144.00	-1.50	193.00	141.00	6,758

Est vol 988; vol Tue 1,158; open int 10,498, -153.

Soybeans (CBT)-5,000 bu.; cents per bu.								
July	980.00	1035.00	955.00	961.50	-18.00	1064.00	520.00	8,880
Aug	820.25	869.50	818.00	821.50	2.00	1026.00	521.00	44,898
Sept	683.50	725.00	678.25	685.50	1.50	904.50	528.00	11,761
Nov	651.00	685.00	646.00	660.50	8.50	802.00	483.00	88,090
Ja05	654.50	687.00	651.00	663.00	9.50	800.00	573.00	4,749
Mar	657.00	685.00	657.00	664.50	7.50	787.00	570.00	3,879
May	653.00	681.00	653.00	660.00	9.00	775.00	642.00	3,928

Est vol 95,795; vol Tue 75,179; open int 168,379, -4,918.

Food and Fiber Futures

Lumber (CME)-110,000 bd. ft., $ per 1,000 bd. ft.								
July	385.00	385.00	381.80	384.20	.40	429.50	282.00	1,320
Sept	370.00	370.00	365.00	368.00	1.70	398.00	309.90	2,486
Nov	339.30	341.70	338.40	341.20	2.90	364.50	318.80	594

Est vol 827; vol Tue 1,001; open int 4,522, -81.

Milk (CME)-200,000 lbs., cents per lb.								
July	14.75	14.85	14.73	14.82	...	17.75	11.60	5,983
Aug	13.65	13.80	13.65	13.75	.07	17.50	11.65	5,218
Sept	13.90	14.30	13.90	14.25	.30	16.90	12.10	5,031
Oct	13.55	13.70	13.55	13.61	.11	15.50	11.89	3,114
Nov	12.90	13.05	12.90	13.05	.15	14.05	11.39	2,037
Ja05	12.34	12.35	12.34	12.35	.01	12.44	11.50	558
Feb	12.26	12.31	12.21	12.31	.03	12.35	11.50	510
Mar	12.28	12.32	12.25	12.32	.02	12.35	11.50	349

Est vol 698; vol Tue 546; open int 25,703, -5,394.

Cocoa (NYBOT)-10 metric tons; $ per ton.								
July	...	...	...	1,414	76	2,307	1,299	229
Sept	1,345	1,425	1,345	1,419	81	2,402	1,298	47,334
Dec	1,365	1,435	1,365	1,433	80	2,065	1,315	17,175
Mr05	1,388	1,455	1,388	1,451	77	1,810	1,340	10,262
Sept	1,430	1,430	1,430	1,494	76	1,580	1,385	4,802

Est vol 22,622; vol Tue 9,057; open int 106,874, +1,530.

	OPEN	HIGH	LOW	SETTLE	CHG	LIFETIME HIGH	LIFETIME LOW	OPEN INT
Silver (CMX)-5,000 troy oz.; cnts per troy oz.								
July	598.0	614.0	598.0	611.0	14.6	849.0	436.0	1,448
Sept	598.5	616.0	598.5	612.5	14.5	830.0	477.0	49,307
Dec	602.0	620.0	602.0	615.6	14.5	848.0	440.0	19,346
Mr05	613.0	620.0	613.0	618.7	14.5	828.0	485.0	4,904
Dc06	653.0	653.0	653.0	640.5	14.5	840.0	469.0	1,204

Est vol 10,000; vol Tue 11,090; open int 82,761, -269.

Petroleum Futures

Crude Oil, Light Sweet (NYM)-1,000 bbls.; $ per bbl.								
Aug	39.58	39.84	38.75	39.08	-0.57	42.30	20.84	174,308
Sept	39.64	39.90	38.85	39.20	-0.52	41.85	20.82	116,659
Oct	39.38	39.56	38.55	38.89	-0.57	41.24	23.75	48,460
Nov	39.05	39.25	38.45	38.59	-0.59	40.62	24.75	29,682
Dec	38.69	38.91	38.00	38.27	-0.59	40.07	16.35	60,114
Ja05	38.05	38.05	37.77	37.85	-0.56	39.45	23.25	23,914
Feb	37.55	37.55	37.30	37.45	-0.54	38.87	23.85	13,581
Mar	37.59	37.59	37.00	37.11	-0.52	38.21	23.05	12,305
Apr	36.80	36.90	36.80	36.77	-0.50	37.60	23.25	10,684
June	36.22	36.60	36.00	36.15	-0.48	36.85	22.40	20,991
Nov	34.95	34.95	34.95	35.09	-0.40	35.40	26.00	3,185
Dec	34.90	35.15	34.75	34.90	-0.39	35.30	17.00	46,118
Dc06	33.50	33.50	33.10	33.11	-0.30	33.50	19.10	32,600
Dc07	31.65	31.90	31.65	31.66	-0.25	31.90	19.50	13,302
Dc08	30.90	31.00	30.90	30.66	-0.25	31.00	19.75	11,955
Dc09	30.20	30.20	30.20	29.91	-0.25	30.20	22.50	10,982
Dc10	29.80	29.85	29.80	29.55	-0.25	29.85	27.15	15,887

Est vol 186,476; vol Tue 175,477; open int 699,223, +5,574.

Heating Oil No. 2 (NYM)-42,000 gal.; $ per gal.								
Aug	1.0905	1.0970	1.0620	1.0791	-.0140	1.1060	.6455	64,701
Sept	1.0981	1.1031	1.0710	1.0867	-.0150	1.1130	.6585	23,079
Oct	1.1041	1.1082	1.0870	1.0937	-.0135	1.1150	.6655	14,910
Nov	1.1096	1.1145	1.0875	1.0997	-.0125	1.1180	.6820	11,026
Dec	1.1116	1.1140	1.0900	1.1042	-.0115	1.1230	.6937	23,009
Ja05	1.1125	1.1125	1.0960	1.1062	-.0105	1.1260	.7160	10,302
Feb	1.0950	1.0950	1.0870	1.0902	-.0090	1.1100	.7140	10,071
Mar	1.0600	1.0670	1.0580	1.0612	-.0060	1.0800	.7033	9,260
Apr	1.0225	1.0225	1.0150	1.0202	-.0045	1.0400	.7025	1,901
May	.9845	.9845	.9750	.9817	-.0030	.9880	.7015	1,794
June	.9505	.9585	.9500	.9567	-.0020	.9610	.7050	3,869

Est vol 41,751; vol Tue 30,287; open int 187,760, -436.

Gasoline-NY Unleaded (NYM)-42,000 gal.; $ per gal.								
Aug	1.2680	1.2780	1.2530	1.2735	.0014	1.3200	.8400	61,649
Sept	1.2371	1.2480	1.2265	1.2456	.0030	1.2550	.8530	25,379
Oct	1.1671	1.1750	1.1575	1.1746	.0015	1.1765	.8300	9,767
Nov	1.1221	1.1290	1.1210	1.1306	-.0005	1.1350	.8300	5,875
Dec	1.0940	1.1000	1.0910	1.1006	-.0015	1.1050	.7990	11,905
Ja05	1.0820	1.0840	1.0740	1.0916	-.0005	1.0967	.8070	2,670
Feb	1.0905	1.0905	1.0905	1.0911	.0005	1.0905	.8450	3,491
May	1.1510	1.1510	1.1510	1.1541	.0005	1.1510	1.0800	6,318

Est vol 44,201; vol Tue 37,066; open int 137,738, +3,216.

Interest Rate Futures

Treasury Bonds (CBT)-$100,000; pts 32nds of 100%								
Sept	107-27	108-01	107-20	107-27	1	114-30	101-24	482,663
Dec	106-23	106-25	106-15	106-21	1	113-07	100-24	16,958

Est vol 126,645; vol Tue 171,830; open int 499,322, -22,592.

Currency Futures

Japanese Yen (CME)-¥12,500,000; $ per ¥								
Sept	.9160	.9270	.9156	.9246	.0082	.9705	.8575	87,216
Dec	.9244	.9303	.9208	.9293	.0082	.9740	.8800	12,290

Est vol 20,286; vol Tue 19,935; open int 99,512, -1,919.

Canadian Dollar (CME)-CAD 100,000; $ per CAD								
Sept	.7527	.7580	.7523	.7555	.0018	.7815	.6505	56,562
Dec	.7554	.7572	.7528	.7551	.0018	.7800	.6940	4,523
Mr05	.7550	.7560	.7519	.7547	.0018	.7775	.7150	669
June	.7570	.7570	.7530	.7543	.0018	.7760	.7150	201

Est vol 13,256; vol Tue 15,642; open int 62,007, +1,659.

Source: Ross, Stephen A.: Wethersfield, Randolph W. & Jordan, Bradford D.,(Fundamentals of Corporate Financial), 7th ed, McGraw-Hill/Irwin Sydney, 2006, P. 750

ثامناً: العلاقة بين الأسعار المستقبلية والأسعار المتوقعة في السوق الحاضر:
(Relationship Between Future and Expected Prices In The Spot Market)

في ظل حالة التأكد لا يكون هناك سبب للتعامل في سوق العقود(المستقبلية والآجلة) ذلك بأنَّ الأسعار المستقبلية لابد من أن تساوي السعر السائد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم المنصوص عليه في العقد ، وتتفرع عن ذلك ثلاث حقائق (هندي : 2002 -675)

- **أولها:** أن لا تكون لسوق العقود المستقبلية أهمية للبائعين والمشترين، إذ لا يوجد مجال لمخاطرة التغيرات السعرية، فسعر الموجودات في المستقبل يمكن التنبؤ به بنوع من حالة التأكد.
- **الحقيقة الثانية:** لاتوجد فرصة أمام المضاربين لتحقيق الأرباح في تلك السوق طالما أنّ الأسعار المستقبلية معلومة في حالة من التأكد.
- **والحقيقة الأخيرة:** في ظل التأكد لن تكون هناك حاجة للهامش المبدئي، فسعر العقد في أية لحظة لن يختلف عن السعر المتوقع أن يكون عليه الأصل في السوق في ذلك الحين. كان هذا عن العلاقة بين الأسعار المستقبلية والأسعار المتوقعة في السوق الحاضر في تاريخ التسليم وذلك في ظل افتراض حالة التأكد أمّا في عالم الواقع الذي تحلَّ فيه حالة عدم التأكد،وفي هذا العالم توجد تصورات للعلاقة بين السعرين. أي العلاقة التي تربط أسعار العقود المستقبلية والآجلة مع الأسعار الحاضرة المتوقعة على حد سواء، فقد أكد كل من(Reilly & Brown) على أن تكون هناك علاقة مباشرة بين الأسعار المرافقة للعقود الآجلة والحاضرة، وفي الحقيقة إنّ هذا الارتباط هو هدف أية ستراتيجية تحوطية مصممة بشكل جيد ومناسب والسؤال حول العلاقة التي تتضمن العلاقة بين الأسعار الآجلة (fo,T) والأسعار الحاضرة المتوقعة عند موعد التنفيذ(E (ST (Reilly & Brown, 2003: 914) وهذا ما ينطبق أيضاً على أسعار العقود المستقبلية وعلاقتها بالأسعار الحاضرة المتوقعة، وعلى العموم، هناك ثلاث نظريات لتفسير العلاقة بين الأسعار المستقبلية والأسعار المتوقعة الحاضرة وهي:

1 - نظرية التوقع المستقبلي Expectations Hypothesis

تتضمن هذه النظرية بأنّ السعر المستقبلي (للأوراق المالية أو سلعة ما) هو ما يتوقعه السوق للسعر النقدي عندما يحين موعد التسليم (Strong,2002:213) . وبكلام آخر، فإنَّ السعر المستقبلي يساوي القيمة المتوقعة للسعر الحاضر المستقبلي للموجود في تاريخ تنفيذ العقد. وهذا يعني أنّ الربح الذي يتوقعه المستثمر المضارب يساوي صفراً سواء أتخذ مركزاً قصيراً أم طويلاً. (Bodie et. al, 1999: 708)

وبموجب هذه النظرية مثلا إذا كان فول الصويا في أيلول يباع في سوق المستقبليات بسعر (٥$) للبوشل* فهذا يعني أنَّ السوق يتوقع لفول الصويا أن يباع بـ(٥$) في شهر أيلول. إنَّ فرضية التوقعات تُعد ذات توقع جيد. وهذه الحقيقة مهمة جدا لمستخدمي عقود المستقبليات لأنها تعد مصدراً مهماً للمعلومات حول ما هو محتمل حدوثه في المستقبل. (Strong,2002:213) ويصور الخط الأفقي في الشكل (11) العلاقة بين F0,T و E(ST) عبر الزمن. والمعادلة الآتية توضح ذلك:

$$E(ST) = F0, T.....(3)$$

حيث أنَّ:

F0,T : سعر العقد المستقبلي(أو الآجل).

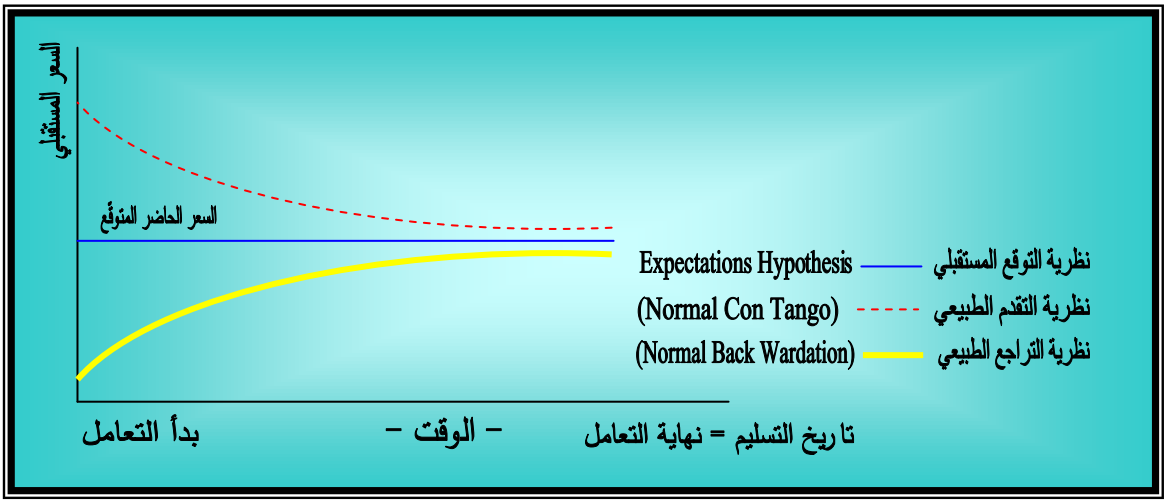
E(ST): تمثل السعر الحاضر المتوقع في الوقت (T) وقت التنفيذ.

وبذلك فإنّ التوقعات أو التنبؤات للأسعار المستقبلية تكون محايدة أو غير متحيزة للأسعار الحاضرة المستقبلية(Reilly & Brown, 2003: 914).

ومما تجدر الإشارة إليه أنّ هذه النظرية تفترض حالة التأكد ، بمعنى أنّ الأسعار المتوقعة في السوق الحاضر في تاريخ تسليم عقد ما معروفه بنوع من حالة التأكد، ومن ثم فإنّ العقد المستقبلي سوف يتم تسعيره بناءً على السعر المتوقع في السوق الحاضر في ذلك التاريخ. وهكذا تتجاهل نظرية التوقعات وجود المخاطر التي قد تجعل السعر المتوقع في السوق الحاضر يختلف عن سعر العقد المستقبلي (أو الآجل). وإذا كانت نظرية التوقعات صحيحة لن تكون هناك فرصة أمام المضاربين وسوف ينحسر نشاطهم، إذ لن تتاح لهم فرصة لتحقيق الربح طالما أنَّ الفرق بين السعر المستقبلي والسعر الحاضر المتوقع يساوي صفراً دائماً (هندي، 2008: 216).

أنَّ الحجة الأساسية التي تستند اليها فرضية التوقعات هي أن المضاربين لا يبالون بالمخاطرة وهم مستعدون بالتلائم مع المتحوطين من دون أية تعويضات بشكل علاوة مخاطرة. وهذا ناتج عن أنّ مخاطرة السوق المرتبطة بمركز معين في المستقبليات صغيرة جداً، ومن ثم فالمضاربون المالكون راغبون في تحمّل بعض المخاطرة نيابة عن المتحوطين على شكل علاوة مخاطرة. وهذا يعني أنّ السوق فيه شيء من التأكد (الجبوري،٢٠٠٢:٥٢)

* البوشل (حوالي ٣٥ كغم).



شكل(١١) نظريات تفسير العلاقة بين الأسعار المستقبلية والأسعار المتوقعة الحاضرة

Source: Alexander, Sharpe, W. & J. Bailey (Fundamentals of Investment)2nded, Prentice-Hall, N. J, 2001, P. 65

2- نظرية التراجع الطبيعي(Normal Back Wardation)

إنَّ فكرة نظرية التراجع الطبيعي تعود إلى الاقتصادي المعروف (John-Maynard Keynes) الذي يعد مثلاً لكل الأفكار الاقتصادية الجيّدة. وانتقدت هذه النظرية نظرية التوقع المستقبلي فإذا كان سعر المستقبليات هو توقع المستثمرين لما سيكون عليه السعر النقدي عند موعد التسليم، إذاً فلمَ يكون الشخص مهتماً بالمضاربة؟ ويبدو أنّ بإمكان المتحوط التخلص من مخاطرة تقلبات الأسعار (المخاطر السوقية) من دون تكلفة وأن المضارب يوافق على تحمل المخاطرة نيابة عن المتحوط من دون مقابل. هذا يبدو غير عملي في الواقع الحياتي.

وقد بيّن (Keynes) أنَّ سعر العقود المستقبلية هو أقل من السعر الحاضر المتوقع في المستقبل، وبعبارة أخرى عند تسليم العقد يكون السعر النقدي الحاضر أعلى نوعا ما من سعر سوق المستقبليات (Strong, 2002: 215) والمعادلة الآتية توضح ذلك (Reilly & Brown, 2003: 914):

$$F0,T < E(ST) \ldots\ldots\ldots(4)$$

تذكر بأن المستثمرين لا يرغبون بالمخاطرة، وأنهم سوف يخاطرون فقط إذا توقعوا بأنهم قد يحصلون على أرباح من جراء تحملهم لتلك المخاطر.

وقال (Keynes) و(Hicks) إذا كان المتحوطون الذين يتخذون مركزاً قصيراً (Short Hedgers) يفوق عدد المتحوطين الذين يتخذون مركزاً طويلاً. وفي هذه الحالة يدخل المضاربون لسد الفجوة أي يدخلون في العقود المستقبلية متخذين مراكز طويلة وبالتالي حتى يكون عدد البائعين مساوياً لعدد المشترين لتلك العقود . وبذلك يتمكن أصحاب المراكز القصيرة

من تحوط مراكزهم وذلك بنقل مخاطرة المراكز القصيرة المتبقية إلى المضاربين، ومن ثم يصبح واجبا على المتحوطين أن يقدموا علاوة مخاطرة (مكافأة) إلى المضاربين عوضا عن ذلك . وهذا مما يؤدي أو سيكون ضروريا لجذب أو إغراء عدد كافي من المضاربين لقاء العلاوة التي يحصلون عليها (Reilly & Brown, 2003: 914).

وهذا يعني أنّ المضارب يشتري العقد المستقبلي بالسعر المنخفض (F) ويتوقع بأنه سيكون قادرا على البيع عند تاريخ تسليم العقد بالسعر المرتفع (S) وهو السعر الحاضر المتوقع مستقبلاً . هذه العلاقة بين السعرين عندما تكون أسعار المستقبليات أقل من السعر النقدي الحاضر يطلق عليها فرضية التراجع الطبيعي (Normal Back Wardatation) أو ما يسمى بالسوق المعكوس (Inverted Market) (Strong, 2002: 214) والفرق بين السعرين يعادل المكافأة التي ينبغي أن يحصل عليها المضارب التي تُعد ثمناً للتحوط (Hedging Cost) التي يقدمها المستثمرون المتحوطون وذلك على النحو الموضوع في المعادلة الآتية :

$$E(ST) = F0,T+P \quad \ldots\ldots\ldots(5)$$

حيث أن

E(ST): السعر الحاضر المتوقع عند تسليم العقد

F0,T: السعر المستقبلي

P: علاوة المخاطرة التي يحصل عليها المضارب (المكافأة). (هندي، 2002 :679)

ويوضح المنحني الأسفل في الشكل (11) العلاقة بين السعر الحاضر المتوقع والسعر المستقبلي في ظل نظرية التراجع الطبيعي.

3- نظرية التقدم الطبيعي (Normal Contango)

وضع (Hardy) نظرية التقدم الطبيعي لتناقض نظرية (Keynes) نظرية التراجع الطبيعي. وفي هذه النظرية يكون سعر المستقبليات يفوق أو يتجاوز السعر النقدي المتوقع. وهذا هو سوق التأجيل (Contango) (Strong, 2002: 214) وعادة ما يكون المستثمرون المتحوطون الذين يأخذون مركزاً طويلاً أكثر من عدد المستثمرين المضاربين الذين يأخذون مركزاً قصيراً بما يعكس زيادة الطلب على العرض. ولسد الفجوة وإعادة التوازن، يصبح من الضروري دخول المضاربين أطرافاً بائعة للعقود، وحتى يمكن إقناع المضاربين لأخذ مراكز قصيرة حتّى نشجّعهم على التعامل في مساعدة المستثمرين المتحوّطين على تحوّط مراكزهم، لابد من أن تهيّئ لهم الفرصة لتحقيق أرباح (هندي، ٢٠٠٨: ٢١٩)، أي أنَّ المتحوطين يضعون فرصاً لإغراء وجذب المضاربين باتخاذ مراكز قصيرة في العقود المستقبلية.

وهذه النظرية تتضمن على أنّ السعر المستقبلي هو أعلى من السعر الحاضر المتوقع عند التسليم (Bodie et. al, 1999: 709) وبكلام آخر فإنَّ المضاربين يتّخذون مراكز قصيرة لبيع العقد المستقبلي بالسعر (F0,T) ويتوقع الشراء في تاريخ التسليم بالسعر المنخفض وهو سعر السوق الحاضر E(ST) المتوقع، والمعادلة الآتية توضّح ذلك (Reilly & Brown, 2003: 915):

$$F0,T > E(ST) \ldots\ldots\ldots(6)$$

وهذا ما يعوّضهم عن مخاطر المركز القصير الذي يمثّل الفرق مقدار علاوة المخاطرة التي يحصل عليها المضارب، ويتم توضيحها بالمعادلة الآتية:

$$F0,T= E(ST)+P \ldots\ldots\ldots(7)$$

ويمثل المنحني المنقط في الشكل (11) طبيعة العلاقة بين السعر الحاضر المتوقع والسعر المستقبلي من خلال نظرية التقدم الطبيعي .

تاسعاً: الفروقات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

Differences Between forward & Future Contracts

رغم التشابه بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية كونهما تهتمان بتعاملات تنفذ في وقت لاحق وتتضمنان تحديد كل من الموجود الأساسي المتّفق عليه وسعره وكمّيته ووقت تسليمه، غير أنَّ هناك فروقات جوهرية بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية في كثير من الخصائص والصفات التي تتعلق بتنميط العقود، والأسواق التي يتداول فيها العقد، وحجم المخاطر التي يتعرض لها كل طرف في مواجهة الطرف الآخر، وتوقيت تسوية طرفي العقد، ومدى صعوبة أو سهولة التخلص من التزامات العقد، وحجم تكلفة المعاملات التي يمكن معرفتها من خلال الجدول (١١)، وهذه الفروقات أشار إليها كل من:

(Reilly&Brown,2003:908) (Eun&Resnick,2004:202) و(Strong,2002:192)

(www.islamfin.go-forum.net/2007) و(Solnik&Mcleavey,2004:510)

(Bodie et. al, 2008: 754)

جدول (١١) الفروقات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

ت	خصائص العقد	العقد الآجل	العقد المستقبلي
١	نوع العقد	يفصل حسب الحاجة أو رغبة الطرفين المتعاقدين (شخصية).	معيارية (نمطية) تحديد حجم العقد وتاريخ التسليم ، نوع الأصل ... الخ.
٢	تسوية العقد	لا يمكن معرفة الأرباح والخسائر إلا في تاريخ استحقاق العقد لأنّ التسوية تتم في تاريخ تنفيذ العقد فقط.	يمكن معرفة الأرباح والخسائر يومياً لأن التسوية تكون يومية بحسب السوق.
٣	تسليم العقد	يحدث تسليم فعلي في تاريخ التنفيذ حوالي أكثر من ٩٠% من العقود وبعضها يتم عن طريق الصفقة المعاكسة في تاريخ التنفيذ.	يحدث تسليم فعلي بنسبة ١% لأنّ معظم العقود يمكن عكسها قبل أو في تاريخ التنفيذ.
٤	الحدود السعرية	لا توجد حدود للأسعار.	توجد حدود للأسعار اليومية حسب تقلبات سعر السوق.
٥	الأسواق	يتم التعامل بالأسواق الموازية عن طريق الهاتف أو الفاكس أو الكومبيوتر.	يتم التعامل بها عن طريق البورصات المنظمة والاتصالات على نطاق عالمي.
٦	الأطراف المتعاملة	المصارف، السماسرة الكبار، شركات متعددة الجنسية والمضاربون على نطاق ضيّق.	المصارف، السماسرة، شركات متعددة الجنسية والمضاربون على نطاق واسع.
٧	الهامش	لا يوجد هامش أولي.	يوجد هامش أولي يدفع إلى بيت التسوية بمقدار ٥-١٥% من قيمة العقد ويوجد هامش صيانة يعادل ٧٠-٨٠% من الهامش الأولي.
٨	المخاطرة	معرّضة إلى مخاطر النكول من قبل الطرفين المتعاقدين.	عدم التعرّض إلى مخاطر النكول لأن الخسارة والربح يتم تسويتها من خلال بيت التسوية يومياً حسب السوق.
٩	الغرض من العقد	التحوط من مخاطر تقلبات الأسعار واستخدام المضاربة على نطاق ضيّق.	التحوط من مخاطر تقلبات الأسعار واستخدام المضاربة على نطاق واسع لتحقيق الأرباح.
١٠	طريقة عقد الصفقة	تعقد الصفقة عن طريق المصارف أو السماسرة والتفاوض مع المشترين أو البائعين.	تعقد الصفقة عن طريق سماسرة الصالة عن طريق المزاد العلني في صالة البورصة بوجود عدد كبير من المشترين والبائعين.
١١	السيولة	السيولة قليلة بسبب عدم وجود تدفقات نقدية يومية والتركيز على العقود الكبيرة.	السيولة عالية بسبب التدفقات النقدية اليومية نتيجة التسوية اليومية والتركيز على العقود الصغيرة.
١٢	العمولة	يتم تحديدها عن طريق المصارف من الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع.	يتم تحديدها عن طريق سماسرة الصالة تقدّر من ٠,٠١% إلى ٠,٠٥% من قيمة العقد.

المصدر (إعداد الباحث) بالاعتماد على الأدبيات المالية

المبحث الرابع

ستراتيجيات التحوّط Hedging Strategies

أولاً: التحوّط (مفهومه، أنواعه، خصائصه)

Hedging Its (Concept, Kinds, Characteristics)

١) مفهوم التحوّط (Hedging Concept)

التحوّط يعني الوقاية من المخاطر وعدم التأكّد، فعندما يشعر الإنسان بهذه المخاطر وعدم التأكّد لما سوف يحدث في المستقبل يتحوّط ضدها حتّى يحمي نفسه من الهلاك، والتحوّط من الصفات التي وجدت مع الإنسان لأخذ الحيطة والحذر من الخطر الذي يواجهه مستقبلاً، ووردت في أكثر من آية من آيات الذكر الحكيم وكان أكثرها بياناً ما جاء في سورة يوسف ﴿قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأَبًا فَمَا حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تَأْكُلُونَ ۝ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَٰلِكَ سَبْعٌ شِدَادٌ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تُحْصِنُونَ﴾(يوسف، ٤٧-٤٨) على لسان يوسف عليه السلام بما علّمه الله سبحانه وتعالى بتأويل الرؤيا التي رواها ملك مصر بأنّ هناك سبع سنين سوف يكون فيها قحط شديد، أي هناك خطر يهدد حياة الناس، فلجأ يوسف عليه السلام إلى عمليّة التحوّط للمستقبل وهو خزن الغذاء لمواجهة مخاطر تلك السنوات السبع القادمة، ومن هنا بدأت فكرة التحوّط للمستقبل.

والتحوّط في اللغة: هو تَحَوَّطَ وتحيّطَ، حوّطَ، حائطاً، واحتاط أخذ في أموره بأوثق الوجوه، ويقال احتاط لنفسه وللشيء، وتحوّطه حفظه وتعهّدَ بجلب ما ينفعه ودفع ما يضرّه، واستحاط في الأمر بالغ في الاحتياط. (مجمع اللغة العربية، ٢٠٠٤: ٢٠٨). أمّا مفهوم التحوّط من وجهة نظر العلوم المالية المعاصرة هو اتخاذ مركزين متعاكسين في وقت واحد، بحيث أن الخسائر المتحققة لأحد المراكز ينبغي أن تساوي أرباح المركز الآخر، أي اتخاذ مركز طويل وآخر قصير على الموجود نفسه وبالعكس (Mihailescu&Popa,2009:40)، فالتحوّط أنْ تحمي نفسك من مخاطر تقلبات الأسعار السلبية (Peterson, 2009: 4).

وعُرّف أيضاً بأنّه الصفقات التي يبرمها المستثمر بتواريخ تنفيذ مستقبلية، للحد من الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها، بسبب التغيرات العكسية لأسعار (السلعة أو الأوراق المالية) محل التعاقد. فإذا كان التحوط يحقق الحماية للمستثمر، فإنّه ينطوي على تكاليف تتمثّل في الفرق بين التدفقات النقدية للعقد في ظل التحوّط، وبين التدفقات النقدية للعقد في غياب التحوّط (هندي، ٢٠٠٤: ٦٨٧-٦٨٨).

ويرتكز مفهوم التحوط على التقليل أو التخلّص من المخاطر السوقية (الخسائر) المحتملة نتيجة تقلبات الأسعار، وبهذا فإن التحوّط يوفر الحماية من الخسائر المحتملة التي يتعرّض لها المستثمر (Popov & Stutzman, 2003: 22). وقد تبلور هذا المفهوم بعد أن أصبح متاحاً أمام المدراء الماليين عموماً ومدراء المحافظ الاستثمارية خصوصاً العديد من الطرق لتخفيض أو

إزالة المخاطر سواء أكانت هذه المخاطر لها علاقة بتقلبات أسعار الأسهم أم أسعار الفائدة أو أسعار الصرف الأجنبي أو تقلّب أسعار السلع (Van Horne,1998:561).

إن الهدف من تحوّط الصفقات هو أنَّ المتحوط يتّخذ مركزاً في السوق سواء أكان قصيراً أم طويلاً يضاف إلى محفظته الاستثمارية، وبالتالي يحاول المتحوّط تعديل الأسعار نتيجة مخاطر تقلبات الأسعار، لأنّ هذه الصفقات التي يقوم بها المتحوّط هي لتجنب أو تحييد المخاطر التي قد يتعرض لها مركزه النقدي (Reilly & Brown, 2003: 904)، وحقيقة الأمر إنَّ نجاح التحوّط لا يتوقف على قابلية المدير المالي على التنبؤ على نحوٍ دقيق بأسعار الأسهم، وإنّما السبب وراء التحوّط هو قلة القابلية أو النقص في القدرة على التنبؤ بشكلٍ جيّد بالتغيرات التي ستحصل في أسعار الأسهم. إنَّ التحوّط يسمح لمدير المؤسسة المالية (FI)، بأنْ يحمي نفسه من تغيرات أسعار الأسهم حتّى ولو كانت غير متوقعة (Saunders & Cornett, 2003: 626).

فالتحوّط ليس عملية أوتوماتيكية، وإنّما يتطلب اتخاذ أكثر من مركز سواء أكان مركزاً طويلاً أم قصيراً، بمعنى آخر على المتحوطين أن يتخذوا قرارات مناسبة من حيث التوقيت المناسب ، أي متى يبدأون عملية التحوّط ومتى ينهونها، فعندما تتغيّر الظروف، فإن المتحوطين يقومون بتعديل ستراتيجية التحوّط الخاصة بهم (Jones, 2000: 492) فإذا كانت تلك التغيرات في الاتجاه المرغوب فيه، أي بحسب التوقعات، فإن المتحوّط سوف يحقق ربحاً، أمّا إذا كانت هذه التوقعات بالاتجاه المعاكس على مركز المتحوّط فإنّه سوف يتكبد خسارة. لذلك يجب على المتحوّط أن يكون ذا دراية ومعرفة بتحركات الأسعار حتّى يقوم بمعالجة الموقف عند وجود تحركات سعرية غير مرغوبة ومن ثم إيقاف الخسائر. وبهذا فإنّ الهدف الأساس من التحوّط هو ليس لتحقيق الأرباح فحسب، وإنّما للتخفيض من مخاطر تقلبات الأسعار أو التخلص منها. وهذا يعني إيقاف الخسائر التي يتعرّض لها المتحوّط (Parcell & Pierce, 2000: 1).

إنَّ الهدف الرئيس لكثير من المتحوطين هو تقليل أو تجنّب المخاطر الأساسية (مخاطر السوق)، بمعنى آخر كلّما زادت المخاطر الأساسية، أي كلّما كان الفرق كبيراً بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي (سواء أكان سعراً آجلاً أم سعراً مستقبلياً) فإن المخاطر التي يتعرض لها المستثمر تكون كبيرة ويصح العكس(Reilly & Brown, 2003:910).

وقد أصبح معلوماً بأنَّ هناك طرفين يشتركان في عملية نقل المخاطر، فالطرف الأوّل يرغب في التخلص من المخاطر وهم المتحوطون (Hedgers) والطرف الآخر مستعد لتحمّل هذه المخاطر من أجل تحقيق الأرباح وهم المضاربون (Speculators).

إنَّ التحوّط من خلال عقود المشتقات ومنها العقود الآجلة والمستقبلية يقّدم خدمة متميزة للمستثمرين تتمثل في تخفيض المخاطر. وبرغم أهمية تلك الخدمة إلا أنّه من غير المتوقع أن

تسعى إليها كل الأطراف وإلا تعرّض الاقتصاد إلى حالة من الركود، فالتطوير والتغيير من أجل التنمية لا يمكن له أن يكون ما لم يوجد الاستعداد والقدرة لدى البعض على تحمّل المخاطر أكثر من غيرهم، ومن الملاحظ أنّه على الرغم من أن التحوّط لا يؤدي في كل الأحوال إلى تعظيم ثروة المساهمين إلا أنّها الملاذ التي تسعى إليه المؤسسات المالية لمواجهة المخاطر التي تتعرّض لها (هندي، ٢٠٠٤: ٤٨٨) ونعود في هذا الشأن إلى فكر (Modigliani & Miller) الذي يتضمن أنّ قيمة المؤسسة المالية مستقلّة عن قرارات التمويل التي تتخذها الإدارة، ومنها القرارات المتعلقة بالتحوّط. إنَّ التحوّط قد يكون مرغوباً به من لدن حاملي الأسهم لتغطية مخاطر استثماراتهم من دون الحاجة إلى مساعدة من إدارة المؤسسة المالية (FI) وبالتالي فإنَّ إدارة المؤسسة المالية تقوم بتلك المهمة نيابة عنهم لأنّ حاملي الأسهم قد يتجاهلون أموراً كثيرة حين تتغير الظروف منها: عدم معرفتهم بعدد المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة المالية ،وكذلك عدم معرفتهم بالمدة التي تتعرض لها المؤسسة المالية إذ تكون المخاطر في قمتها وعدم معرفتهم بالعدد المناسب للعقود الضرورية لتحويط أسهمهم من المخاطر الشاملة،فضلاً عن أنَّ حاملي الأسهم ليسوا مؤهلين لإبرام العقود على نحوٍ جيّد.وهذا ما يحملنا على القول: أنَّ المؤسسة المالية لابد من أنْ تقدّم خدمة يصعب على حاملي الأسهم أن يقوموا بها (Chance, 1998: 354).

إذ لا يتمكن معظم المساهمين من القيام بعملية التحوّط بكفاءة كما تفعل المؤسسة المالية بسبب التكاليف العالية التي يتحملها هؤلاء المساهمون. أمّا بالنسبة إلى تكاليف الصفقات التي تتحمّلها المؤسسات المالية على نحوٍ عام أدنى بسبب الحجم الكبير من أنشطة التحوّط، وأنّ المشكلة الأخرى التي تواجه المستثمرين عدم تماثل المعلومات، إذ يمتلك المدراء الماليون معرفة أكبر حول التعرّض إلى المخاطر من المستثمرين الخارجيين، وبالتالي من خلال الخبرة التي يمتلكها هؤلاء المدراء يمكنهم إجراء تحوّطات فعّالة، فضلاً عن المهارات الأخرى التي يمتلكها هؤلاء المدراء (Chance & Brooks, 2008: 354).

ومما ينبغي الإشارة إليه أنّ الشركات لاتتعرّض جميعها إلى مخاطر تقلّبات الأسعار يمكن أن تقوم بالتحوط، إذ وجدت إحدى الدراسات أنّ نسبة ٤١% من أصل ٥٠٠ شركة تتعرّض لتلك المخاطر، يمكّنها أنَّ تتحوّط من هذه المخاطر أو تقلّل منها. وقد وجد أن الشركات الكبيرة ذات فرص النمو العالية أكثر احتمالاً للتحوط من أجل أن تضمن بأن لديها النقد أو السيولة الكافية لتمويل ذلك النمو (Ross et. al, 2002: 883).

٢- أنواع التحوّط (Hedging Types)

هناك أنواع متعددة من التحوّط نذكر منها:

❶ التحوّط الجزئي (Micro Hedging)

تتحوّط المؤسسة المالية تحوّطاً جزئياً عندما تقوم بتوظيف عقد آجل أو عقد مستقبلي، وذلك عن المخاطر التي قد تصيب فقرة معينة من فقرات الميزانية، فإن مدير (FI) قد يتحوّط على أساس نسبة معينة من المركز النقدي للمؤسسة المالية وبكلام آخر فإنَّ المتحوّط يستطيع أن

يستثني من حسابات التحوّط للتغيرات المتوقعة قيمة جزء معيّن بحيث لا يكون هذا الجزء معرّضاً للمخاطر التي يتم التحوّط عليها (Finnerty & Grant, 2006: 1-2)، وبهذا أن تتحمّل المؤسسة المالية جزءاً من المخاطرة والتحوط بجزء محدود من فقرات الميزانية فقط، كأن تتحوط لمخاطرة تقلب أسعار الفائدة لغرض محدد أو لاستثمار معيّن، فإذا كان مدير (FI) مثلاً يرغب في التحوط على سندات المحفظة الخاصة بالمؤسسة المالية ضد مخاطر أسعار الفائدة، فإنَّ التحوّط الجزئي من مخاطرة جانب أو فقرة معينة من فقرات الميزانية تحصل عندما تقوم المؤسسة المالية بالتثبيت على تكلفة التمويل لحماية نفسها ضد ارتفاع محتمل لأسعار الفائدة على المدى القصير، وتتخذ مركزاً قصيراً (بيع) في العقود المستقبلية على (CD) أو حوالات الخزينة. ويقوم مدير المؤسسة المالية عادة بمحاولة اختيار عقد آجل أو عقد مستقبلي على الموجود الأساسي القابل للتسليم مطابق أو قريب من مطابقة المركز النقدي الذي يجري التحوط عليه (Saunders & Cornett, 2003: 626).

❷ التحوّط الكلي (Macro Hedging)

يحدث التحوّط الكلّي عندما يرغب مدير المؤسسة المالية باستخدام المستقبليات أو العقود الآجلة للتحوط على الفجوة التي تحصل خلال مدة معينة في الميزانية العمومية. وهذا خلاف التحوّط الجزئي،ذلك بأنَّ مدير المؤسسة المالية يحدد الموجودات والمطلوبات ويبحث عن عقود مستقبلية أو عقود آجلة للتحوّط ضد المخاطر، كل على حدة، وبكلام آخر فإنَّ المؤسسة المالية تقوم بالتحوط لكل فقرات الميزانية بصورة مجتمعة، وهذا ما يطلق عليه بالتحوّط الكلي، مع ملاحظة أن التحوّط الكلي والتحوّط الجزئي يمكن أن يؤدي إلى نتائج وستراتيجيات تحوّط مختلفة تماماً، وبخاصة أن التحوّط الكلي يأخذ نظرة شاملة على محفظة المؤسسة المالية (Cornett & Saunders, 1999: 504).

❸ التحوّط غير التام (Imperfect Hedging)

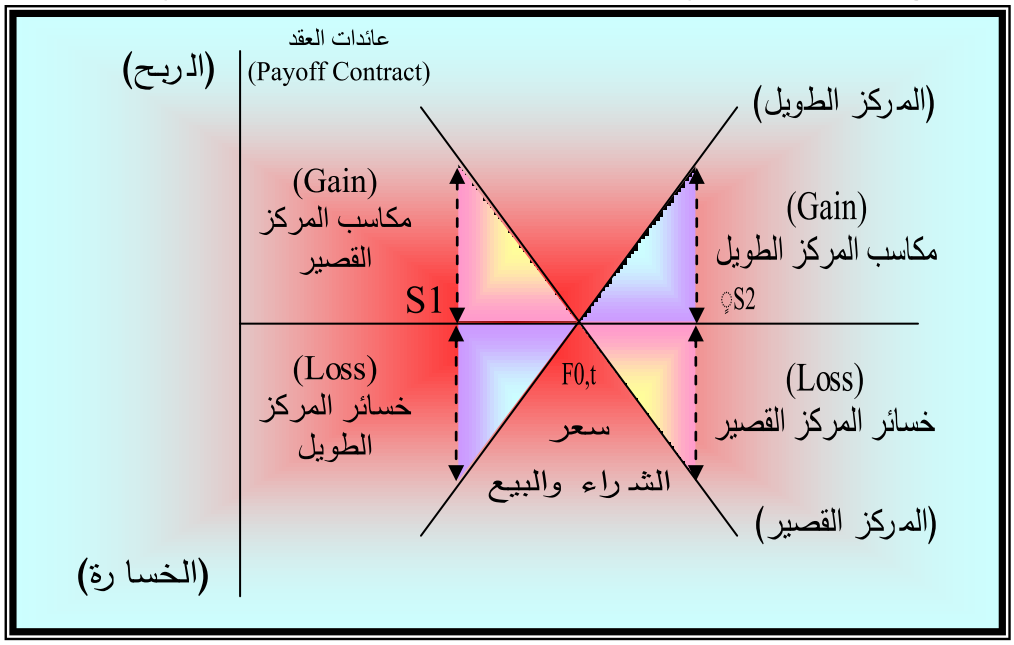
يعني التحوّط غير التام اتخاذ مركزين مختلفين على الموجود الأساسي نفسه (الأوراق المالية)، وبأسعار مختلفة أي أنَّ سعر البيع لا يساوي سعر الشراء وبالتالي يكون هناك فرق بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي، مما ينتج عنه مخاطر متبقية غير مُتحوّط منها تسمى بالمخاطر الأساسية (Basis Risks). وتظهر هذه المخاطر بصورة رئيسة لأنّ المؤسسة المالية ترغب بالتحوّط على أسعار المركز النقدي الذي لا ترتبط بشكلٍ تام خلال المدة المحددة مع أسعار العقد الآجل أو العقد المستقبلي التي تستخدم للتحوّط (Saunders & Cornett, 2003: 626)، وبهذا فإن الأرباح أو الخسائر التي تلحق بأحد المراكز قد تكون أعلى أو أدنى من الخسائر أو الأرباح للمركز الآخر.

❹ التحوّط التام (Perfect Hedging)

يقصد بالتحوّط التام هو أن يمتلك المستثمر مركزاً قصيراً (عقد بيع) ومركزاً طويلاً (عقد شراء) وبنفس السعر والكمية وبنفس تاريخ التسليم، ومن ثم لا يكون عُرضة لأي خسائر عند حدوث تغيرات سعرية غير متوقعة في المستقبل، وحقيقة الأمر أنَّ المركز المتحوّط عليه تحوّطاً

تاماً يجعل المحفظة الاستثمارية ذات مخاطر منخفضة، تصبح واحدة من خيارات عدة بالاعتماد على توقعات الإدارة لأسعار الأسهم، وأهداف الإدارة، وطبيعة مبادلة العائد والمخاطرة من خلال التحوّط (Return-Risk Trade-Off from Hedging)، فإذا حدثت خسائر أو تحقق ربح في عقد البيع يعادل الربح أو الخسائر في عقد الشراء ، فهذا يعني أنَّ صافي الربح أو الخسارة من المركز الطويل يعادل الخسارة أو الربح من المركز القصير. وبذلك يكون صافي الربح أو الخسارة من كلا المركزين يساوي صفراً.

وبذلك فإنّ التحوّط التام تستبعد فيه مخاطر تقلبات الأسعار، أي مخاطر السوق، لذا إنَّ العائد المتحقق يساوي صفراً(Reilly & Brown, 2003:875)، والشكل(١٢) يوضّح التحوّط التام عند دمج المركز القصير مع المركز الطويل بالسعر نفسه سواء أكان للبيع أم للشراء.

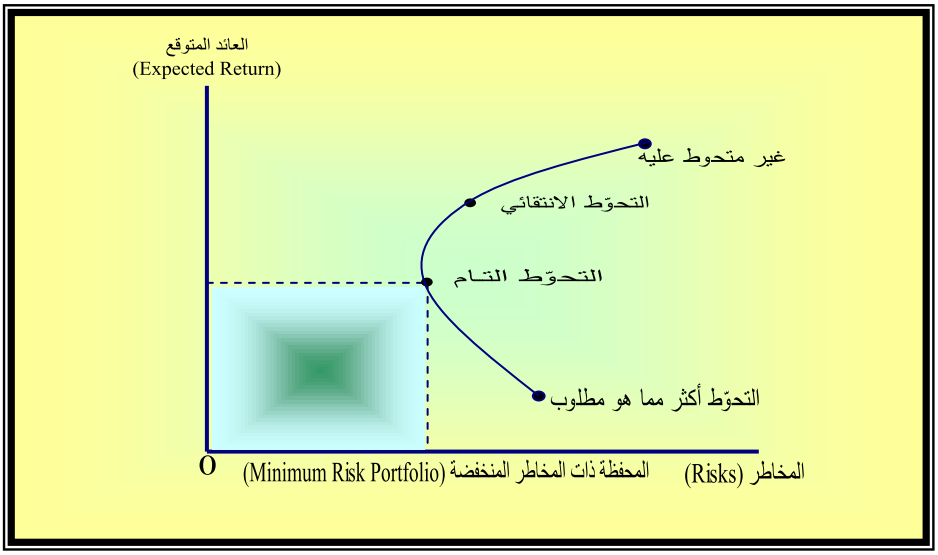


شكل (١٢) الربح والخسارة للمراكز الطويلة والقصيرة المحوّطة تحوّطاً تاماً

Source: Reilly Frank K. & Brown Keith C. "Investment Analysis Portfolio Management" 7th ed. Thomson /South –western, Australia, 2003, P.875.

وبهذا فإن المؤسسة المالية المتحوطة تحوطّاً تاماً لا تحقق ربحاً ولا خسارة ، فمن خلال الشكل (١٢) نلاحظ أنّه عند ارتفاع سعر السوق الحاضر عن سعر الشراء والبيع (F_0) ليصل إلى النقطة (S_2) فإن الربح المتحقق من المركز الطويل يتعادل مع الخسارة الناتجة من المركز القصير، وبالتالي فإن ناتج هذه العملية يساوي صفراً، أمّا عندما ينخفض سعر السوق الحاضر عن سعر الشراء والبيع (F_0) ليصل إلى النقطة (S_1) فيحصل العكس تماماً، أي إنَّ الخسارة المتحققة من المركز الطويل تعادل الربح المتحقق من المركز القصير وبهذا فإنَّ ناتج هذه العملية يساوي صفراً أيضاً.

والشكل (١٣) يوضّح تأثير التحوّط على المخاطر والعوائد المتوقعة.



الشكل (١٣) تأثير التحوّط في المخاطر والعوائد المتوقعة

Source: Saunders Anthony & Cornett Marcia, Millon (Financial Institutions Management)4th ed, Irwin/ McGraw-Hill, New York. 2003:627

٣- خصائص التحوّط (Hedging Characteristics)

التحوّط يتميز بالخصائص الآتية (الفريجي، ٢٠٠١: ٢٥):

أ)عدم استعداد المتحوّطين لتحمّل المخاطر العالية.

ب) الغرض من تعاملهم بالعقود الآجلة والمستقبلية تقليل المخاطر عن طريق نقلها لأطراف أخرى. (نقل المخاطر من الطرف الذي لا يتحملها وهو المتحوّط إلى الطرف الذي يتحملها وهو المضارب).

ج) يسعى التحوّط إلى تجنّب الخسائر التي قد تنشأ من تقلبات الأسعار.

د) يقومون بعملية التحوّط على وفق إجراءات فنية مدروسة.

هـ) يعتمد على الآجال القصيرة والمتوسطة والطويلة.

و) ينطوي التحوّط على تكاليف محددة.

ثانياً: مفهوم ستراتيجيات التحوّط Strategies of Hedging Concept

تلجأ المصارف عادة إلى إتباع ستراتيجيات معينة بهدف وقاية نفسها من مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية التي تمتلكها أو تلك التي ستمتلكها في وقت لاحق، فقد يتوقع المصرف انخفاض أو ارتفاع أسعار الأوراق المالية بعد ستة أشهر مثلاً، وبالوقت نفسه يتوقع في تلك المدة أن يحتاج إلى سيولة لمقابلة احتياجاته، وحتّى يتجنّب المصرف هذه المخاطر (الخسائر) من خلال بيع أو شراء الأوراق المالية، فإنّه يعمل على التحوّط من تلك الخسائر من خلال الدخول في العقود الآجلة والعقود المستقبلية للحد من تلك الخسائر (الصيرفي، ٢٠٠٧: ١٨١).

إنَّ إدارة المخاطر المالية تعتمد على طبيعة عمليات المؤسسات المصرفية وطريقة تمويلها. ولغرض إدارة المخاطر المالية على نحوٍ فاعل ومؤثر، فإن المدراء الماليين بحاجة إلى تحديد أنواع التقلبات في الأسعار التي قد يكون لها تأثير كبير في قيمة المؤسسة المصرفية. وفي بعض الأحيان تكون واضحة، وفي أحيان أخرى قد تكون غامضة ويجب أن ندرك بأنّه في الواقع العملي، أنَّ المؤسسة المصرفية التي تتحوّط ضد المخاطر المالية لاتكون عادةً قادرة على إزالة المخاطر أو التخلص منها بشكلٍ تام، لأنَّ التحوّط التام شيء مستحيل تحقيقه، وإنَّ الهدف من إدارة المخاطر هو تقليل المخاطر إلى المستويات التي بإمكان المؤسسات المصرفية أن تتحمّلها وليس من الضروري القضاء على المخاطر مرّة واحدة وبشكل تام (Ross et. al, 2006: 743). ولغرض الحد من الخسائر التي يمكن أن تُلحق بالمؤسسة المصرفية بسبب تغيرات عكسية قد تطرأ فيما بعد على أسعار الأوراق المالية محل التعاقد، الدخول في ستراتيجيات مناسبة للتحوّط من المخاطر التي قد تصيب المصارف،وعموماً هناك ثلاثة أنواع من ستراتيجيات التحوّط وهي (Rose & Marquis, 2008: 258-260):

❶ ستراتيجية التحوط الطويل Long Hedging Strategy.

❷ ستراتيجية التحوط القصير Short Hedging Strategy.

❸ ستراتيجية التحوط المتقاطع Cross Hedging Strategy.

وكل نوع من هذه الأنواع يتطابق مع احتياجات التعامل الخاصة بالمستثمرين (المصارف)، ويمكن توضيح هذه الستراتيجيات على النحو الآتي:

❶ ستراتيجية التحوّط الطويل Long Hedging Strategy.

تعمل هذه الستراتيجية على شراء (عقود آجلة ومستقبلية) اليوم قبل أن يتوجب على المستثمر أن يشتري الأصل الحقيقي (الأدوات المالية) بوقت لاحق . وإنَّ السبب من وراء التحوّط الطويل يتمثل في ضمان تثبيت السعر أو الحصول على عائد معيّن في حالة تراجع أسعار الفائدة (ارتفاع أسعار الأدوات المالية) قبل أن يتم شراء الأصول المالية فعلاً من السوق النقدي (Cash market)، وبكلام آخر فإنَّ المتحوط يتخذ مركزاً طويلاً في الأسواق الآجلة والمستقبلية لحماية أو تحوّط مركزه النقدي القصير، لأنّ هدف المتحوّط الرئيس في هذه الستراتيجية هو حماية مركزه النقدي من مخاطر ارتفاع أسعار الأدوات المالية، مثلاً يقوم المتحوط بشراء عقد سواء أكان آجلاً أم مستقبلياً لإدارة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، عندما يتوقع انخفاض في أسعار الفائدة. لأن الانخفاض في أسعار الفائدة سيؤثر بالارتفاع في سعر الأداة المالية (سند مثلاً) ذات سعر الفائدة الثابت، لذا إنَّ المستثمر يسعى إلى امتلاك هذه الأداة إذ يقوم بشرائها عندما تنخفض أسعار الفائدة في السوق فهو بهذه الحالة يتخلى عن بدائل أخرى تدر عليه فائدة أقل من فائدة هذه الأداة، وبسبب قلة عرض هذه الأدوات فإنَّ أسعارها سترتفع وإذا ما تحققت توقعات المتحوّط

فعلاً وارتفعت أسعار الأدوات المالية في المستقبل فإنّه سوف يحقق أرباحاً من المراكز الآجلة والمراكز المستقبلية لتعوَّض الخسائر التي قد تنشأ في مركزه النقدي القصير، أمّا إذا كانت توقعاته خلاف ذلك فيصح العكس.

❷ ستراتيجية التحوّط القصير Short Hedging Strategy.

هذه الستراتيجية تسمى ستراتيجية البيع وهي أسلوب مالي مصمم للتعامل مع ارتفاع أسعار الفائدة (انخفاض قيمة الأدوات المالية) وتعمل هذه الستراتيجية على بيع عقود آجلة ومستقبلية اليوم حتّى يتم بيع الأصول الحقيقية (أدوات مالية) في السوق النقدية في وقت لاحق. إن التحوّط القصير يكون مفيداً بخاصة للمستثمرين الذين يبقون على محافظ استثمارية كبيرة من الأدوات المالية التي يخططون لبيعها في المستقبل، ولكن في الوقت نفسه يجب حمايتها من مخاطر تراجع الأسعار. وهذا يعني أنَّ المتحوّط يتخذ مركزاً قصيراً في السوق الآجل والسوق المستقبلي لحماية أو تحوّط مركزه النقدي الطويل، لأنّ هدف المتحوّط الرئيس من هذه الستراتيجية– أيضاً– هو حماية مركزه النقدي من مخاطر انخفاض أسعار الأدوات المالية، فيقوم المتحوّط بحماية محفظته الاستثمارية ببيع عدد من العقود الآجلة والمستقبلية في تاريخ محدد في المستقبل، فإذا ما تحققت توقعات المتحوّط وانخفضت أسعار أسهم محفظته الاستثمارية فعلاً، فإنّ المتحوّط في هذه الحالة يحقق ربحاً لأنّ سعر البيع أعلى من سعر الشراء، أي أنّه يعوّض الخسارة التي يتعرض لها مركزه النقدي الطويل بالربح المتحقق من المركز المستقبلي القصير.

❸ ستراتيجية التحوّط المتقاطع Cross Hedging Strategy.

أنّ هذه الستراتيجية تعمل على تقليل المخاطر من خلال إبرام صفقة مركبة بين السوق الحاضر والسوق الآجل أو المستقبلي باستخدام أصول مختلفة في كل سوق، وفي التحوط المتقاطع (Cross Hedge) أن لا يمتلك بائع الأدوات المالية بالمواصفات نفسها التي أبرم العقد على أساسها. وفي هذه الحالة يمكن إبدال الأدوات المالية بأدوات مالية مشابهة لها في تاريخ تنفيذ العقد.

إن هذا الأسلوب يستند على افتراض بأنَّ الأسعار لمعظم الأدوات المالية تتحرّك بالاتجاه نفسه والنسبة نفسها، لذلك فإنَّ الأرباح أو الخسائر في السوق النقدي ستعوّض تماماً الخسائر أو الأرباح في الأسواق الآجلة والمستقبلية، ومع ذلك فإنَّ المخاطر الأساسية تكون مرتفعة في التحوّط المتقاطع أكثر من النوعين السابقين.

فالمصرف الذي يحتفظ بسندات شركة لها قيمة اسمية مقدارها(٥) ملايين دولار وتاريخ تسليم (٢٠) سنة، وأنَّ مدير محفظة المصرف يتوقّع أن تزداد أسعار الفائدة التي سوف تقلل من قيمة السندات. ولسوء الحظ فإنَّ هناك أسواقاً آجلة ومستقبلية محدودة لسندات هذه الشركة، ويخشى مدير المحفظة الاستثمارية بأنّ لا يستطيع أن يكوّن تحوّطاً فعّالاً لهذه السندات. لذلك يتعامل

مدير المحفظة الاستثمارية مع سندات مختلفة، فهناك عقود آجلة ومستقبلية على سندات الخزينة الأمريكية التي تعطي تحوّطاً متقاطعاً قصيراً ضد مخاطر انخفاض قيم سندات الشركة.

ثالثاً: التحوّط بالعقود الآجلة (Hedging by Forward Contracts)

العقد الآجل هو عقد يُبرم بترتيب خاص بهدف توفير الحماية من تقلبات الأسعار التي قد تحدث في قيمة الموجودات والمطلوبات بين تاريخ إبرام العقد الآجل وتاريخ التسوية (Kolb,1997: 3).

وعرّفه (Solink) بأنّه يمثل التزام تام لشراء أو بيع كمية محددة من أصل معيّن في تاريخ محدد في المستقبل الذي يمثل تاريخ انتهاء العقد، وبسعر يحدد عند إبرام العقد (Solnik,1996: 397). وعلى العموم، يتضمن التحوط خلق مراكز متعاكسة في أصل معيّن، إذ يقوم صاحب المركز الطويل (شراء أدوات مالية) لتخفيض المخاطر المرتبطة بالمركز القصير في السوق النقدي الحاضر أو اتخاذ المركز القصير (بيع أدوات مالية) لتخفيض المخاطر المرتبطة بالمركز الطويل في السوق النقدي الحاضر (Brigham & Houston, 1998: 758).

وهذه المخاطر لا يمكن تجنّبها أو إزالتها باستخدام العقود الفورية فقط والسبب في ذلك يرجع إلى أنَّ الدخول في العقود الفورية (الحاضرة) يتضمّن اتخاذ مركز نقدي من دون المقابلة مع مركز آخر، أي اتخاذ مركز نقدي طويل أو مركز نقدي قصير، فإذا ما أراد المتحوّط اتخاذ مركز مضاد في السوق النقدي مستقبلاً للتخلّص من مخاطر تقلبات الأسعار غير المتوقعة التي قد تكون في غير صالح مركز المتحوّط فإنّها يمكن أن تؤدي إلى تحمّله خسائر ناجمة عن حركات معاكسة في مستوى الأسعار السوقية، إذ يكون سعر الشراء لسلعة ما في تاريخ معيّن أعلى من سعر البيع لتلك السلعة في تاريخ لاحق، لذا إنَّ الخسائر التي تكبّدها المستثمر في هذا المركز لا يوجد ما يقابلها من أرباح متحققة في مركز آخر (Parcell & Pierce, 2000: 1)، لذا إنَّ استخدام العقود الآجلة تحمي المستثمر من مخاطر السوق وذلك من خلال أخذ مركز معاكس للمركز النقدي.

فاستخدام العقود الآجلة مصممة لتحييد المخاطر من خلال تثبيت السعر الذي يجب على المتحوّط أن يدفعه ليتسلّم الموجود الأساسي (أوراق مالية)، وهذه طريقة للمستثمرين لحماية أنفسهم من تحركات الأسعار المعاكسة. وفي الوقت نفسه يستفيدون من حركات الأسعار المرغوب بها (Hull, 2007: 11)، فمثلاً إنَّ الخسارة التي تلحق بالمركز النقدي تقابل بالضبط الربح الذي يُعوّض من العقد الآجل، وحقيقة الأمر فإنَّ أي تغيير في أسعار الأسهم سيؤدي إلى خسارة أو ربح في المركز النقدي، يمكن تعويضها من خلال الربح أو الخسارة التي نحصل عليها عند تنفيذ العقد الآجل (Saunder & Cornett, 2003:626). إنَّ المستثمر يتحوّط على مركز

نقدي طويل لأصل معين (أدوات مالية) خوفاً من انخفاض أسعارها، من خلال الاتفاق على بيعها في وقت محدد (T)، إذ يتخذ مركزاً قصيراً في العقد الآجل. فإذا قرر المستثمر تسوية مركزه بالكامل (وبضمنه مركز المتحوط) قبل تاريخ التنفيذ ، فسوف لن يكون بمقدوره أن يسلم السلعة للإيفاء بالتزامات العقد الآجل الذي من المفترض أن يلتزم به. وبدلاً من ذلك فإن المستثمر سيكون عليه:

① بيع مركزه (من الأوراق المالية أو سلعة ما) في السوق القائمة (Open Market) الحاضرة بسعر St.

②إعادة شراء مركزه الآجل (القصير) وبعقد جديد وبسعر (Ft,T) ليربح من التحوّط القصير والذي تمّت تسويته بتاريخ t وبحسب المعادلة الآتية:

$$bt-b_0= (St – Ft) – (S_0 –F_0).....(8)$$

إذ أن:

bt: الأساس في الوقت t.

b_0: الأساس في الوقت صفر.

St: السعر الحاضر في تاريخ t.

S_0: السعر الحاضر في الوقت صفر.

Ft: السعر الآجل في تاريخ t.

F_0: السعر الآجل في الوقت صفر

إن التعبير bt يطلق عليه (Cover Basis) الأساس المغطى أو الأساس في ظل التحوّط وذلك عندما يغلق العقد الآجل، وإنَّ المعادلة (٣) تسلّط الضوء على حقيقة التحوّط. فعندما يُتّخذ مركز التحوّط فإنَّ المستثمر سوف لن يكون معرّضاً لتحركات الأسعار للموجود الأساسي.

وبدلاً من ذلك فإنّه قد يكون معرّضاً للمخاطر الأساسية (Basis Risk) (مخاطر السوق) (Reilly & Brown, 2003:909- 910).

ففي حالة شراء العقد الآجل لموجود معيّن (أوراق مالية) يتمكن المتحوطون من حماية أنفسهم ضد زيادة أو ارتفاع أسعار الموجودات محل التعاقد، وفي حالة بيع العقد الآجل يتمكن المتحوّطون من حماية أنفسهم ضد انخفاض أسعار الموجودات، فالعقد الآجل ثبّت سعر الموجودات لغاية تاريخ تسوية العقد وبالتالي فإنّ التحوّط باستخدام العقود الآجلة يزيل المخاطر الأساسية التي تتعرّض لها أسعار الصفقات الآجلة (Spermann, 2003: 4).

والتحوّط يتعلق بمخاطر الأساس (Basis) في أي وقت (t) فإن الأساس هو السعر الحاضر ناقصاً السعر الآجل في تاريخ تنفيذ العقد أي بحسب المعادلة الآتية:

$$bT = ST - FT \quad \ldots\ldots\ldots(9)$$

حيث أن:

ST: السعر الحاضر في تاريخ التنفيذ.

FT: السعر الآجل في تاريخ التنفيذ.

bT: الأساس في تاريخ تنفيذ العقد.

إنَّ الأساس يكون معلوماً في الوقت صفر، والمخاطر الأساسية تعتمد على درجة الارتباط بين التغيرات المستقبلية في الأسعار الحاضرة والأسعار الآجلة للعقد، فإذا كان الارتباط وثيقاً بين السعرين الحاضر والآجل، فإن المخاطر الأساسية ستكون صغيرة، أو بمعنى آخر أنَّ السعر الحاضر يقترب من السعر الآجل. وفي الحقيقة إن تصميم العقد الآجل سيكون بحسب الطلب ويُسلم في الوقت المحدد . وهذا ما يقلل المخاطر الأساسية إلى الصفر، وهذا يعني $FT = ST$ (Reilly & Brown, 2003: 910).

إنَّ العقود الآجلة تعد أداةً مناسبة للتحوّط من تقلبات الأسعار (أسعار الأسهم أو أسعار السندات أو أسعار الصرف)، فهي تسمح بتثبيت السعر الآن لغرض تسويته في تاريخ مستقبلي وأداة التحوّط هذه تحمي هوامش الربح وتزيد من منافسة المؤسسات المصرفية حتى على المستوى الدولي، فالمدفوعات والمقبوضات مثلاً للعملة الأجنبية يمكن التعاقد عليها في السوق الآجل لحمايتها ضد تقلبات الأسعار (Kolb,1997 : 2-5).

فإذا تمّ التعاقد في الوقت صفر في السوق الآجل لشراء كمية(Q) من الذهب وبمبلغ (F0) وبعد مدة وقبل موعد التنفيذ تقرر أنَّ هذا المركز الطويل (شراء) لم يعد ضرورياً لمحفظتك الاستثمارية، وتريد التخلص من التزامات هذا العقد وبالتالي التخلّص من مخاطر تقلّبات الأسعار، فهناك طريقة للعمل بذلك، وهو أن تتخذ مركزاً قصيراً (بيع) بتاريخ (t) على شكل عقد آجل مصمم لاتخاذ مركز معاكس (Offset) للعقد الأول والشروط نفسها فإنّك ستتفق على بيع كمية (Q)أونصة من الذهب بسعر (Ft) وبالتالي فإن المستثمر ولأنّه يمتلك عقود شراء وبيع (Q) أونصة من الذهب فلا تكون هناك مخاطر التعرض لانكشاف أسعار الذهب وتحركاتها بين وقت إبرام العقد ووقت تنفيذ العقد. إنَّ الربح أو الخسارة من هذين العقدين الآجلين هو:

$$Q\,(Ft - F_0) \quad \ldots\ldots\ldots(10)$$

حيث أن:

F_0: سعر الشراء.

Ft: سعر البيع.

Q: الكمية المتعاقد عليها

أو أنّه الفرق بين أسعار البيع وأسعار الشراء مضروبة في الكمية المتعاقد عليها، وبالنتيجة فإن المستثمر أمّا أن يحقق ربحاً أو خسارة من جراء تحركات الأسعار المستقبلية، فإذا كان Ft

السعر الآجل في تاريخ التنفيذ أكبر أو أقلّ من السعر الأساسي للعقد F_0 يعني أنَّ في أيّ عقد آجل احتمالية ربح أو خسارة لكلا المتعاملين، أي أن العقود الآجلة بهذا الشكل هي عملية مجموعها يساوي صفراً لأنّ ما يربحه المركز الطويل (المشتري) يخسره المركز القصير (البائع) والعكس صحيح (Reilly & Brown, 2003: 912).

وتستخدم العقود الآجلة بشكل واسع من لدن الشركات الكبيرة التي ترغب في التحوط وأنّها تعتمد العقود الآجلة وخصوصاً على أسعار الصرف الأجنبي بوصفها وسيلة لمعالجة تقلب العوائد المتوقعة في العملات الأجنبية لتحوط استثماراتها من الأسهم وكذلك من فروعها الأجنبية ولإدارة تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف الأجنبي ومن أجل استخدام التحوط بالعقد الآجل تقوم الشركات ذات الاستثمار العالمي مثل الشركات متعددة الجنسية ببيع تلك العملة المرتبطة بحساباتها القابلة للقبض آجلاً (Madura, 2000: 310).

رابعاً: التحوّط بالعقود المستقبلية (Hedging by Future Contracts)

العقود المستقبلية هي عبارة عن اتفاقيات بين مستثمرين وبيت التسوية أو المقاصة (Clearing House) لتسلم أو تسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلاً وبسعر محدد سلفاً (www.arabictrade.com) إذ وفرت العقود المستقبلية طريقة أخرى للتحوّط من مخاطر تقلبات الأسعار (Jones, 2000: 171).

إنَّ التحوط بعقود المستقبليات يتم من خلال اتخاذ مركز محدد في سوق المستقبليات سواء أكان مركزاً طويلاً أم قصيراً، إذ يمكن من خلال التحوط، تخفيض أو إزالة مخاطر تقلبات الأسعار وعدم التأكد الذي يتعرض له المركز النقدي الحاضر للمتحوّط على الموجود الأساسي، وهدف المتحوّط هو حماية مركزه النقدي (Van Horne, 2004: 764)، وذلك يعني أنَّ الربح أو الخسارة في المراكز المستقبلية يقابلها خسارة أو ربح في المراكز النقدية، أي أنَّ اتخاذ مركز مستقبلي يكون مقابل مركز نقدي في السوق الحاضر وهو ما يشار إليه بالتحوّط النقدي (Cash Hedge) مقابل التحوّط التوقعي (Anticipatory Hedge) (Jones, 2000: 491).

فالتحوط يستخدم من المستثمرين القلقين من تقلبات الأسعار وآثارها العكسية على عائدات الأوراق المالية، لذلك يستخدمون العقود المستقبلية لتحوّط الأسهم والسندات من مخاطر السوق (المخاطر النظامية) (الفتلاوي، ٢٠٠٤: ٧٠). وتتغيّر الأسعار عادة على وفق عوامل العرض والطلب، كما أشار (Van Horne) إلى الأسواق المالية وأسواق السلع إذا كانت تامّة وكاملة فلا يكون هناك مبرراً لأن تتخذ المؤسسات المالية أساليب دفاعية، إذ يتم تعديل الأسعار في كلا السوقين ولا يهتم أصحاب رؤوس الأموال بتقلبات التدفقات النقدية والأرباح التي تحققها المؤسسات المالية، أمّا إذا دخلت المؤسسات المالية والمستثمرون أسواقاً غير كاملة أو غير

تامة، يمكنها حينئذٍ أن تتخذ أساليب متنوعة لإدارة المخاطر التي تواجهها (Van Horne, 2004: 766).

فعقود المستقبليات من الأدوات التي تستخدم لأغراض التحوّط ضد تلك المخاطر التي تؤدي إلى تقلبات أسعار الأوراق المالية المتنوعة (أسهم، سندات، أسعار صرف، أسعار فائدة) فيعمل المتحوّط على تقليل المخاطر أو إزالتها حتّى وإن كانت مدّة التعرض لتلك المخاطر قصيرة جداً (Choi, 2003: 213)، فالمستثمر الحائز على محفظة سندات الخزينة مثلاً قد يتوقّع بأنْ تكون هناك تقلّبات في أسعار الفائدة، ويريد أن يحافظ على قيمة المحفظة الاستثمارية من مخاطر تقلبات الأسعار. وفي هذه الحالة فإن المستثمر ليس لديه الرغبة بالمراهنة على تحركات الأسعار في كلا الاتجاهين ولتحقيق مثل هكذا حماية فإنَّ المتحوط يتّخذ مركزاً قصيراً في مستقبليات سندات الخزينة (T-Bond) التي تلزم المتحوّط بتسليم السندات في تاريخ التسليم المثبّت في العقد بالسعر المستقبلي، فالمتحوط يتخلّص من مخاطر انخفاض أسعار السندات من خلال تثبيت السعر في العقد المستقبلي (Bodie et. al, 2004: 577).

ومن الممكن استخدام العقود المستقبلية بدلاً من العقود الآجلة للحد من مخاطر تقلّبات أسعار الصرف، فإنّ بإمكان المؤسسة المالية المصرفية أن تستخدم عقود المستقبليات للتحوّط ضد مخاطر تقلّبات الأسعار، فمثلاً المؤسسة المالية التي يكون موقعها في الولايات المتحدة الأمريكية التي تود التحوّط لسنة واحدة على قرض الجنيه الاسترليني البالغ (١٠٠) مليون جنيه بوصفه مبلغاً أساسياً (Principle) ضد مخاطر هبوط قيمة الباوند مقابل الدولار الأمريكي خلال السنة التالية. ولنفرض أنَّ المؤسسة المالية رغبت في التحوط على مركز هذا القرض في ٢٠٠١/٩/٢٥، وفي ذلك اليوم كان هناك عقدان من عقود المستقبليات على الجنيه الإسترليني معروضة في الأسواق المالية، منها عقد ينتهي تاريخ تنفيذه (صلاحيته) في كانون الأوّل (٢٠٠١)، والعقد الثاني ينتهي تاريخ تنفيذه في آذار عام (٢٠٠٢)، وبهذا فإنَّ سوق العقود المستقبلية لا تسمح للمؤسسة المالية بتأسيس تحوّط لمدة سنة واحدة (طويلة الأمد) في ذلك اليوم. لأنّ أطول مدة للتنفيذ هي ستة أشهر. العقد الذي ينتهي في شهر آذار(٢٠٠٢)، وهكذا فإن المؤسسة المالية في هذه الحالة تستطيع استخدام المستقبليات فقط من خلال الانقلاب على التحوّط إلى عقد مستقبلي جديد في مرحلة التنفيذ (Saunders&Cornett,2003:636) فمن خلال الانقلاب على التحوّط تستطيع (FI) استخدام سلسلة من العقود المستقبلية لزيادة مدة عمر التحوّط، وكذلك تستعمل الانقلاب على التحوّط في كل وقت، إذ تستطيع الدخول بالعقود المستقبلية من وقتٍ لآخر عند تعرّضها إلى المخاطر السوقية (Hull,2005:67-68). وبذلك فإنَّ المؤسسة المالية تأخذ بنظر الاعتبار كلف الصفقات في عملية الانقلاب على التحوّط وكذلك عدم التأكد من الأسعار لعقود المستقبليات الجديدة قد يجعل من التحوّط بوساطة العقود الآجلة أكثر انجذاباً وإغراء بالنسبة لتلك المؤسسات المالية التي ترغب بتثبيت الأسعار باستخدام التحوّط لمدة أطول

(Saunders&Cornett,2003:637)، فكل مؤسسة مالية تختار العقد الذي يناسبها سواء أكان عقداً آجلاً أم مستقبلياً أي بحسب حاجة المؤسسة المالية لعملية التحوّط.

ويرى كل من (Rose & Marquis) بأنَّ الغرض الرئيس لأسواق العقود المستقبلية هو التحوّط الذي يمثّل عملية تنظيم بيع وشراء الأدوات المالية وأية أصول أخرى وذلك لحماية هذه الأصول ضد تقلبات الأسعار المستقبلية، فالتحوط بالعقود المستقبلية يعد فعّالاً ومؤثّراً لأنّه ينقل المخاطرة إلى الطرف الآخر الذي يتحملها (نقل المخاطرة من المتحوط إلى المضارب)، فكلّما زادت المخاطرة الذي ينقلها المتحوّط إلى المضارب كلّما تطلّب من المتحوط أن يدفع أكثر لنقل تلك المخاطر (Rose & Marquis, 2008: 256).

وهناك حدود للتحوّط باستخدام عقود المستقبليات، تتمثّل في عدم تطابق الاستحقاق بين العقد المستقبلي والموجود الضمني في السوق النقدي، كما قد تكون هناك فروقات بين السعر المستقبلي والسعر الحاضر النقدي في مدة تنفيذ العقد، وبالتالي يتحقق الربح أو الخسارة من جرّاء ذلك وعليه فإنّ المتحوط يتخذ مركزاً عكسياً إذا لم يكن العقد من صالحه قبل مدة تنفيذ العقد. وهذه العقود لا تكون مناسبة للتحوّط لمدة طويلة (Hample & Simonson, 1999: 615) خلاف العقود الآجلة التي تستخدم لمدة أطول. والتحوّط يتعلّق بمخاطر الأساس[☆] للمستقبليات المالية.

فالأساس هو الفرق بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي وبحسب المعادلة الآتية (Rose & Marquis, 2008: 256):

$$bt = St - Ft \ldots\ldots (11)$$

إذ أن:

bt = الأساس في الوقت t.

St= السعر الحاضر في الوقت t.

Ft= السعر المستقبلي في الوقت t.

[☆] مثال على مخاطر الأساس للتوضيح: لنفرض امتلاك أحد المستثمرين ١٠٠أونصة من الذهب يتّخذ مركزاً قصيراً في عقد مستقبليات الذهب ، ولنفرض بأن الذهب يباع اليوم بمبلغ ٢٩١$ للأونصة، وإن سعر المستقبليات عند موعد التسليم في حزيران هو ٢٩٦$ لكل أونصة، وهذا يعني أن المخاطر الأساسية حالياً٥$، فإذا زاد السعر الحاضر في اليوم التالي إلى ٢٩٤$ بينما زاد سعر العقد المستقبلي إلى ٢٩٨,٥$، فإن مخاطر الأساس انخفضت إلى ٤,٥$ وبهذا فإن المستثمر ربح ٣$ (٢٩١-٢٩٤) لكل أونصة عند الاحتفاظ بالذهب ولكنه خسر ٢,٥$ على المركز المستقبلي القصير (٢٩٦-٢٩٨,٥) وهذا يشير إلى أنَّ الربح الصافي بانخفاض الأساس ٠,٥ لكل أونصة.

وإنَّ الأساس للعقود الآجلة والمستقبلية ينخفض وتصل قيمته إلى الصفر عند تاريخ التنفيذ، إذ يتعادل السعر الحاضر مع السعر المستقبلي[☆] على وفق المعادلة الآتية (Bodie et. al, 2004: 579):

$$0=ST - FT \quad \ldots\ldots (12)$$

يتبيّن من المعادلة أنَّ الأساس يساوي صفراً عند تاريخ استحقاق العقد المستقبلي،أمَّا الأساس قبل تاريخ مدة انتهاء العقد فيكون هناك فرق بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي وبالتالي تظهر مخاطر الأساس التي يتحملها المتحوّط، وذلك لأنّ السعرين لا يتحركان بالمقدار نفسه وبشكلٍ كامل خلال عمر العقد. وبذلك فإنَّ المكاسب من الموجود الأساسي (المركز النقدي) لا تساوي الخسائر من العقد المستقبلي للموجود، وفي هذه الحالة يحاول بعض المضاربين تحقيق الأرباح من تحركات الأسعار فهم يحاولون المراهنة على اتجاهات أسعار العقود المستقبلية أو الأسعار الحاضرة وعلى الفرق بينهما، فلو كان للمضارب مركز قصير في عقد المستقبليات والذي يقابل المركز الطويل (النقدي) السعر الحاضر، يحقق المضارب الأرباح حتّى وإن كانت المخاطر الأساسية ضيّقة أو قليلة.

خامساً: أساليب التحوّط (Hedging Methods)

هناك أسلوبان أو طريقتان للتحوط هما:

① التحوّط الساكن Static Hedging

التقييد في العمل على تغطية المخاطرة ساعة اتخاذ القرار فقط ومن دون متابعة، أي أنَّ الهدف من وراء التحوّط هو تثبيت الوضع الحالي عند القيام بالعملية حتّى تاريخ استحقاق العقد. وهذا يعني أنَّ المتحوّط لن يتابع سلوك الأسعار وتحركاتها في أثناء عملية التحوّط مما قد يكبّده الخسائر عندما تكون تحركات الأسعار السوقية المستقبلية والأسعار النقدية (الحاضرة) للأصل الأساسي في غير صالح مركز المتحوّط، ومن ثمّ فإن احتمالية تجنبه مخاطرة السوق تكون قليلة(الجبوري، ٢٠٠٢: ٥٩).

② التحوّط المتحرّك Dynamic Hedging

أمّا التحوّط المتحرك أو الديناميكي فيقصد به تعديل المراكز المحوطة لتحقيق أرباح إضافية وتخفيض مخاطرة السوق نتيجة تغيير أسعار كل من أداة السوق النقدي وأداة التحوّط عبر الوقت (العقود الآجلة والمستقبلية) (Van Horne, 1998: 562) فعندما تتخذ مركزاً مضاداً بالعقود المالية سواء أكان عقداً أجلاً أم مستقبلياً، فيؤدي هذا المركز المضاد لموازنة أو معادلة المركز

[☆] عندما يذكر السعر المستقبلي هذا يعني سعر العقد المستقبلي أو سعر العقد الآجل، لأن كلا السعرين يتم في وقت لاحق.

النقدي في السوق الآني، بمعنى آخر أن المتحوط يحاول تعديل مركزه النقدي الذي قد يكون معرضاً للمخاطر (الخسائر)، لذلك يدعى هذا النوع بالتحوط الديناميكي(Benninga & Wiener, 1998: 2)، فأسلوب التحوّط الديناميكي يستخدم من قبل المستثمرين القلقين للحد من المخاطر الأساسية المرتفعة في أسواق المال على الرغم من تعقيده وارتفاع تكاليف الصفقات (Power & Vedenov: 2008, 2)، وهذا يعني أن يتابع المتحوّط سلوك الأسعار في أثناء عملية التحوّط مما يؤدي إلى إيقاف الخسائر في حالة كون تحركات الأسعار في غير صالح مركز المتحوّط وان احتمالية تخفيض أو تجنب مخاطرة السوق تكون كبيرة.

سادساً: **تقدير نسبة التحوط** (Estimating the Hedging Ratio)

إنَّ ستراتيجية التحوّط يعتمد نجاحها على إيجاد نسبة تحوّط مناسبة سواء اتخذت مركزاً طويلاً أم قصيراً، ونسبة التحوّط ترتبط بشكل أساسي على التوقعات بخصوص العلاقة بين حجم المركز النقدي (قيمة المحفظة الاستثمارية التي يتم التحوّط عليها)، وحجم المركز المستقبلي الذي تمّ اتخاذه سواء أكان للعقد الآجل أم للعقد المستقبلي، وتكون نسبة التحوّط كالآتي(Solnik & Mcleavey, 2004: 524):

$$(hedge\ ratio)h = \frac{N * Size * S}{V} \quad .....(13)$$

إذ أن:

N: عدد العقود المستخدمة للتحوّط.

Size: حجم الموجودات الأساسية كالأوراق المالية أو السلع.

S: السعر النقدي للموجود.

V: القيمة السوقية لمركز الموجود.

فمثلاً هناك محفظة استثمرت في أسهم استرالية قيمتها مليون A$، والمؤشّر Asx ٤،٠٠٠، والعقد الخاص سواء أكان مستقبلياً أم آجلاً هو ٢٥ A$، ويتم التعامل به بسعر ٤،٠٥٠، فإذا بعت ١٠ عقود =N، فإن نسبة التحوّط تكون

$$h = \frac{10 * 25 * 4{,}000}{1{,}000{,}000} = 1$$

وأكّد كل من (Saunders & Cornett) إذا كانت نسبة التحوّط تساوي واحد، فهذا يعني أنّه لا توجد مخاطر أساسية، لأنَّ كلاً من المركز النقدي والمركز المستقبلي يتوقع أن تتحرّك بالقدر نفسه ومخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية للمركز النقدي، يجب أن يتم التحوّط عليه على أساس نسبة (١:١) التي تدعى نسبة التحوّط البسيطة، أما عندما تكون هناك مخاطر أساسية، فهذا يعني أن المركز النقدي والمستقبلي يتوقّع لها أن تتحرّك بصورة غير تامّة مع

بعضها البعض، فتكون نسبة التحوّط البسيطة أمّا أعلى أو أقل من الواحد (Saunders & Cornett, 2003: 640)

أضف إلى ذلك إذا كانت نسبة التحوّط أكبر من الواحد فهذا يعني زيادة عدد العقود اللازمة للتحوط من قبل المؤسسة المالية، فعندما تستخدم المؤسسة المالية ستراتيجية تحوّط قصير يعني زيادة بيع عدد العقود (الآجلة والمستقبلية) لتحوط المركز النقدي الطويل، أمّا إذا كانت المؤسسة المالية تستخدم ستراتيجية تحوّط طويل عليها أن تقوم بزيادة شراء عدد العقود (الآجلة والمستقبلية) لتحوط مركزها النقدي القصير، وبالتالي يزداد الربح بزيادة عدد العقود اللازمة للتحوّط من كلتا الستراتيجيتين، أمّا إذا كانت نسبة التحوّط أقل من الواحد الصحيح فيحدث خلاف ذلك.

أمّا حساب نسبة التحوّط المثلى (The Optimal Hedging Ratio) فتقاس من خلال مقدار التباين المشترك بين التغير في الأسعار الحاضرة والمستقبلية مقسوماً على التباين في التغيّر بالأسعار المستقبلية على وفق المعادلة الآتية (Chourdakis, 2003: 3):

$$\beta = \frac{Cov(\Delta st, \Delta Ft)}{Var(\Delta ft)} .....(14)$$

إذ أن:

β = نسبة التحوّط المثلى لعدد من العقود (الآجلة أو المستقبلية)

Δst = التغير بالسعر الحاضر (النقدي)

Δft = التغير بالسعر المستقبلي

$(\Delta st, \Delta ft)$ (Covariance) Cov = التباين المشترك بين التغير بالأسعار الحاضرة والأسعار المستقبلية

$Var(\Delta ft)$ = التباين في التغير بالأسعار المستقبلية

ويمكن أيضا حساب نسبة التحوط المثلى لعدد من العقود الآجلة والمستقبلية بالمعادلة الآتية:

$$N^* = \frac{Cov(\Delta s, \Delta f)}{6^2(\Delta f)} .....(15)$$

إذ أن:

N^* = نسبة التحوط المثلى لعدد من العقود (الآجلة والمستقبلية).

$6^2(\Delta f)$ = التباين في التغير بالأسعار المستقبلية.

إذ أن (*) هي احتمالية أن تكون أسعار العقود المستقبلية وأسعار العقود الآجلة للأصل نفسه (أوراق مالية أو سلعةٍ ما) (Reilly & Brown, 2003:913).

إن الهدف الرئيس كما ذكرنا سابقاً هو حماية المركز النقدي لذلك يعد (Δs) التغير في السعر الحاضر (النقدي) هو (المتغير المعتمد) والتغير في السعر المستقبلي (Δf) سواء أكان سعر عقد آجل أو سعر عقد مستقبلي يعد المتغير (غير المعتمد).

ولنفرض أن Δst و Δft تحرّكتا تحركاً تامّاً مع بعضهما البعض خلال عمر العقد، عندئذٍ تصبح المعادلة كالآتي:

$$\boxed{Cov(\Delta st, \Delta ft) = Var(\Delta ft).....(16)}$$ فتكون $\beta = 1$

هذا يعني أن التباين المشترك بين الأسعار الحاضرة والأسعار المستقبلية هو التباين نفسه في الأسعار المستقبلية، فإن عدد العقود في هذه الحالة سيكون مساوياً لعدد العقود باستخدام نسبة التحوط البسيطة أي نسبة ١:١.

وإذا كانت التغيرات في الأسعار الحاضرة أكبر من التغيرات في الأسعار المستقبلية، فتكون:

$$\boxed{Var(\Delta ft). < Cov(\Delta st, \Delta ft).....(17)}$$ فتكون $\beta > 1$

وهذا يؤدي إلى زيادة عدد العقود اللازمة للتحوّط، لأنّ معامل β أصبح أكبر من الواحد الصحيح.

أمّا إذا كانت التغيرات في الأسعار الحاضرة أقل من التغيرات في الأسعار المستقبلية (للعقود الآجلة والمستقبلية) خلال عمر العقد فتكون المعادلة:

$$\boxed{Var(\Delta ft) > Cov(\Delta st, \Delta ft).....(18)}$$ فتكون $\beta < 1$

وهذا يعني انخفاض مخاطر العقد سواء أكان عقداً آجلاً أم عقداً مستقبلياً، وبالتالي سوف يقل عدد العقود اللازمة للتحوّط إلى ما دون نسبة التحوّط (١:١).

ويمكن أن تطلق على (β) نسبة التحوّط المثلى أو نسبة التحوّط المخفضة للمخاطرة، لذا إنَّ قيمة (β) هي نسبة التحوّط المخفضة للمخاطرة لمحفظة الأوراق المالية أو نستطيع استخدام (β)مقياساً مناسباً لقيم نسبة التحوّط (h) لتستخدم من لدن مدير المؤسسة المالية.

إنَّ نسبة التحوّط المخفضة للمخاطرة تسهم في تخفيض مخاطر تقلبات الأسعار إلى أدنى حدٍ ممكن، لأن هذه النسبة تأخذ بنظر الاعتبار طبيعة التغير بالأسعار الحاضرة والتغير بالأسعار المستقبلية. وبعد إيجاد نسبة التحوّط المخفضة للمخاطرة يمكننا حساب عدد العقود اللازمة للتحوّط.

لنفرض أنَّ قيمة β = ١,٢ بوصفها نسبة تحوّط مخفضة لمخاطرة محفظة مدير المؤسسة المالية ونستطيع أن نستخدمها لحساب عدد العقود (الآجلة والمستقبلية) التي يتوجب بيعها

لحماية المؤسسة المالية عند استخدام ستراتيجية التحوط القصير من مخاطر (خسائر) تقلّبات أسعار الفائدة على قروضها البالغة ١١٥ مليون باوند. من خلال المعادلة الآتية:

$$Nf = \frac{\text{نسبة التحوط المخفضة للمخاطرة } \beta h \times \text{المركز الطويل للموجودات (الباوند)}}{\text{حجم العقد للباوند الواحد}}$$

إذ أن:

Nf : عدد العقود اللازمة للتحوّط

$$Nf = \frac{1.2 \times 115 \text{ مليون باوند}}{62{,}500 \text{ باوند}} = 2{,}208$$

وبهذا على مدير المؤسسة المالية أن يبيع 2,208 عقداً

(Saunders & Cornett; 2003:641-642)

سابعاً: فاعلية التحوّط (Hedging Effectiveness)

تقاس فاعلية التحوّط من خلال التباين في تغير المركز المستقبلي أو الآجل (المتغير غير المعتمد) مقسوماً على التباين في تغير المركز النقدي (المتغير المعتمد) وحسب المعادلة الآتية (Chance & Brooks, 2008: 365):

$$e^* = \frac{Nf\, 6^2 \Delta f}{6^2 \Delta s} \ldots\ldots\ldots (19)$$

إذ أنّ:

e^* = فاعلية التحوّط

Nf = عدد العقود اللازمة للتحوط

$6^2 \Delta f$ = التباين في تغير السعر المستقبلي

$6^2 \Delta s$ = التباين في تغير السعر الحاضر

إنَّ فاعلية التحوّط هي مقدار التحوّط لحماية المركز النقدي للموجود من مخاطر (خسائر) تقلبات الأسعار وتخفيض مخاطر السوق عن طريق اتخاذ مركز مستقبلي أو آجل في السوق، وتعتمد فاعلية التحوّط على مقدار النسبة التي تحققها المعادلة فكلّما كانت النسبة قريبة من الواحد الصحيح كلّما كانت فاعلية التحوّط عالية (Chance, 1998: 422).

إنَّ فاعلية التحوّط تسمح بنقل المخاطر على نحوٍ فاعل إلى الطرف الآخر، وحقيقة الأمر، لكون الأسعار في السوق الحاضر عموماً مرتبطة بأسعار الأسواق المستقبلية أو (الآجلة) فإن السعر المستقبلي في السوق اليوم يمثّل تقديراً لما سيكون عليه سعر السوق الحاضر في تاريخ التسليم بموجب العقد أي الارتباط بين التغير الأخير في السعر الحاضر للموجود والسعرالمستقبلي في تاريخ التسليم بموجب العقد (Rose & Marquis, 2008:56)

ثامناً: الربح والخسارة من التحوط والأساس (Profit and loss from Hedging and Basis)

يبدو واضحاً أنّه في العقود الآجلة والعقود المستقبلية تكون أرباح أحد الأطراف خسائر للطرف الآخر، ولكن ما هو الفرق بين هذين النوعين من العقود من وجهة نظر الربح والخسارة إذا كانت أرباح وخسائر الأطراف متساوية في الحالتين؟

الإجابة هي أنّه في العقود الآجلة لا تتحقق الأرباح أو الخسائر إلا في تاريخ التسليم. أمّا في العقود المستقبلية تتحقق الأرباح أو الخسائر يومياً. وإذا ما رغب المستثمر في الحصول مثلاً على تلك الأرباح، فيمكنه إغلاق مركزه بصفقة عكسية وبحصوله على الأرباح مبكّراً.(هندي، ٢٠٠٢: ٦٨٥). وهذا يعني أنّ إغلاق المركز الآجل يكون في تاريخ تنفيذ العقد، وهذا الشيء ينطبق أيضاً عند تحقيق الربح أو الخسارة من ستراتيجيات التحوط بالعقود المستقبلية في تاريخ تنفيذ العقد.

إنّ الاحتفاظ بمركز قصير أو طويل في السوق الحاضر، وبمركز طويل أو قصير في أسواق العقود الآجلة والمستقبلية. فبالنسبة إلى المركز الطويل في السوق الحاضر ومركز قصير في السوق المستقبلي أو الآجل، فإنّ الأرباح التي تتحقق من التحوط القصير في السوق الآجل أو المستقبلي التي تمّ الاحتفاظ بها حتى تاريخ التنفيذ هي:

(20)..... (ربح السوق الآجل أو المستقبلي)(Fo -FT) + (ربح السوق الحاضر)(ST-So) = (التحوط القصير) π

أمّا بالنسبة للمركز القصير في السوق الحاضر ومركز طويل في الأسواق الآجلة والمستقبلية، التي يتمّ الاحتفاظ بها حتى تاريخ التنفيذ، فإنّ الإشارة تتغير لكل حد من حدود المعادلة آنفة الذكر كالآتي:

(21)..... (ربح السوق الآجل أو المستقبلي)(FT – Fo) + (ربح السوق الحاضر)(So-ST) = (التحوط الطويل) π

وفي بعض الحالات، نرغب بإغلاق المركز، سواء أكان طويلاً أم قصيراً بالوقت (t)أي قبل موعد التنفيذ، وعند ذلك فإنّ الأرباح من التحوط القصير والتحوط الطويل، هي:

$$\pi \text{ (التحوط القصير)} = (St-S0) + (F0 - Ft) \quad .....(22)$$

$$\pi \text{ (التحوط الطويل)} = (S0-St) + (Ft - F0) \quad .....(23)$$

(Chance & Brooks, 2008: 356- 357)

إذ أنّ:

T = تاريخ تنفيذ العقد (تاريخ الاستحقاق)

t = غلق المركز الطويل أو القصير بالوقت t قبل تاريخ التنفيذ

S0= السعر الحاضر اليوم (الوقت صفر)

F0 = السعر المستقبلي اليوم (الوقت صفر)

ST = السعر الحاضر في تاريخ التنفيذ

FT = السعر المستقبلي أو الآجل في تاريخ التنفيذ

St = السعر الحاضر في الوقت t قبل تاريخ التنفيذ

Ft = السعر المستقبلي أو الآجل في الوقت t قبل تاريخ التنفيذ

π = الربح من ستراتيجيات التحوط القصير أو الطويل

هذا يعني أنّ الربح الذي يتحقق أو الخسارة التي تحدث في مركز التحوط، سواء أكان قصيراً أم طويلاً يعتمدان على الربح أو الخسارة المتحققة للمركز النقدي، وما يقابله من الربح أو الخسارة المتحققة للمركز المستقبلي أو الآجل.(Chance, 1998: 410)

فعند موعد التنفيذ، فإنّ المستثمر الذي يشتري عقداً مستقبلياً أو عقداً آجلاً بإمكانه أن يتوقع تسلم الموجودات على الفور، وبالتالي فإنّ العقد سواء أكان مستقبلياً أم آجلاً عند تاريخ التنفيذ أو الممارسة هو مماثل لشراء موجود فوري (أوراق مالية). ولهذا يكون FT = ST، وهكذا فإنّ الأرباح إذا تمّ الاحتفاظ بالتحوط القصير لغاية تاريخ التنفيذ هي (F_0 - S_0)، هذا يعني أنّ التحوط هو مكافئ لشراء الأصل، وذلك بسعر (S0) وضمان سعر بيع فوري مقداره (F_0). وكذلك فإنّ الأرباح إذا تمّ الاحتفاظ بالتحوط الطويل لغاية تأريخ التنفيذ هي (S_0 - F_0) الذي يكافئ عملية بيع الموجود (الأوراق المالية) بسعر(S_0) وضمان سعر شراء فوري مقداره (F0)

فلو افترضنا بأنّك تشتري أحد الموجودات (أوراق مالية) بسعر (100$) وتبيع عقداً مستقبلياً أو عقداً آجلاً على الموجودات بسعر (103$)، وإذا كان لديك مركز تحوط قصير، فعند تأريخ التنفيذ تكون الأسعار الحاضرة والمستقبلية (96$) فإنّك تبيع الموجود بسعر (96$) متحمّلاً خسارة مقدارها (4$) وتغلق عقدك المستقبلي أو الآجل بسعر (96$)، مكوّناً مكسباً مقداره (7$)، عندئذٍ يكون صافي الربح (3$). وبدلاً من ذلك بإمكانك تسليم الموجود على عقدك المستقبلي أو الآجل متسلماً (96$) وتحصل على (7$) تراكمت في حسابك، فإنّك قمت بعمل سعر بيع للأصل بمبلغ (103$)، وفي هذه الحالة فإنّ الصفقة تكافئ بيع الأصل بمبلغ (103$)، أي سعر البيع الأصلي للعقد. ويمكن حساب الربح من ستراتيجية التحوط القصير كالآتي:

$$\pi \text{ (Short hedge)} = (ST - S0) + (F0 - FT)$$
$$= (96 - 100) + (103 - 96)$$
$$= (-4) + (7) = \$3 \qquad \text{(صافي الربح)}$$

وإنّ الأساس يؤدي دَوراً مهماً في عملية التحوط، وهنا سننظر إلى مفهوم التحوط والكيفية التي يؤثر فيها الأساس على أداء التحوط.وبما أنّ الأساس Basis يُعرف بأنّه (السعر الحاضر – السعر المستقبلي)، فإنّ بإمكاننا كتابته كالآتي:

b0 = S0 – F0	(24).....(الأساس الابتدائي بالوقت صفر)

bt = St – Ft	(25)..... (الأساس قبل تاريخ التنفيذ بالوقت t)

bT = ST – FT	(26)..... (الأساس في تأريخ التنفيذ المحدد)

أمّا عند غلق المركز في الوقت t، فإنّ:

$$\pi \text{ (Short hedge)} = bt - b_0 \quad \ldots\ldots(27)$$

$$\pi \text{ (long hedge)} = b_0 - bt \quad \ldots\ldots (28)$$

(Chance & Brooks, 2008: 357-358)

ولأنّ f_0 تكون معلومة، فإنّ سعر البيع المستقبلي الفعّال يكون غير معروف أو غير محدّد إلى الحدّ الذي يكون عنده الأساس غير معروف أو غير محدّد، فإذا تمّ الاحتفاظ بالتحوّط القصير مثلاً حتى تأريخ التنفيذ، فإنّ سعر البيع الفعال يصبح(F0 +bT)الذي هو ببساطة F0 لأنّ الأساس (bT) في تأريخ التنفيذ المحدد صفر، أي أنَّ (ST – FT = 0)، وبالتالي فإنّ سعر البيع الأصلي يتحقق على أنّه F0 عندما يتمّ إبرام العقد،وعند ذلك فإن المتحوط القصير قد يكون متأكداً بأنّه سيكون بإمكانه بيع الأصل بالسعر المستقبلي الفعّال، وهذا سيكون في التحوّط القصير التام.

إنّ أغلب المتحوطين يتحوطون بالتحوط غير التام، لأنّ التحوّط التام شيء مستحيل تحقيقه لأسباب متنوّعة منها عدم استقرار الأسعار، فضلاً عن أنَّ الاستمرار بعملية التحوّط يجعل تكاليف الصفقات مرتفعة، فعلى الأغلب لا يحافظ المتحوط عادةً على مركزه حتى تاريخ التنفيذ(Promo &Nguyen, 2009: 1).

إنّ الربح والخسارة من خلال استخدام ستراتيجية التحوّط، سواء أكان التحوط قصيراً أم طويلاً تعتمد على التغير في الأساس، فإذا ازداد السعر الحاضر أكثر من زيادة السعر المستقبلي، فإنّ الأساس سوف يزداد، ويكون الأساس قوياً وأداء التحوط القصير مرتفعاً.

أمّا إذا ازداد السعر المستقبلي أكثر من السعر الحاضر، فإنّ الأساس سينخفض، وعند ذلك يكون الأساس ضعيفاً، وهذا يؤدي إلى انخفاض أداء التحوط القصير، أمّا ما تقدَّم ذكره في حالة التحوط الطويل فيصح العكس تماماً (Chance, 1998: 413).

فإذا تمّ الاحتفاظ بالتحوّط حتى تأريخ التنفيذ، فإنّ الأساس في تاريخ التنفيذ bT يصبح صفراً، وفي هذه الحالة فإنّ الربح من التحوّط القصير ($\pi = bT - b_0$) هو الأساس السالب ($-b_0$) والربح من التحوط الطويل ($\pi = b_0 - bT$) هو الأساس الموجب ($+b_0$).

ويمكن إيضاح العلاقات بين ربحية التحوّط وقوة الأساس وضعفه اعتمادا على سلوك الأسعار من خلال الجدول (١٢):

جدول (١٢) ربحية التحوّط وقوة الأساس وضعفه

أنواع التحوط	ضعف وقوة الأساس	سلوك الأسعار
المركز القصير	الأساس قوي	١- زيادة السعر الحاضر بأكثر من السعر المستقبلي. ٢- انخفاض السعر الحاضر بأقل من انخفاض السعر المستقبلي. ٣- زيادة السعر الحاضر وانخفاض السعر المستقبلي.
المركز الطويل	الأساس ضعيف	١- يزداد السعر الحاضر بأقل من زيادة السعر المستقبلي. ٢- ينخفض السعر الحاضر بأكثر من انخفاض السعر المستقبلي. ٣- ينخفض السعر الحاضر ويرتفع السعر المستقبلي.

Source: Chance, Don M & Brooks Robert, (An Introduction to Derivatives and Risk Management), 7th ed, Thomson/South- Western, Canada, 2008: 358)

أمّا حين يكون الأساس صفراً، فإنّ الربح والخسارة ستكون في المركز المستقبلي أو الآجل والمركز النقدي متساوية، وهذا يعني أنّ الأسعار الحاضرة والمستقبلية ترتفع وتنخفض بالمستوى نفسه.

الفصل الثالث

آفاق تطوير العمل بالعقود الآجلة والمستقبلية

المبحث الأول

تقويم واقع حال سوق العراق للأوراق المالية

المبحث الثاني

تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد للمصارف قيد الدراسة

المبحث الثالث

تحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية في العائد للمصارف قيد الدراسة

المبحث الرابع

اختيار بدائل ستراتيجيات التحوّط الأفضل

المبحث الأوّل

تقويم واقع حال سوق العراق للأوراق المالية

أولاً: نشأة سوق العراق للأوراق المالية وتطورها

Beginning & Development Iraq Stock Exchange

أُسس سوق العراق للأوراق المالية بموجب القانون المرقم (٧٤) الصادر في نيسان ٢٠٠٤ وباشر نشاطه في أول جلسة تداول له في ٢٤ حزيران ٢٠٠٤. ويقع مركز السوق الرئيس في بغداد، وله الحق في فتح فروع له في مدن عراقية أخرى، و لهذا السوق شخصية معنوية مستقلة مالياً وإدارياً عن الحكومة العراقية ووزارة المالية، ولا يستهدف الربح وتعود ملكيته للأعضاء، وتعاملاته التجارية المشتركة مع الغير بطريقة تجارية لا تتناقض مع القانونين المؤقت والدائم والنظام الداخلي والتعليمات الأخرى للسوق أو هيئة الأوراق المالية العراقية.

يسعى السوق إلى تنظيم وتبسيط التعامل بالأوراق المالية، وبضمنها أعمال المقاصة والتسوية المالية وتحديد حقوق عناصر السوق والتزاماتهم وحماية مصالحهم المشروعة. وتوعية المستثمرين العراقيين وغير العراقيين بشأن فرص الاستثمار في السوق من خلال جمع وتحليل ونشر الإحصاءات والمعلومات الضرورية والتواصل مع اتحادات أسواق الأوراق المالية العربية والدولية بهدف تطوير نشاط السوق.

و لسوق الأوراق المالية كيان قانوني ذو استقلال مالي وإداري و له الحق في رفع الدعاوي أمام المحاكم والسلطات القضائية أو أيّة سلطة أخرى، ويجب أن تمثل من رئيس مجلس المحافظين* أو شخص مخوّل من الرئيس. ولا يحق لأي سوق أوراق مالية أو أي سوق سندات منظم آخر أن يعمل من دون إجازة من هيئة الأوراق المالية، وتكون سوق الأوراق المالية استناداً لذلك مجازة ومخوّلة بموجب هذا القانون للبدء بعملياتها حالاً وخاضعة للمراقبة أو الإشراف المنظم للهيئة، و أنّ من الأسس التي يعتمد عليها السوق فتكون مسؤولية السوق محدودة بالأصول المملوكة له، ولا تشمل الأصول المملوكة للأعضاء، ولن يكون السوق مسؤولاً عن أية التزامات ترتبت أو قد تترتب على سوق بغداد للأوراق المالية الذي تم إلغاءه في ٢٠٠٣/٣/١٩.

و تفرض السوق غرامات على أولئك الأشخاص الخاضعين إلى سلطة السوق القضائية والذين يخرقون القانون أو القواعد أو التعليمات الخاصة بالسوق والهيئة.

وفي سوق العراق للأوراق المالية بوصفه واحداً من الأسواق المالية، ينحصر التعامل في الأوراق المالية العراقية وغير العراقية التي حددها القانون المؤقت رقم (٧٤ لسنة ٢٠٠٤) بالأسهم والسندات وأذونات الخزينة التي تصدّرها الدولة أو المؤسسات الحكومية أو شركات القطاع العام

---

* تعني مجلس المحافظين لسوق الأوراق المالية أو المحافظين الذين يشغلون مقاعد في المجلس الذي يتكون من تسعة أعضاء.

أو الشركات المساهمة الخاصة والمدرجة في سوق العراق المالي، وكذلك الأوراق المالية الأخرى القابلة للتداول في السوق. وينحصر حق التعامل بالأوراق المالية المقبولة في السوق عن طريق الوسطاء، إذ لا يجوز أن تتم أية عملية بيع أو شراء للأسهم أو السندات إلا داخل قاعة التداول ومن خلال الوسطاء في السوق وتحت إشراف هيئة الأوراق المالية ومجلس المحافظين.

ويموّل سوق الأوراق المالية من الرسوم التي تدفع من الشركات وذلك عن تقديم سنداتها للتعامل التجاري والتعامل التجاري المستثمر في السوق وكذلك الرسوم التي تدفع من أعضاء السوق التي تخص تمويل الأعضاء وموظفيهم ووكلائهم وذلك للتعامل في معاملات السندات في السوق، فضلاً عن العمولات التي يحصل عليها السوق على حجم التعامل التجاري الذي يتم في السوق.

ويموّل السوق أيضاً من الغرامات المفروضة على أولئك الأشخاص الذين يخالفون هذا القانون أو القواعد أو التعليمات الخاصة بالسوق وهيئة الأوراق المالية. وكذلك اوجد السوق تعريفاً للأطراف والأدوات المتعاملة فيه ومنها ما هو أدناه:

- ✯ **الوسيط**: كل شخص طبيعي أو معنوي يجاز من المجلس بممارسة الوساطة في بيع الأوراق المالية وشرائها، ونسبة عمولة الوسيط (١%) من قيمة الصفقة ومبلغ الحد الأدنى لها هو ألف دينار ويستوفي السوق خمس عمولة الوسيط.
- ✯ **مركز الإيداع والتحويل**: مركز تسجيل عمليات ونقل ملكية الأوراق المالية.
- ✯ **قاعة التداول**: المكان المخصص في مبنى السوق لتنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية المدرجة على لوحاتها ويجري التداول داخل القاعة على أساس المزايدة العلنية المكتوبة من خلال أحد الوسطاء.
- ✯ **الأوراق المالية**: الأسهم والسندات التي يوافق السوق على تداولها والأوراق المالية مثل السندات التي تصدرها الحكومة وتكون أكثر ثقةً وأماناً، أو إحدى دوائرها أو منشآت القطاع العام والأسهم والسندات التي تصدرها الشركات المساهمة العراقية وكذلك الأوراق المالية غير العراقية شرط أن يوافق السوق على تداولها.
- ✯ **وحدة التداول**: وهي الوحدة المعتمدة في السوق لتداول الأسهم فيما بين الوسطاء على لوحة التداول وهي تتكون من مائة سهم.
- ✯ **الأمر العادي**: هو ذلك الأمر الذي يثبته الوسيط على لوحة التداول ويتضمن طلب شراء أو عرض بيع وحدة تداول واحدة أو أكثر ويستطيع الوسيط من خلاله إجراء التعاقد مع الآخرين على وفق إجراءات المزاد العلني المتبعة والمقررة في السوق.
- ✯ **الأمر غير العادي**: هو طلب الشراء أو عرض البيع الذي يثبته الوسيط على لوحة التداول الذي يقل فيه مجموع عدد الأسهم عن العدد المحدد في لوحة التداول المقررة.
- ✯ **سعر الافتتاح**: هو أول سعر ينفذ على أسهم شركة معينة في جلسة تداول.

✯ **سعر الإغلاق**: هو سعر آخر عملية بيع نفذت في جلسة التداول الأخيرة لسهم شركة ما.

✯ **معدل السعر**: هو حاصل قسمة حجم التداول على عدد الأسهم المتداولة لشركة معينة.

ويتخذ السوق الإجراءات الإدارية والتنظيمية في تداول الأوراق المالية ويكون هذا التداول على النحو الآتي:

✯ يتم تداول الأوراق المالية في أيام التداول التي يقررها المجلس.

✯ يتوقف التداول في أسهم الشركات قبل (١٥) يوماً من اليوم المحدد ليوم اجتماع الهيئة العامة للنظر في الحسابات الختامية.

✯ يحدد المجلس مدة جلسة التداول وساعة بدئها وانتهائها وتفتح القاعة خلالها ويعلن عن ذلك بالطرق المناسبة.

✯ يعلن مدير قاعة التداول افتتاح الجلسة وإغلاقها.

✯ يجري التداول داخل القاعة على أساس المزايدة العلنية المكتوبة من خلال أحد الوسطاء.

ثانيا :**موقع عينة الدراسة في القطاع المصرفي وسوق الأوراق المالية**

(Study Sample Position of Banking Sector & Securities Market)

وقع اختيار الباحث لأغراض هذه الدراسة على القطاع المصرفي، إذ اعتمدت الدراسة على مجموعة من المصارف لتكون عينة من خمسة مصارف، تمّ توضيحها في الفصل الأول ضمن المنهجية العلمية وبالتحديد ضمن فقرة عيّنة الدراسة، وأُختير القطاع المصرفي على أنّه من أكثر القطاعات تداولاً للأوراق المالية في سوق العراق المالي، وبالتالي فإنّه يتعرّض أكثر من غيره من الشركات المساهمة في القطاعات الأخرى (قطاع الصناعة، قطاع التأمين، قطاع الاستثمار، قطاع الفنادق والسياحة، قطاع الزراعة، قطاع الخدمات) إلى مخاطر تقلبات الأسعار، لذا يجب الاهتمام بهذا القطاع الحيوي للحد من هذه المخاطر أو تقليلها عند تطبيق ستراتيجيات التحوّط الطويل والقصير باستخدام العقود الآجلة والمستقبلية.

ووقع اختيار الباحث على هذه العينة من المصارف باعتبارها من أكثر المصارف تداولاً للأسهم سواء أكان من حيث عدد الأسهم المتداولة أم من حيث حجم التداول.

وأن تأخذ بنظر الاعتبار المصارف موضوع البحث على نحوٍ خاص والقطاع المصرفي الذي يعمل في سوق العراق للأوراق المالية على نحوٍ عام مخاطر الاستثمار التي تؤدي إلى تذبذب العائد المتولد عنها .

إنّ ارتفاع سعر الفائدة وانخفاضه له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية، فارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار السندات، وان استثمار المصرف لجانب كبير من موارده في الأوراق المالية طويلة الأجل لا يؤمن عواقبه، إذ يتعرض المصرف إلى المخاطر السوقية

وبالتالي يتكبد خسائر كبيرة ، فارتفاع سعر الفائدة وقت اضطرار المصرف لبيعها يترتب عليه انخفاض في أسعار السندات .

وأن يأخذ المصرف المستثمر بنظر الاعتبار مخاطر السيولة من خلال مدى دقة الإدارة في تقدير احتياجات المصرف من السيولة بحيث لا يضطر إلى البيع السريع للأوراق المالية مما يترتب على ذلك المخاطر والخسائر.

وأيضاً من المخاطر التي تحيط بالمصارف وهي مخاطر عدم قدرة الجهة التي أصدرت السندات على سداد قيمتها في المواعيد المقررة. وبالتالي فعلى المصارف أن تأخذ بنظر الاعتبار هذه المخاطر وإلا تعرّضت هذه المصارف إلى خسائر كبيرة قد تؤدي بخروجها من السوق تماماً، وتتأثر أيضاً أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية للبلد بصورة عامة.

ويتبيَّن من خلال مؤشرات التداول الرئيسة الموزعة قطاعياً في سوق العراق للأوراق المالية لعام ٢٠٠٦، أن القطاع المصرفي هو الأكثر تداولاً للأوراق المالية وله حصة الأسد في السوق. إذ بلغ عدد الأسهم المتداولة في السوق وحجم التداول للقطاع المصرفي لعام ٢٠٠٦، حسب الترتيب (٤٣٤٦٧١٦٧٢٨٨) سهم (١١٥٩٨٨٠٠٨٩٣٠) ديناراً، وهذا يعني أنّ سوق العراق للأوراق المالية تعتمد بصورة رئيسة على القطاع المصرفي. إذ بلغت الأهمية النسبية لتداول الأسهم ونسبة حجم التداول للقطاع المصرفي في السوق على التوالي (٧٥%) و(٧٩%) وبلغ عدد العقود المتداولة في السوق لهذا القطاع (٢٥٢٦٤) عقداً، ونسبة العقود إلى سائر العقود المتداولة في السوق إجمالا بلغت (٦٥,٤%) وعدد المؤسسات المصرفية المتداول أسهمها ومن ضمنها المصارف عينة الدراسة (١٧) مؤسسة مصرفية.

فهناك فارق كبير جدّاً لمؤشرات التداول الرئيسة للقطاع المصرفي قياساً بمؤشرات التداول للشركات المساهمة للقطاعات الأخرى التي تعمل في سوق العراق للأوراق المالية والجدول (١٣) يبيَّن مؤشرات التداول الرئيسة للقطاع المصرفي قياساً بمؤشرات التداول للقطاعات الأخرى للعام ٢٠٠٦.

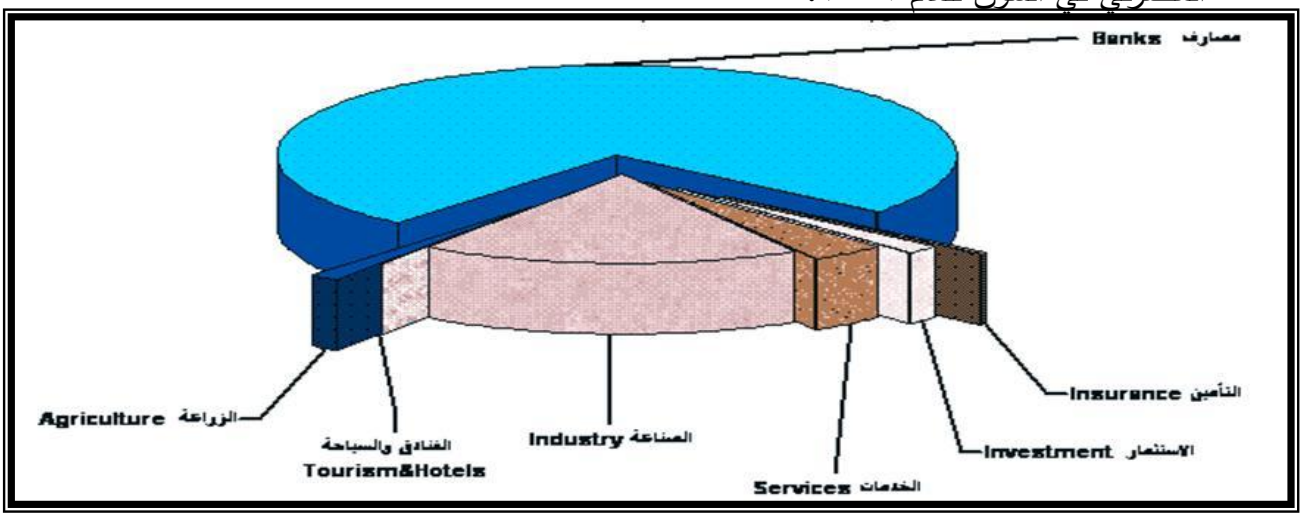
جدول (١٣) مؤشرات التداول الرئيسة موزعة قطاعياً لعام ٢٠٠٦

القطاع	عدد الأسهم المتداولة	الأهمية النسبية (%)	حجم التداول	الأهمية النسبية (%)	عدد العقود	الأهمية النسبية (%)	عدد الشركات المتداولة	عدد الشركات المدرجة
المصارف	٤٣،٤٦٧،١٦٧،٢٨٨	٧٥,٠	١١٥،٩٨٨،٠٠٨،٩٣٠	٧٩,٠	٢٥٢٦٤	٦٥,٤	١٧	١٨
التأمين	١٧٨،٤٥٦،٦٥٣	٠,٣	٥٢٢،٧٣٧،٥٧٨	٠,٤	١٨٣	٠,٥	٣	٤
الاستثمار	١،٠٠٩،٦١٧،٩٤١	١,٧	٢،٢١٩،٨٩٨،٤٨٦	١,٥	٦٣٦	١,٦	٩	٩
الخدمات	٢،١٠٠،٥٩٢،٦٨٠	٣,٦	٥،٩٦٧،٧٢٣،٤٥٠	٤,١	١٤٦٥	٣,٨	١١	١٣

الصناعة	١٠،٣٥٥،٣٧٣،٨٢٦	١٧,٩	١٨،١٩١،١٤٧،٣٤٣	١٢,٤	١٠٣٥٥	٢٦,٨	٢٧	٢٩
الفنادق والسياحة	١٢٩،٢٢٨،٧٤٠	٠,٢	٣،٣٠٤،٥٨٢،٥٢٤	٢,٢	٥٠٧	١,٣	١٠	١٠
الزراعة	٧٣٤،٤٧٠،٠٣٠	١,٣	٦٩٧،٢٨٥،٤٣٦	٠,٥	٢١٧	٠,٦	٧	١٠
المجموع	٥٧،٩٧٤،٩٠٧،١٥٨	١٠٠	١٤٦،٨٩١،٣٨٣،٧٤٨	١٠٠	٣٨٦٢٧	١٠٠	84	٩٣

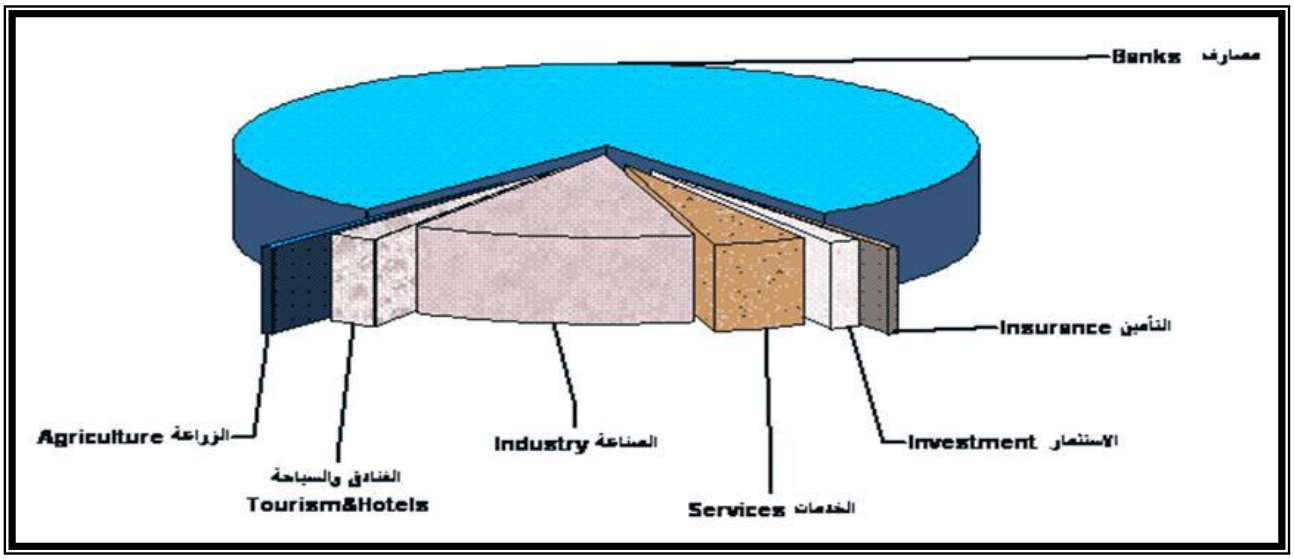
المصدر :(إعداد الباحث) بالاعتماد على www.isx-iq.net .

ويمكن بيان تداول المؤشرات الرئيسة للقطاع المصرفي قياساً بالقطاعات الأخرى المتداولة في السوق، من حيث عدد الأسهم المتداولة في السوق كما في الشكل (١٤) وكذلك من حيث حجم التداول كما في الشكل(١٥) اللذين يبينان حجم المساحة الكبيرة التي يحتلها تداول القطاع المصرفي في السوق للعام ٢٠٠٦.



شكل (١٤) نسبة عدد الأسهم المتداولة قطاعياً لعام ٢٠٠٦

Source: http://www.isx-iq.net/page/arabic/bulletin/year/2006/annual-report-2006.htm



شكل (١٥) نسبة حجم التداول قطاعياً لعام ٢٠٠٦

Source: http://www.isx-iq.net/page/arabic/bulletin/year/2006/annual-report-2006.htm

إنّ للأوضاع السياسية والاقتصادية وكذلك الوضع الأمني للبلد أثراً كبيراً في تداول الأوراق المالية وهذا بطبيعة الحال ينعكس على المناخ الاستثماري في السوق، إذ نلاحظ تحسن حياة المواطنين عام ٢٠٠٧ نتيجة تحسن الوضع السياسي والاقتصادي والأمني قياساً بعام ٢٠٠٦ مما أدّى إلى ارتفاع مؤشرات التداول الرئيسة للأسهم في السوق على نحوٍ عام وخصوصا عدد الأسهم المتداولة وحجم التداول عن مؤشرات التداول الرئيسة للعام الماضي، فارتفعت عدد الأسهم المتداولة بنسبة ١٦٤% كما ارتفع حجم تداول الأسهم إلى ١٩١% عن العام الماضي.

وتبيِّن مؤشرات التداول الرئيسة للقطاع المصرفي خلال عام ٢٠٠٧ فبلغ عدد الأسهم المتداولة (١٤٠٨٠٢٨٠٨١٣١) سهماً وكانت الأهمية النسبية لعدد الأسهم المتداولة٩٢%وهذه النسبة تؤكد أنَّ القطاع المصرفي يُعد العمود الفقري الذي يستند إليه سوق العراق المالي.

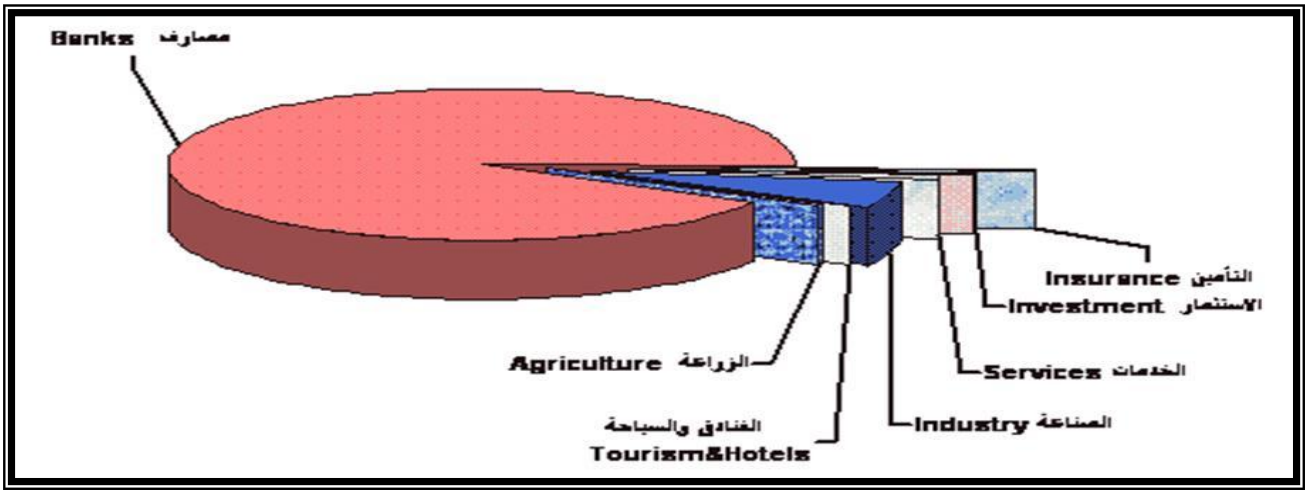
وإن حجم تداول المؤسسات المصرفية في السوق (٤٠٧١٧٥٤٠٤٥٦٦) ديناراً ونسبة حجم التداول للمصارف قياسا بحجم تداول السوق إجمالا بلغت ٩٥,٢% وأنَّ عدد العقود المتداولة وأهميتها النسبية بلغت على التوالي (٢١٧٠٦) عقود و٧٠,٣% وأنَّ عدد المؤسسات المصرفية المتداولة في السوق (١٩) مؤسسة مصرفية من أصل (١٩) مؤسسة مصرفية مدرجة في السوق، وهذا يعني تداول أسهم جميع المؤسسات المصرفية المدرجة في السوق خلال العام ٢٠٠٧. والجدول(١٤) يوضح أنَّ التداول في الأسهم من لدن القطاع المصرفي هو أضعاف تداول الأسهم من لدن القطاعات الستة الأخرى.

جدول (١٤) مؤشرات التداول الرئيسة موزعة قطاعياً لعام ٢٠٠٧

القطاع	عدد الأسهم المتداولة	الأهمية النسبية (%)	حجم التداول	الأهمية النسبية (%)	عدد العقود	الأهمية النسبية (%)	عدد الشركات المتداولة	عدد الشركات المدرجة
المصارف	140,802,808,131	92.0	407,175,404,566	95.2	21706	70.3	19	19
التأمين	122,781,401	0.08	203,685,407	0.05	46	0.1	4	4
الاستثمار	1,047,416,743	0.7	1,285,400,181	0.3	584	1.9	9	9
الخدمات	1,647,112,485	1.1	3,360,557,540	0.8	1226	4.0	11	14
الصناعة	8,408,477,707	5.5	9,774,040,224	2.3	6500	21.0	28	29
الفنادق والسياحة	196,803,788	0.1	4,949,414,619	1.2	674	2.2	9	10
الزراعة	765,575,630	0.5	618,963,577	0.15	149	2.2	5	9
المجموع	152,990,975,885	100	427,367,466,114	100	30885	100	85	94

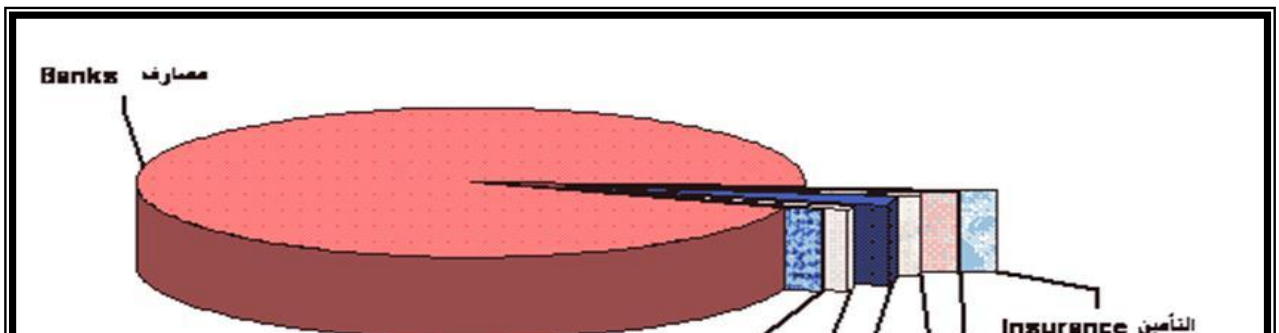
المصدر :(إعداد الباحث) بالاعتماد على www.isx-iq.net.

والشكلين(١٦) و(١٧) يوضّحان حجم المساحة الكبيرة من التداول لعدد الأسهم وحجم التداول للقطاع المصرفي قياساً بالقطاعات الستة الأخرى التي تعمل في السوق لعام ٢٠٠٧.



شكل (١٦) نسبة عدد الأسهم المتداولة قطاعيا لعام ٢٠٠٧

Source: http://www.isx-iq.net/page/arabic/bulletin/year/2007/annual-report-2007.htm



شكل (١٧) نسبة حجم التداول قطاعيا لعام ٢٠٠٧

Source: http://www.isx-iq.net/page/arabic/bulletin/year/2007/annual-report-2007.htm

ومما تقدَّم تتضح سيطرة القطاع المصرفي على التداول بنسب تجاوزت ٨٥% من عدد الأسهم المتداولة وحجم التداول في سوق العراق المالي حتى أضحى هذا القطاع القائد والمحرك الرئيس لعمليات التداول في السوق.

نلاحظ مؤشرات التداول الرئيسة الخاصة بالقطاع المصرفي في هذا السوق لعام ٢٠٠٦ وموقع المصارف عينة الدراسة في الجهاز المصرفي الخاص الذي يتكون من (١٨) مصرفاً مدرجةً في سوق العراق للأوراق المالية وقد تداول أسهم (١٧) مصرفاً على وفق ما موضح في الجدول(١٥) يتضح أنَّ عدد الأسهم المتداولة من لدن هذه المصارف، فنجد مصرف البصرة الدولي يحتل المركز الثاني بـ(٥٩٠٦١٠٣٧٩١) سهماً بعد المصرف العراقي الإسلامي، ويأتي بالمركز الثالث مصرف الاستثمار العراقي بـ(٤٦٧٤٥٤٦١٤١) سهماً، أمّا مصرف الوركاء للاستثمار فنصيبه المركز الرابع وعدد الأسهم المتداولة لهذا المصرف هي(٤٥٩٤٧٢٢٠١٢) سهم من أسهم السوق الإجمالي أمّا مصرف الشرق الأوسط ومصرف بغداد فيحتلان المركز السابع والثامن على التوالي وعدد الأسهم المتداولة لهذين المصرفين بحسب الترتيب هي (٣٤٦٠٥٢٢٩١٦) سهماً و(٢٦٨٢٤٢٣٦٤٢) سهماً.

أمّا ترتيب المصارف عينه الدراسة في القطاع المصرفي من حيث حجم التداول في السوق، فنلاحظ أنَّ مصرف الوركاء للاستثمار يكون نصيبه المركز الأول بحجم تداول (١٣٣٢٦٢٥٧٩٠٤) دينار من حجم تداول القطاع المصرفي في السوق، أمّا مصرف الشرق الأوسط فيأتي ثالثاً بعد المصرف العراقي الإسلامي بحجم تداول (١١٢٤٠٨٦٦٩٠٧) دينار ومصرف البصرة الدولي يقع بالمركز السادس بعد المصرف التجاري العراقي بحجم تداول (١٠٨٠١٨٧٣٤٢٩) دينار. أما المركز السابع والثامن فيكون من نصيب مصرف الاستثمار العراقي ومصرف بغداد ويكون حجم التداول من إجمالي حجم تداول القطاع المصرفي على التوالي هو (١٠٤٦٠٠٤٥٤٠٠) دينار و(٨٧٦١٢٦٥٩٦٦)ديناراً. أمّا من حيث عدد العقود

المبرمة للمصارف التي أُختيرت لغرض الدراسة فيكون ترتيبها داخل القطاع المصرفي على وفق ترتيب مصرف البصرة الدولي بالمركز الثاني بعد المصرف العراقي الإسلامي بـ(٢٩٢٢) عقد ويأتي مصرف الشرق الأوسط ثالثاً برصيد (٢٩١٤) عقداً، ويقع مصرف بغداد بالمركز الرابع بـ(٢٨٩٧) عقداً ونصيب مصرف الاستثمار العراقي المركز الخامس بـ(٢٥٦٤) عقداً ويأتي مصرف الوركاء للاستثمار بالمركز السابع بعد المصرف التجاري العراقي برصيد (٢٤٠٧) عقود، والجدول (١٥) يوضح المؤشرات الرئيسة للتداول للمصارف عينة الدراسة* للعام ٢٠٠٦.

جدول (١٥) موقع المصارف عينة الدراسة في القطاع المصرفي من حيث التداول لعام ٢٠٠٦

ت	اسم المصرف	عدد الأسهم المتداولة	حجم التداول (الدينار)	عدد العقود
1	المصرف التجاري العراقي	3679558134	10831319543	2511
2	مصرف بغداد	2682423642	8761265966	2897
3	المصرف العراقي الإسلامي	7214630981	11243924437	3124
4	مصرف الشرق الأوسط	3460522916	11240866907	2914
5	مصرف الاستثمار العراقي	4674546141	10460045400	2564
6	مصرف البصرة الدولي	5906103791	10801873429	2922
7	المصرف الأهلي العراقي	1235223526	3487370176	939
8	مصرف الائتمان العراقي	383303954	6367710779	231
9	مصرف دارا لسلام للاستثمار	783629525	11032293347	788
10	مصرف سومر التجاري	555572999	983888785	378
11	مصرف بابل	4476003031	6124434162	1125
12	مصرف الاقتصاد	512150868	4825726263	103
13	مصرف الخليج التجاري	754975397	1483633082	668
14	مصرف الوركاء للاستثمار	4594722012	13326257904	2407
15	مصرف الموصل للاستثمار	1245262083	2606594190	1026
16	مصرف الشمال	1308288288	2409804560	666
17	مصرف كورد ستان الدولي	250000	1000000	1
	مجموع قطاع المصارف	43467167288	115988008930	25264

المصدر: من(إعداد الباحث) بالاعتماد بيانات النشرة الإحصائية السنوية لسوق العراق المالي.

أمّا بالنسبة إلى مؤشرات التداول الرئيسة للقطاع المصرفي للعام ٢٠٠٧، إذ يتكون القطاع المصرفي الخاص الذي يعمل في سوق العراق المالي من (١٩) مصرفاً مدرجة في هذا السوق وقد تم تداول أسهم جميع المصارف المدرجة ويتبين موقع المصارف عينة الدراسة التي تتدرج من حيث الترتيب بحسب ما مؤشر إزاء كل مصرف كما في الجدول(١٦).

فمن حيث عدد الأسهم المتداولة في السوق يأتي مصرف الشرق الأوسط بالمركز الثاني بعد مصرف الشمال بـ(٨٢٠٣٠٣٠٣١٦) سهماً والمركز الثالث من نصيب مصرف الوركاء

* المصارف المظللة تمثّل المصارف عينة الدراسة.

للاستثمار بـ(٧٨٠٣٩٣٤٣٧٤) سهماً، أمّا المركز الرابع والخامس في عدد الأسهم المتداولة من حصة مصرف الاستثمار العراقي ومصرف بغداد بحسب الترتيب وتكون حصة مصرف الاستثمار العراقي (٦٨٧٤٢٣٧٤٧٧) سهماً وحصة مصرف بغداد (٥٦٧٢٠٨٤٦٣٥) سهماً ويأتي مصرف البصرة الدولي بالمركز السادس برصيد (٥٦٠٧١٣٣٨٦٥) سهماً.

ويكون موقع المصارف عينة الدراسة من حيث حجم التداول للقطاع المصرفي إجمالاً فيأتي بالمركز الثاني مصرف الشرق الأوسط بعد مصرف الشمال بـ(١٩٨٤٣٥٤٩٥٧١) دينار وحصة مصرف بغداد المركز الثالث بـ(١٥٣٢٢٩٢٨١٢٩) ديناراً ويأتي بعده بالمركز الرابع مصرف الوركاء للاستثمار بـ(١٣١٠٤٩٠٨٩٦١) ديناراً. أمّا مصرف الاستثمار العراقي فيأتي بالمركز الخامس بحجم تداول (٩٨٤٦٧٨٢٣٧٤) ديناراً ومصرف البصرة الدولي يقع بالمركز السابع بعد مصرف كردستان بحجم تداول(٧١٩٧٨١٦٦٣٧) ديناراً من حجم تداول القطاع المصرفي الذي يعمل في سوق العراق المالي.

وعدد العقود المبرمة في السوق للمصارف التي اختيرت عينةً للدراسة فعدد العقود المبرمة لمصرف الوركاء للاستثمار بالمركز الأول بـ(٣١١٤) عقداً، وعدد العقود المبرمة لمصرف الاستثمار العراقي بالمركز الثاني بـ(٣٠٥٧) عقداً. أمّا مصرف الشرق الأوسط فيقع بالمركز الثالث في عدد العقود المبرمة بـ(٢٤٨٩) عقداً، ويأتي بالمركز الرابع في عدد العقود المبرمة مصرف البصرة الدولي بـ(٢١٤٩) عقداً. أمّا حصة مصرف بغداد في عدد العقود المبرمة المركز الخامس بـ(١٧١٩) عقداً، والجدول(١٦) يبين مؤشرات التداول الرئيسة للمصارف عينة الدراسة وموقعها، من حيث التداول في القطاع المصرفي الخاص في سوق العراق المالي للعام ٢٠٠٧ .

جدول (١٦) موقع المصارف عينة الدراسة في القطاع المصرفي من حيث التداول لعام ٢٠٠٧

ت	اسم المصرف	عدد الأسهم المتداولة	حجم التداول (الدينار)	عدد العقود
1	المصرف التجاري العراقي	2768397072	4640065700	1596
2	مصرف بغداد	5672084635	15322928129	1719
3	المصرف العراقي الإسلامي	4066606212	3889841404	1509
4	مصرف الشرق الأوسط	8203030316	19843549571	2489
5	مصرف الاستثمار العراقي	6874237477	9846782374	3057
6	مصرف البصرة الدولي	5607133865	7197816637	2149
7	المصرف الأهلي العراقي	3226832695	3521913001	730
8	مصرف الائتمان العراقي	289729608	1098749922	199
9	مصرف دارا لسلام للاستثمار	285645736	1891980705	458
10	مصرف سومر التجاري	2085718525	2165718861	492
11	مصرف بابل	3207079223	3802458278	919
12	مصرف الاقتصاد	273549601	590863789	51
13	مصرف الخليج التجاري	911820848	1317055871	401
14	مصرف الوركاء للاستثمار	7803934374	13104908961	3114
15	مصرف الموصل	2345198688	2652824168	687
16	مصرف الاتحاد العراقي	661723160	637760329	351
17	مصرف الشمال	76833689411	299288114603	1298
18	مصرف كورد ستان	4568404270	9457220998	368
19	مصرف آشور الدولي	5117992415	6904851267	119
	مجموع قطاع المصارف	140802808131	407175404566	21706

المصدر: من(إعداد الباحث) بالاعتماد بيانات النشرة الإحصائية السنوية لسوق العراق المالي.

نلاحظ أن مؤشرات التداول الرئيسة للمصارف عينة الدراسة لعام ٢٠٠٦ مقارنة بعام ٢٠٠٧ فكان عدد الأسهم المتداولة لمصرف بغداد قد ارتفع في عام ٢٠٠٧ بنسبة ١١١% وكذلك ارتفع حجم التداول أيضاً بنسبة ٧٥% عن العام الماضي وارتفع عدد الأسهم المتداولة لمصرف الشرق الأوسط في عام ٢٠٠٧ بنسبة ١٣٧% وحجم التداول ارتفع بنسبة ٧٦% عن حجم تداول العام الماضي، و ارتفع عدد الأسهم المتداولة في السوق لمصرف الاستثمار العراقي في ٢٠٠٧ بنسبة ٤٧%، أمّا حجم التداول قد انخفض في العام نفسه بنسبة ٦%، أمّا مؤشرات تداول عدد الأسهم وحجم التداول لمصرف البصرة الدولي في عام ٢٠٠٧ فقد انخفض على التوالي بنسبة (٥%) و(٣٣%) عن العام الماضي. وارتفعت مؤشرات تداول عدد الأسهم لمصرف الوركاء للاستثمار في عام ٢٠٠٧ بنسبة ٧٠% عن عدد الأسهم المتداولة في العام الماضي، ولكن حجم التداول لهذا المصرف أنخفض في العام ٢٠٠٧ عن العام الماضي بنسبة ١% . ويتبيَّن أنَّ اغلب مؤشرات تداول المصارف عينة الدراسة سواء أكان التداول في عدد الأسهم أم في حجم التداول قد ارتفعت في عام ٢٠٠٧ عن العام الماضي وأنَّ سبب ارتفاع مؤشرات التداول في عام ٢٠٠٧ نتيجة استقرار الوضع الأمني وتحسن الوضع الاقتصادي والسياسي للبلد.

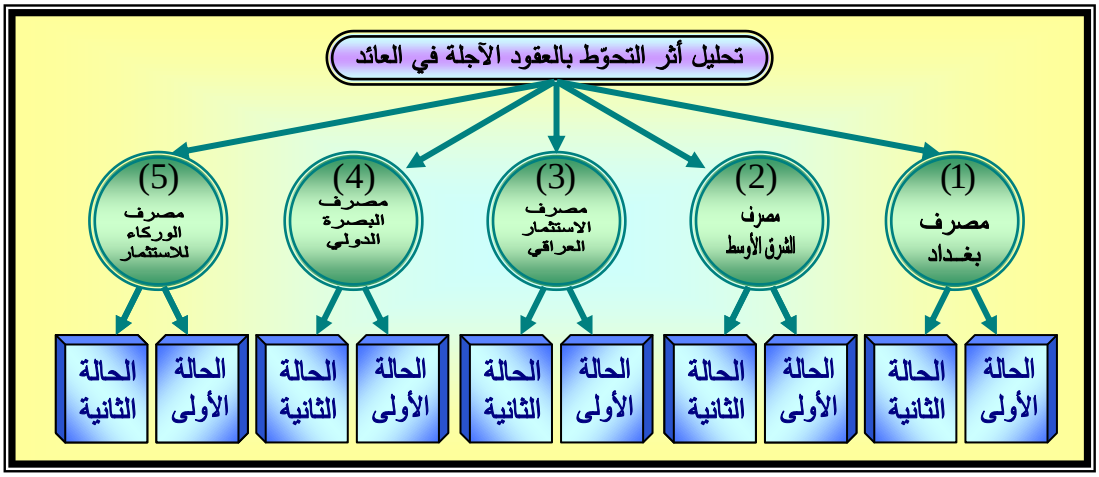
المبحث الثاني

تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد للمصارف قيد الدراسة

Analysis of Effect of Hedging By Forward contracts on Returning of the Banks In Study

في هذا الفصل أُجريَّ الجزء العملي من الدراسة، إذ تمّ البحث في إمكانية قيام المصارف التي انتخبت عيّنةً للدراسة في تطبيق الأفكار المتعلّقة بتطوير العمل بالعقود الآجلة من خلال اعتماد منهج ستراتيجيات التحوّط على انَّه إجراء احترازي، تسعى من خلاله المصارف إلى المحافظة على حقوقها والتزاماتها المالية التي يتم التعامل بها في أسواق المال، ومن أجل توضيح هذه الفكرة، توجّه الباحث إلى البحث في ما هو كائن في المصارف عيّنة الدراسة، إذ تمّ عرض ذلك في المبحث الأول، وفي هذا المبحث اقتبست الأفكار التي على أساسها تمّ بناء ما ينبغي أن يكون عليه الحال في المستقبل، لذا إنّ ذلك يتطلّب الاتجاه نحو المنهج الكمّي في إدارة الأعمال، وبالتحديد اختيار أسلوب محاكاة أو التماثل للواقع المطلوب، بكلام آخر أن المحاكاة في العينة قيد الدراسة تعني تصميم واقع افتراضي مقارب أو مشابه للواقع الفعلي، من حيث البيانات وسياقات العمل في السوق، ، تقدِّم في نهاية المطاف صورة متكاملة عمّا سوف تكون عليه الحال في المستقبل، فيما لو توفّرت الظروف الملائمة وتوفّرت الرغبات للبيع والشراء لدى الأطراف الخارجية، ويمكن الإطلاع على النشرة السنوية لأسعار الأسهم المتداولة ومعدلاتها في سوق العراق للأوراق المالية انظر الملحقين (٢، ٣)

إنَّ مثل هذا التصميم أو الصورة من شأنها أن تضع بين يدي متخذ القرار (المدير المالي)، كلّ ما يحتاجه من متطلبات اتخاذ القرار بخصوص الموافقة على إجراء عملية بيع أو شراء آجل أو مستقبلي للأوراق المالية. وفي الفقرات التي سوف ترد في أدناه، يُجرى تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة فيما يمكن أن تحقق المصارف عيّنة الدراسة من عائدات لمدة سنتين لكل مصرف من المصارف التي أُختيرت، كما هو واضح في الشكل (١٨).



شكل (١٨) حالات تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد للمصارف قيد الدراسة

ولغرض إجراء الدراسة فقد عُدَّ السعر الحاضر في تاريخ التنفيذ هو السعر الآجل وهكذا ولجميع المصارف، وأنَّ العقود الآجلة لا تخضع إلى تنميط البورصات العالمية لذا يفصّل العقد الآجل بحسب رغبة الطرفين المتعاقدين بالاتفاق على مدّة العقد وحجمه ونوعية الأوراق المالية محل التعاقد.

ولأنَّ المصارف قيد الدراسة هي مصارف غايتها تحقيق الربح وتخفيض الخسارة من خلال بيع الأسهم وشرائها، وبالتالي فإن المصارف تتخذ الستراتيجية المناسبة لتحوّط مركزها النقدي، سواء أكانت ستراتيجية تحوّط طويل أم ستراتيجية تحوّط قصير باستخدام العقد الآجل، وقد اعتمدت مدّة أربعة أشهر، مدّة العقد الواحد، أي تكون ست مدد لكل مصرف وبهذا فإن أشهر التداول هي (نسيان، آب، كانون الأول) من كل عام،وبهذا قسمت الجداول كل أربعة أشهر إذ تعبر هذه الأرقام عن أسعار محسوبة بالدينار العراقي، وقد اعتمدت السنة الأولى (2006)، هي عملية بيع الأوراق المالية، ذلك بأنَّ المصرف يمتلك الأوراق المالية، وخوفاً من انخفاض أسعارها اتخذ المصرف ستراتيجية تحوّط قصير لهذه السنة أي استخدم ستراتيجية التحوط التام القصير، أمّا في السنة الثانية (2007) فهي عملية شراء الأوراق المالية،على أنَّ المصرف يحتاج الأوراق المالية في وقتٍ لاحق لأي سبب من الأسباب، وخوفاً من ارتفاع أسعار الأسهم اتخذ المصرف ستراتيجية التحوّط التام الطويل. ومما تجدر الإشارة إليه إنَّ تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة اعتماداً على الأدبيات المالية التي ذكرت في الجانب النظري أشارت على أنَّ أغلب العقود الآجلة تنفذ في تاريخ التنفيذ، إذ بلغت نسبة العقود الآجلة التي تنفذ في موعد التنفيذ المقرر في العقد الآجل حوالي أكثر من 95%، لذا إنَّ تحليل أثر التحوّط بهذه العقود يتم وفقاً لذلك.

أولاً: تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد لمصرف بغداد

لأجل إجراء هذا التحليل اعتمدت بيانات مصرف بغداد الفعلية الواردة في الجدول (17) الذي يعرض الأسعار الحاضرة والأسعار الآجلة، إذ نلاحظ تقلّبات الأسعار الحاضرة بالارتفاع تارة والانخفاض تارة أخرى، وهذه التقلبات في الأسعار الحاضرة من الممكن أن تعرّض المصرف إلى المخاطرة السوقية لأنه يمتلك مركز حاضر فقط ، ولكن عند الدخول بستراتيجية التحوّط سواء أكان التحوط قصيراً أم طويلاً.

جدول (17) سلوك الأسعار الحاضرة والآجلة– مصرف بغداد

العقد	الأشهر	الأسعار الحاضرة	الأسعار الآجلة
عقد نيسان 2006	1	5.800	5.800
	2	4.300	
	3	3.600	
	4	3.850	3.850
عقد آب 2006	5	3.800	3.800
	6	2.900	
	7	2.500	
	8	2.200	2.200
عقد كانون الأول 2006	9	2.500	2.500
	10	2.350	
	11	2.050	
	12	2.050	2.050
عقد نيسان 2007	13	1.800	1.800
	14	2.050	
	15	2.850	
	16	2.550	2.550
عقد آب 2007	17	2.150	2.150
	18	2.250	
	19	3.150	
	20	3.000	3.000
عقد كانون الأول 2007	21	2.550	2.550
	22	2.800	
	23	2.300	
	24	2.700	2.700

الحالة الأولى: ستراتيجية التحوط القصير

إذا كان مصرف بغداد يمتلك الأوراق المالية،وخوفاً من انخفاض أسعار الأسهم في المستقبل فيتّخذ المصرف ستراتيجية تحوّط قصير(بيع الأسهم).

إذ يبيّن الجدول (18) تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد الذي من الممكن أن يحصل عليه مصرف بغداد، أي بيان الربح والخسارة المتحققة من المركزين النقدي والآجل، فمن خلال هذه الستراتيجية حقق المصرف أرباحاً من العقود نيسان وآب وكانون الأول(2006)

وتخفيض خسائر المراكز النقدية للعقود الثلاثة وبهذا فان المصرف المتحوط قد تخلصَّ من مخاطر تقلبات الأسعار المستقبلية.

فنتيجة تحليل أسعار العقود الآجلة نيسان، آب وكانون الأول (2006) كانت الأسعار الحاضرة والآجلة في تاريخ التنفيذ منخفضة عن الأسعار الحاضرة والآجلة وقت الإبرام،وبالتالي فان هذا الانخفاض في الأسعار حسب ما هو متوقع من المصرف، لذلك حقق أرباحا من العقود الثلاثة على التوالي1.950 ,1.600،0.450 دينار للسهم الواحد ،ولكن بالمقابل كانت هناك خسائر ناتجة من المراكز الحاضرة لهذه العقود تقابل تماماً الأرباح المتحققة لان أسعار بيع الأسهم في السوق الحاضر انخفضت عند التنفيذ، وبهذا فان ستراتيجية التحوط القصير قد أسهمت في القضاء على الخسائر التي لحقت بالمراكز النقدية، وبالتالي فان المصرف المتحوط قد حافظ على أسعار الأسهم من مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الأولى التي مفادها (استخدام ستراتيجية التحوط القصير في حالة انخفاض أسعار العقود الآجلة للأسهم مستقبلا يؤدي إلى حماية المستثمر من مخاطر تقلبات الأسعار).

جدول (18) نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود الآجلة في العائد لمصرف بغداد

$bT-b_0= (S_T-F_T)- (S_0 – F_0)$ =التحوّط القصير أو من خلال الأساس $(S_T-S_0) + (F_0-FT)$

العقد	المركز الآجل			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر الآجل اليوم F_0	السعر الآجل شهر التنفيذ FT	الربح/الخسارة من المركز الآجل	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ ST	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
نيسان 2006	5.800	3.850	1.950	5.800	3.850	(1.950)	صفر
آب 2006	3.800	2.200	1.600	3.800	2.200	(1.600)	صفر
كانون الأول 2006	2.500	2.050	0.450	2.500	2.050	(0.450)	صفر

* الأقواس تعني خسارة (بالسالب).

<u>الحالة الثانية: ستراتيجية التحوط الطويل</u>

إذا كان مصرف بغداد بحاجة إلى الأسهم بعد مدة أربعة أشهر لأي سبب من الأسباب فسوف يتّخذ ستراتيجية تحوّط طويل، أي شراء الأسهم من الآن، حتّى يتخلّص من مخاطر (خسائر) تقلبات أسعار الأسهم في المستقبل، إذ يبيَّن الجدول (19) تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود الآجلة في العائد الذي من الممكن أن يحصل عليه مصرف بغداد، فمن خلال استخدام هذه الستراتيجية حقق المصرف أرباحاً من العقود نيسان وآب وكانون الأول (2007).

إذ يبين تحليل الأسعار للعقود نيسان، آب وكانون الأول (2007) ارتفاع الأسعار الحاضرة والآجلة في تاريخ تنفيذ العقد ، إذ حقق المصرف المحتوط أرباحا نتيجة استخدامه ستراتيجية التحوط الطويل بهذه العقود على التوالي بلغت 0.750، 0.850، 0.150 دينار للسهم الواحد وهذه الأرباح تعوض تماماً الخسائر التي تعرضت لها المراكز النقدية في تاريخ التنفيذ وبهذا فان ستراتيجية التحوط الطويل أسهمت في التخلص من المخاطر(الخسائر) التي يتعرض لها المصرف مستقبلا.

فإذا قام المصرف بعملية الشراء الفوري للأسهم فان المصرف غير متأكد من ارتفاع أو انخفاض الأسعار في المستقبل أي انه يمتلك مركز حاضر فقط ولا يوجد ما يقابله من مركز آخر يعوض خسائر المركز الحاضر، وبهذا فان المصرف يتعرض إلى الخسائر ولكن عند الدخول بستراتيجية التحوط الطويل،أي شراء الأسهم من الآن فان المصرف يحمي نفسه من مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل لأنه يصبح لديه مركزين آجل وحاضر فإذ تعرض احد المركزين للخسائر فان أرباح المركز الآخر تعوض هذه الخسائر تماماً وهنا نلاحظ أن الأرباح المتحققة من المراكز الآجلة عوضت خسائر المراكز الحاضرة وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الثانية، والتي مفادها (استخدام ستراتيجية التحوط الطويل في حالة ارتفاع أسعار العقود الآجلة للأسهم مستقبلا يؤدي إلى حماية المستثمر من مخاطر تقلبات الأسعار).

جدول (19) نتائج أثر التحوّط الطويل بالعقود الآجلة في العائد لمصرف بغداد

$b_0-b_T= (S_0-F_0)- (S_T - F_T)$ =التحوّط الطويل أو من خلال الأساس $(S_0-S_T) + (F_T-F_0)$

العقد	المركز الآجل			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر الآجل اليوم F_0	السعر الآجل شهر التنفيذ FT	الربح/الخسارة من المركز الآجل	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ ST	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
نيسان 2007	1.800	2.550	0.750	1.800	2.550	(0.750)	صفر
آب 2007	2.150	3.000	0.850	2.150	3.000	(0.850)	صفر
كانون الأول 2007	2.225	2.700	0.150	2.550	2.700	(0.150)	صفر

ثانياً تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الشرق الأوسط

لإجراء هذا التحليل اعتمدت بيانات مصرف الشرق الأوسط الفعلية الواردة في الجدول (20) الذي يعرض سلوك الأسعار الحاضرة والآجلة ، إذ نلاحظ تقلّبات الأسعار بالارتفاع تارة

وبالانخفاض تارة أخرى. وهذا يبيَّن مدى تأثّر أسعار أسهم المصرف بالعوامل الاقتصادية والسياسية والأمنية المؤثرة في قرارات المستثمرين، من حيث إقبالهم على شراء أسهم المصرف وبيعها أو العزوف عن شرائها وبيعها، وهذا ما يعرّض المصرف إلى المخاطر السوقية، و للتخلّص من هذه المخاطر أو تخفيضها الدخول بستراتيجيات التحوّط بنوعيه الطويل أم القصير .

جدول (20) سلوك الأسعار الحاضرة والأسعار الآجلة– مصرف الشرق الأوسط

العقد	الأشهر	الأسعار الحاضرة	الأسعار الآجلة
عقد نيسان 2006	1	4.350	4.350
	2	4.850	
	3	4.400	
	4	4.200	4.200
عقد آب 2006	5	4.650	4.650
	6	4.350	
	7	4.450	
	8	2.200	2.200
عقد كانون الأول 2006	9	3.000	3.000
	10	2.800	
	11	2.450	
	12	2.000	2.000
عقد نيسان 2007	13	1.800	1.800
	14	2.050	
	15	2.750	
	16	2.550	2.550
عقد آب 2007	17	2.250	2.250
	18	2.450	
	19	2.850	
	20	3.000	3.000
عقد كانون الأول 2007	21	2.850	2.850
	22	2.450	
	23	2.200	
	24	2.400	2.400

الحالة الأولى: ستراتيجية التحوّط القصير

يتبيّن من الجدول (21) نتائج تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد المتحقق لمصرف الشرق الأوسط، فقد حقق المصرف أرباحاً من العقود نيسان، آب وكانون الأوّل (2006). فمن خلال سلوك أسعار العقود نيسان ، آب وكانون الأول(2006)،نلاحظ انخفاض الأسعار الحاضرة والآجلة في تاريخ التنفيذ عن الأسعار الحاضرة والآجلة وقت إبرام العقود ،وبهذا فان توقعات المصرف المتحوط كانت صحيحة، أي أن سلوك الأسعار كان حسب ما هو متوقع وبالتالي نتيجة استخدام ستراتيجية التحوط القصيرقد حقق المصرف أرباحا بلغت على التوالي 1.000,2.450,0.150 دينار للسهم الواحد ولكن في المقابل انخفاض أسعار المراكز الحاضرة في تاريخ التنفيذ مما سبب خسائر لهذه المراكز وهذه الخسائر يمكن تعويضها بالأرباح المتحققة من المراكز الآجلة ،وبالتالي فان المصرف قد تخلَّص من مخاطر انخفاض أسعار الأسهم في المستقبل ، وهذا ما يحقق قبول الفرضية الأولى.

جدول (21) نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الشرق الأوسط

العقد	المركز الآجل			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر الآجل اليوم F_0	السعر الآجل شهر التنفيذ FT	الربح/الخسارة من المركز الآجل	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ ST	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
نيسان 2006	4.350	4.200	0.150	4.350	4.200	(0.150)	صفر
آب 2006	4.650	2.200	2.450	4.650	2.200	(2.450)	صفر
كانون الأول 2006	3.000	2.000	1.000	3.000	2.000	(1.000)	صفر

الحالة الثانية: ستراتيجية التحوّط الطويل

يبيّن الجدول (22) تحليل أثر التحوّط الطويل للعقود الآجلة في العائد المتحقق لمصرف الشرق الأوسط، فمن خلال تحركات الأسعار الحاضرة والآجلة في عام 2007.

كانت الأسعار الآجلة والحاضرة لعقدي نيسان و آب(2007) وقت التنفيذ مرتفعة عنها وقت الابرام،أي كانت توقعات المصرف المتحوط صحيحة بخصوص ارتفاع الأسعار في المستقبل ونتيجة استخدام ستراتيجية التحوط الطويل عندما ترتفع الأسعار مستقبلا قد حققت أرباحا من العقود الآجلة بلغت على التوالي 0.750 , 0.750 دينار للسهم الواحد ، وهذه الأرباح تعوض تماماً الخسائر الناتجة من المراكز النقدية، بسبب ارتفاع أسعار شراء الأسهم في السوق الحاضر

، وبهذا فان المتحوط قد تخلص تماماً من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم في المستقبل ، وهذا ما يؤيّد قبول الفرضية الثانية.

أما في عقد كانون الأوّل (2007) ، نلاحظ أن أسعار العقود الآجلة والحاضرة لمصرف الشرق الأوسط في تاريخ التنفيذ منخفضة وان المصرف قد استخدم ستراتيجية التحوط الطويل وفي هذه الحالة عندما تنخفض الأسعار الآجلة في المستقبل ،أي عكس ما هو متوقع فان المصرف تعرض إلى خسارة مقدارها 0.450 دينار للسهم الواحد نتيجة هذا الانخفاض في أسعار الأسهم ولكن تم تعويض هذه الخسارة من ربح المركز الحاضر بسبب انخفاض أسعار شراء الأسهم في السوق الحاضر، وبالتالي يكون المتحوط قد تخلص من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم وهنا تتحقق الفرضية الثانية أيضاً.

جدول (22) نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الشرق الأوسط

العقد	المركز الآجل			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر الآجل اليوم F_0	السعر الآجل شهر التنفيذ FT	الربح/الخسارة من المركز الآجل	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ ST	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
نيسان 2007	1.800	2.550	0.750	1.800	2.550	(0.750)	صفر
آب 2007	2.250	3.000	0.750	2.250	3.000	(0.750)	صفر
كانون الأول 2007	2.850	2.400	(0.450)	2.850	2.400	0.450	صفر

ثالثاً: تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الاستثمار العراقي

لإجراء هذا التحليل اعتمدت بيانات مصرف الاستثمار العراقي الفعلية الواردة في الجدول (23) الذي يعرض سلوك الأسعار الحاضرة والآجلة في المستقبل ، إذ نلاحظ أن هناك (24) مشاهدة شهرية لتحركات الأسعار خلال العامين (2006، 2007)، فكانت تقلّبات الأسعار بالارتفاع تارة وبالانخفاض تارةً أخرى، وهذا يبيّن مدى تأثّر أسعار أسهم المصرف بالعوامل الاقتصادية والسياسية والأمنية المؤثرة في قرارات المستثمرين، من حيث إقبالهم أو عدم إقبالهم على شراء أو بيع أسهم المصرف ، وهذا ما يعرّض المصرف إلى المخاطر السوقية، ولغرض التخلّص من أو تخفيض هذه المخاطر من خلال الدخول في ستراتيجيات التحوّط المناسبة واتخاذ مركز مقابل للمراكز الحاضرة للحد من هذه المخاطر (الخسائر).

جدول (23) سلوك الأسعار الحاضرة والأسعار الآجلة– مصرف الاستثمار العراقي

العقد	الأشهر	الأسعار الحاضرة	الأسعار الآجلة	
عقد نيسان 2006	1	3.850	3.850	
	2	3.100		
	3	2.700		
	4	2.650	2.650	
عقد آب 2006	5	2.850	2.850	
	6	2.650		
	7	2.500		
	8	2.850	2.850	
عقد كانون الأول 2006	9	2.050	2.050	
	10	1.900		
	11	1.550		
	12	1.400	1.400	
عقد نيسان 2007	13	1.250	1.250	
	14	1.300		
	15	1.500		
	16	1.350	1.350	
عقد آب 2007	17	1.300	1.300	
	18	1.250		
	19	1.650		
	20	1.550	1.550	
عقد كانون الأول 2007	21	1.350	1.350	
	22	1.300		
	23	1.250		
	24	1.300	1.300	

الحالة الأولى: ستراتيجية التحوّط القصير

نتيجة استخدام هذه الستراتيجية من لدن مصرف الاستثمار العراقي، فقد حقق المصرف أرباحاً في عقدي نيسان وكانون الأول وتثبيت سعر عقد آب (2006) حتى تاريخ التنفيذ فالجدول (24) يوضّح الربح والخسارة من المركزين النقدي والآجل، إذ تبيّن من تحليل الأسعار لعقد نيسان وكانون الأول (2006) كانت الأسعار الآجلة والحاضرة منخفضة وقت التنفيذ وفي هذه الستراتيجية تتحقق الأرباح عند انخفاض الأسعار الآجلة مستقبلا، إذ بلغت الأرباح لهذين العقدين على التوالي1.200 ،0.650 دينار للسهم الواحد، وفي المقابل تكون هناك خسارة من المراكز

الحاضرة التي تقابل بالضبط المراكز الآجلة ،والسبب هو انخفاض أسعار بيع الأسهم في السوق الحاضر عند التنفيذ، وبهذا فان الأرباح المتحققة من العقود الآجلة تعوض خسائر المراكز الحاضرة وبالتالي فان ناتج هذه العملية يساوي صفر، و التخلص من مخاطر تقلبات الأسعار المستقبلية وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الأولى.

وفي عقد آب (2006) انخفضت أسعار الأسهم في شهر حزيران وتموز وارتفعت مرة اخرى حتى استقرت عند السعر 2.850 دينار للسهم الواحد وهو نفس السعر في بداية إبرام العقد وهنا لا يتحقق أي ربح ولا خسارة وفي هذه الحالة قد حافظ المتحوط على أسعار الأسهم من التقلبات المستقبلية وهذا ما يؤيد صحة الفرضية الأولى ايضاً.

جدول (24) نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الاستثمار العراقي

العقد	المركز الآجل			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر الآجل اليوم F_0	السعر الآجل شهر التنفيذ FT	الربح/الخسارة من المركز الآجل	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ ST	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
نيسان 2006	3.850	2.650	1.200	3.850	2.650	(1.200)	صفر
آب 2006	2.850	2.850	صفر	2.850	2.850	صفر	صفر
كانون الأول 2006	2.050	1.400	0.650	2.050	1.400	(0.650)	صفر

الحالة الثانية: ستراتيجية التحوّط الطويل

حقق مصرف الاستثمار العراقي نتيجة استخدام هذه الستراتيجية أرباحاً في العقود نيسان وآب عام (2007) إذ يبيّن الجدول (25) تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود الآجلة لمصرف الاستثمار العراقي، إذ يبين تحليل تحركات الأسعار في عقد نيسان وآب (2007) تحقيق الأرباح في العقود الآجلة والخسائر في المراكز الحاضرة نتيجة ارتفاع الأسعار الآجلة والحاضرة في تاريخ التنفيذ عن الأسعار الآجلة والحاضرة وقت الإبرام، وكانت توقعات المصرف صحيحة بخصوص ارتفاع الأسعار في المستقبل لعقدي نيسان وآب ونتيجة ذلك تحققت أرباح من هذين العقدين بلغت على التوالي0.250,0.100 دينار للسهم الواحد، وهذه الأرباح تقابل تماماً الخسائر الناتجة من المراكز الحاضرة بسبب ارتفاع أسعار شراء الأسهم في السوق الحاضر ، وبهذا فان المصرف المتحوط قد تخلص من مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الثانية.

أمّا عقد كانون الأول (2007) كانت توقعات المصرف عكس ما مرغوب به لان تحركات الأسعار الحاضرة والآجلة انخفضت وقت التنفيذ ،وبالتالي فان المصرف يتعرض إلى خسارة

مقدارها(0.050) دينار للسهم الواحد نتيجة استخدام العقد الآجل وهذه الخسارة يمكن تعويضها من أرباح المركز النقدي المقابل للعقد الآجل، لان سعر شراء السهم انخفض في السوق الحاضر وبهذا فان المصرف قد تخلص من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم المستقبلية وهنا تتحقق الفرضية الثانية أيضاً.

جدول (25) نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الاستثمار العراقي

العقد	المركز الآجل			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر الآجل اليوم F_0	السعر الآجل شهر التنفيذ FT	الربح/الخسارة من المركز الآجل	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ ST	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
نيسان 2007	1.250	1.350	0.100	1.250	1.350	(0.100)	صفر
آب 2007	1.300	1.550	0.250	1.300	1.550	(0.250)	صفر
كانون الأول 2007	1.350	1.300	(0.050)	1.350	1.300	0.050	صفر

رابعاً: تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد لمصرف البصرة الدولي

لإجراء هذا التحليل اعتمدت بيانات مصرف البصرة الدولي الفعلية الواردة في الجدول (26) الذي يعرض الأسعار وتقلّباتها لعامي 2006-2007، لذا يلجأ المصرف عادة إلى إتباع ستراتيجيات معينة لوقاية نفسه من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم التي يمتلكها المصرف أو سوف يمتلكها في وقت لاحق، فقد يتوقع المصرف انخفاض أو ارتفاع أسعار الأسهم بعد مدّة معيّنة، فيتجنّب المصرف هذه المخاطر (الخسائر) من خلال الدخول بستراتيجيات التحوّط المناسبة.

جدول (26) سلوك الأسعار الحاضرة والآجلة– مصرف البصرة الدولي

العقد	الأشهر	الأسعار الحاضرة	الأسعار الآجلة
عقد نيسان 2006	1	2.850	2.850
	2	2.500	
	3	2.300	
	4	1.800	1.800
عقد آب 2006	5	1.850	1.850
	6	1.500	
	7	1.150	
	8	1.100	1.100
عقد كانون الأول 2006	9	1.650	1.650
	10	1.400	
	11	1.300	
	12	1.150	1.150
عقد نيسان 2007	13	1.050	1.050
	14	1.300	
	15	1.350	
	16	1.200	1.200
عقد آب 2007	17	1.000	1.000
	18	1.050	
	19	1.500	
	20	1.450	1.450
عقد كانون الأول 2007	21	1.250	1.250
	22	1.150	
	23	1.050	
	24	1.000	1.000

الحالة الأولى: ستراتيجية التحوّط القصير

يبيّن الجدول (27) نتائج تحليل أثر التحوّط القصير باستخدام العقود الآجلة في تحقيق العائدات التي يحصل عليها مصرف البصرة الدولي، ففي العقود نيسان،آب وكانون الأول (2006) حصل المصرف على أرباح بلغت على التوالي1.050,0.750, 0.500 ٠دينار للسهم الواحد نتيجة انخفاض الأسعار الآجلة والحاضرة في تاريخ التنفيذ عنها وقت الابرام، فعندما يتوقع المصرف المتحوط انخفاض أسعار الأسهم في المستقبل يتخذ ستراتيجية التحوط القصير التام وقد تحققت توقعات المصرف فعلا وانخفضت أسعار الأسهم للعقود الآجلة والحاضرة في تاريخ التنفيذ وفي هذه الحالة أن أسعار البيع لهذه الأسهم أعلى من سعر شراءها،وبهذا فان المصرف قد حقق أرباح نتيجة استخدامه هذه الستراتيجية ولكن بالقابل هناك خسائر ناتجة من المراكز الحاضرة بسبب انخفاض الأسعار في السوق الحاضر والتي يمكن تعويضها من أرباح العقود

الآجلة ويكون ناتج هذه العملية صفر وبهذه الحالة فان المصرف المتحوط تخلص من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم المستقبلية وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الأولى.

جدول (27) نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود الآجلة في العائد لمصرف البصرة الدولي

العقد	المركز الآجل			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر الآجل اليوم F_0	السعر الآجل شهر التنفيذ FT	الربح/الخسارة من المركز الآجل	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ ST	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
نيسان 2006	2.850	1.800	1.050	2.850	1.800	(1.050)	صفر
آب 2006	1.850	1.100	0.750	1.850	1.100	(0.750)	صفر
كانون الأول 2006	1.650	1.150	0.500	1.650	1.150	(0.500)	صفر

الحالة الثانية: ستراتيجية التحوّط الطويل

يبيّن الجدول (28) نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل باستخدام العقود الآجلة على تحقيق العائدات التي ينبغي أن يحصل عليها مصرف البصرة الدولي فقد حقق المصرف أرباحاً من العقود نيسان وآب التي أُبرمت عام (2007) نتيجة استخدامه هذه الستراتيجية، ففي عقدي نيسان وآب (2007) ارتفعت الأسعار الآجلة والحاضرة في تاريخ التنفيذ وبالتالي فان المصرف في حالة ارتفاع الأسعار سوف يحقق أرباح ، فكانت توقعات المصرف بتحركات الأسعار بحسب ما متوقع وبالتالي فان المصرف حقق أرباح بلغت على التوالي0.450,0.150 دينار للسهم الواحد وهذه الأرباح تعوض تماماً خسائر المراكز الحاضرة ،وفي هذه الحالة فان المصرف المتحوط قد تخلص من مخاطر تقلبات الأسعار المستقبلية لأنه يمتلك مركزين في نفس الوقت مركز آجل ومركز حاضر وربح احدهما يعوض خسارة المركز الآخر وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الثانية.

أما في عقد كانون الأول (2007) كانت الأسعار الآجلة والحاضرة وقت التنفيذ منخفضة ،أي عكس ما توقعه المصرف المتحوط ، وفي هذه الحالة تكبد المصرف خسارة من العقد الأجل بلغت (0.250) دينار للسهم الواحد، بسبب انخفاض الأسعار للعقود الآجلة وقت التنفيذ ويمكن تعويض هذه الخسارة من المركز النقدي بسبب انخفاض أسعار شراء الأسهم في السوق الحاضر وقت التنفيذ ،وبهذه الطريقة قد تم التخلص من تقلبات الأسعار المستقبلية وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الثانية.

جدول (28) نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود الآجلة في العائد لمصرف البصرة الدولي

العقد	المركز الآجل			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر الآجل اليوم F_0	السعر الآجل شهر التنفيذ FT	الربح/الخسارة من المركز الآجل	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ ST	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
نيسان 2007	1.050	1.200	0.150	1.050	1.200	(0.150)	صفر
آب 2007	1.000	1.450	0.450	1.000	1.450	(0.450)	صفر
كانون الأول 2007	1.250	1.000	(0.250)	1.250	1.000	0.250	صفر

خامساً: تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الوركاء للاستثمار

لإجراء هذا التحليل اعتمدت بيانات مصرف الوركاء الفعلية الواردة في الجدول (29) الذي يعرض سلوك الأسعار الحاضرة والآجلة ، إذ نلاحظ تقلبات الأسعار الحاضرة من شهر إلى آخر خلال العامين (2006 ، 2007) لذا يلجأ المصرف عادة إلى إتباع ستراتيجيات معينة بهدف وقاية نفسه من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم التي يمتلكها المصرف أو سوف يمتلكها في وقت لاحق.

جدول (29) سلوك الأسعار الحاضرة والآجلة– مصرف الوركاء للاستثمار

العقد	الأشهر	الأسعار الحاضرة	الأسعار الآجلة
عقد نيسان 2006	1	5.550	5.550
	2	4.700	
	3	4.300	
	4	3.900	3.900
عقد آب 2006	5	3.850	3.850
	6	3.750	
	7	2.800	
	8	2.750	2.750
عقد كانون الأول 2006	9	2.500	2.500
	10	2.350	
	11	1.900	
	12	1.900	1.900
عقد نيسان 2007	13	1.650	1.650
	14	1.700	
	15	1.900	
	16	1.700	1.700
عقد آب 2007	17	1.700	1.700
	18	1.750	
	19	1.700	
	20	1.800	1.800
عقد كانون الأول 2007	21	1.600	1600
	22	1.550	
	23	1.400	
	24	1.350	1.350

الحالة الأولى: ستراتيجية التحوّط القصير

يبيّن الجدول (30) نتائج تحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة في تحقيق العائدات التي يحصل عليها مصرف الوركاء، فقد حقق المصرف أرباحاً من العقود نيسان، آب، كانون الأوّل (2006) نتيجة استخدامه ستراتيجية التحوّط القصير، ففي العقود نيسان وآب وكانون الأول(2006) كانت الأسعار الحاضرة والآجلة منخفضة في تاريخ التنفيذ عنها وقت الإبرام ، وفي حالة انخفاض الأسعار الآجلة والحاضرة في نفس الوقت سوف يحقق المصرف أرباحاً نتيجة استخدامه

ستراتيجية التحوط القصير التام(بيع الأسهم) وهذه الأرباح بلغت على التوالي 0.600,1.100,1.650 دينار للسهم الواحد لان توقعات المصرف بانخفاض أسعار الأسهم مستقبلا كانت صحيحة ،وفي المقابل تتعرض المراكز النقدية نتيجة هذا الانخفاض في أسعار الأسهم إلى خسائر وهذه الخسائر يمكن تعويضها من أرباح المراكز الآجلة عند تنفيذ العقود ،وبهذا استطاع المصرف أن يتحوط من المخاطر عند استخدام التحوط القصير التام لأنه يمتلك مركزين في آنٍ واحد مركز نقدي ومركز آجل وبنفس السعر والكمية وتاريخ التنفيذ وبهذا فان ناتج هذه العملية يساوي صفر وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الأولى.

جدول (30) نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الوركاء للاستثمار

العقد	المركز الآجل			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر الآجل اليوم F_0	السعر الآجل شهر التنفيذ FT	الربح/الخسارة من المركز الآجل	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ ST	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
نيسان 2006	5.550	3.900	1.650	5.550	3.900	(1.650)	صفر
آب 2006	3.850	2.750	1.100	3.850	2.750	(1.100)	صفر
كانون الأول 2006	2.500	1.900	0.600	2.500	1.900	(0.600)	صفر

الحالة الثانية: ستراتيجية التحوّط الطويل

يبيّن الجدول (31) تحليل أثر التحوّط الطويل باستخدام العقود الآجلة لتحقيق العائدات التي يسعى مصرف الوركاء للحصول عليها، ففي عقدي نيسان وآب (2007) كانت الأسعار الحاضرة والآجلة مرتفعة وقت التنفيذ عن الأسعار الحاضرة والآجلة في بداية مدة العقدين، وفي حالة ارتفاع الأسعار الحاضرة والآجلة وقت التنفيذ فان المصرف المتحوط يحقق أرباح نتيجة استخدامه ستراتيجية التحوط الطويل ،بكلام آخر إن توقعات المصرف بخصوص ارتفاع الأسعار في المستقبل كانت صحيحة، وبهذا فقد حقق المصرف أرباحاً من العقدين الآجلين بلغت على التوالي 0.100,0.050 دينار للسهم الواحد، وهذه الأرباح تعوض خسائر المراكز الحاضرة التي تقابلها نتيجة ارتفاع أسعار الأسهم في السوق الحاضر عند التنفيذ، وبهذا فان المصرف قد تخلص من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم مستقبلا والسبب هو أن المصرف يمتلك مركزين في وقت واحد مركز نقدي ومركز آجل وبنفس السعر والكمية وتاريخ التنفيذ ،أي أن أرباح المركز الآجل تعوض خسائر المركز النقدي وبالعكس، وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الثانية.

أمّا في عقد كانون الأوّل (2007) نلاحظ انخفاض الأسعار الحاضرة والآجلة وقت التنفيذ وهذا عكس ما يتوقعه المصرف المتحوط وبالتالي فانه يتعرض إلى خسارة من المركز الآجل

نتيجة هذا الانخفاض في أسعار الأسهم مقدارها (0.250) دينار للسهم الواحد ،وبما انه يوجد مركز حاضر يقابل المركز الآجل فان هذه الخسارة يمكن تعويضها من المركز الحاضر عند تنفيذ العقد وبالتالي يكون ناتج هذه العملية يساوي صفر، وبهذه الحالة فان المصرف المتحوط استطاع أن يحمي نفسه من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم في المستقبل وهنا تتحقق الفرضية الثانية أيضاً.

جدول (31) نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود الآجلة في العائد لمصرف الوركاء للاستثمار

العقد	المركز الآجل			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر الآجل اليوم F_0	السعر الآجل شهر التنفيذ FT	الربح/الخسارة من المركز الآجل	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ ST	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
نيسان 2007	1.650	1.700	0.050	1.650	1.700	(0.050)	صفر
آب 2007	1.700	1.800	0.100	1.700	1.800	(0.100)	صفر
كانون الأول 2007	1.600	1.350	(0.250)	1600	1.350	0.250	صفر

ويمكن إجمال قبول فرضيات الدراسة أو رفضها، الخاصّة بتحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة للمصارف قيد الدراسة من خلال الجدول (32).

جدول (32) ملخص بقبول أو رفض فرضيات الدراسة الخاصّة بتحليل أثر التحوّط بالعقود الآجلة

المصارف / الفرضيات	بغداد	الشرق الأوسط	الاستثمار العراقي	البصرة الدولي	الوركاء للاستثمار	نسبة القبول %
الأولى	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	100
الثانية	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	100

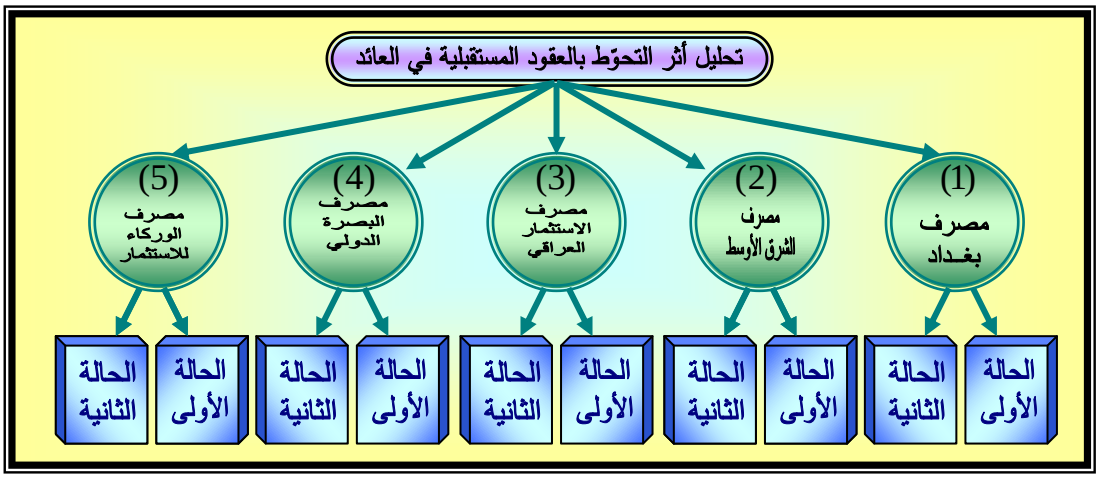
إذ يظهر من الجدول أن الفرضية الأولى والثانية تمّ تحقيقها في جميع المصارف عيّنة الدراسة.

المبحث الثالث

تحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية في العائد للمصارف قيد الدراسة

Analysis Effect of Hedging By Future Contracts on Returning of The Banks In Study

في هذا المبحث يتم تحليل ما سوف تكون عليه الحال في المستقبل بالنسبة للمصارف عينة الدراسة وذلك في إطار عملية محاكاة للواقع الفعلي، طبقاً للحالات الموضحة بالشكل(19).



شكل (19) حالات تحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية في العائد للمصارف قيد الدراسة

إذ يتم بيان سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية الفعلية لهذه المصارف مع بيان العائدات المتوقعة التي ستحصل عليها هذه المصارف، ومن أجل محاكاة الواقع صُممّت الجداول التي تبيّن سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية ، وكذلك الجداول التي تبيّن تحليل أثر التحوّط القصير والطويل باستخدام العقود المستقبلية في العائدات على وفق أسعار عامي (2006، 2007) التي تعبّر عمّا هو سائد في واقع الحال في تلك الفترة من أسعار الأسهم، وقد اعتمدت مدة ثلاثة أشهر مدة العقد الواحد، أي تكون ثمانية مدد لكل مصرف، لأنّ أشهر تداول العقود المستقبلية منمّطة في الأسواق العالمية التي تتعامل في مثل هكذا عقود وهي أشهر (آذار، حزيران، أيلول، كانون الأول) من كل عام، وبهذا قسمت الجداول كل ثلاثة أشهر، إذ تعبّر هذه الأرقام عن أسعار محسوبة بالدينار العراقي.

ولإجراء الدراسة عُدَّ السعر الحاضر قبل تاريخ التنفيذ هو السعر المستقبلي وهكذا للعقود الاخرى ولجميع المصارف عينة الدراسة، ومما تجدر الإشارة إليه أنَّ أغلب الأدبيات المالية التي عرضت بالجانب النظري تشير إلى ما هو معمول به في واقع الحال في البورصات العالمية، تبيّن على أن العقود المستقبلية نادراً ما تسلم وقت التنفيذ، ذلك بأنَّ أكثر من 95% من العقود القائمة في أسواق المال العالمية يتم تسويتها من خلال الصفقات العكسية قبل تاريخ التنفيذ، وبهذا فإنَّ تحليل أثر التحوّط باستخدام العقود المستقبلية يكون على وفق ذلك، أي يغلق العقد قبل تاريخ التنفيذ أي قبل الشهر الثالث من كل عقد.

أولاً: تحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف بغداد

لإجراء هذا التحليل اعتمدت بيانات مصرف بغداد الفعلية الواردة في الجدول (33) الذي يعرض سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية ، إذ تكون تحركات الأسعار بالانخفاض تارة والارتفاع تارة أخرى، ونتيجة ذلك سوف يحقق المصرف الأرباح والخسائر سواء أكان للمركز النقدي أو المركز المستقبلي، وإذا ما كانت التحركات لهذه الأسعار على وفق فرضيات الدراسة فتكون النتائج إيجابية، أمّا إذا كان خلاف ذلك فمن الطبيعي أن تكون نتائج تحليل أثر التحوّط سلبية.

جدول (33) سلوك الأسعار الحاضرة والأسعار المستقبلية– مصرف بغداد

العقد	الأشهر	الأسعار الحاضرة	الأسعار المستقبلية
عقد آذار 2006	1	5.800	5.800
	2	4.300	4.300
	3	3.600	
عقد حزيران 2006	4	3.850	3.850
	5	3.800	3.800
	6	2.900	
عقد أيلول 2006	7	2.500	2.500
	8	2.200	2.200
	9	2.500	
عقد كانون الأول 2006	10	2.350	2.350
	11	2.050	2.050
	12	2.050	
عقد آذار 2007	13	1.800	1.800
	14	2.050	2.050
	15	2.850	
عقد حزيران 2007	16	2.550	2.550
	17	2.150	2.150
	18	2.250	
عقد أيلول 2007	19	3.150	3.150
	20	3.000	3.000
	21	2.550	
عقد كانون الأول 2007	22	2.800	2.800
	23	2.300	2.300
	24	2.700	

الحالة الأولى:ستراتيجية التحوط الطويل

إذا كان مصرف بغداد بحاجة إلى الأسهم لأي سبب من الأسباب بعد مدة ثلاثة أشهر، فسوف يتّخذ ستراتيجية تحوّط طويل (شراء الأسهم من الآن)، حتّى يتخلّص من مخاطر (خسائر) ارتفاع أسعار الأسهم في المستقبل.

ويبيّن الجدول (34) تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود المستقبلية من خلال سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية في العائد المتحقق لمصرف بغداد، أي بيان الأرباح والخسائر المتحققة من المركز النقدي والمركز المستقبلي ، ففي العقود آذار ،حزيران،أيلول وكانون الأوّل (2006) كانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية في تاريخ التنفيذ منخفضة وهذا عكس ما متوقع من المصرف المتحوط ، لأن استخدام التحوط الطويل في حالة توقع المصرف بان الأسعار سوف ترتفع في المستقبل لكي يحقق الأرباح من هذه الستراتيجية وفي هذه الحالة تحقق من استخدام العقود المستقبلية آذار ،حزيران،أيلول وكانون الأوّل(2006) خسائر بلغت على التوالي (1.500),(0.050),(0.300),(0.300)دينار للسهم الواحد، والمصرف المتحوط في هذه الحالة يمتلك مراكز نقدية تقابل المراكز المستقبلية حقق منها أرباح بسبب انخفاض أسعار شراء الأسهم في السوق الحاضر ،وبالتالي يمكن تعويض هذه الخسائر من أرباح المراكز النقدية وفي هذه الحالة فان المصرف المتحوط قد تخلص تماماً من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم المستقبلية ، وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الثالثة التي مفادها (استخدام ستراتيجية التحوط الطويل في حالة ارتفاع أسعار العقود المستقبلية أو انخفاض الأسعار الحاضرة للأسهم مستقبلا يؤدي حماية المستثمر من مخاطر تقلبات الأسعار).

جدول (34) نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف بغداد

التحوّط الطويل $(s_o - s_t) + (f_t - f_o)$ أو من خلال الأساس $(b_0-b_t)=(S_0 - F_0)-(S_t-F_t)$

العقد	المركز المستقبلي			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر المستقبلي اليوم F_0	السعر المستقبلي شهر التنفيذ F_t	الربح/الخسارة من المركز المستقبلي	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ S_t	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
آذار 2006	5.800	4.300	(1.500)	5.800	4.300	1.500	صفر
حزيران 2006	3.850	3.800	(0.050)	3.850	3.800	0.050	صفر
أيلول 2006	2.500	2.200	(0.300)	2.500	2.200	0.300	صفر
كانون الأول 2006	2.350	2.050	(0.300)	2.350	2.050	0.300	صفر

الحالة الثانية:ستراتيجية التحوط القصير

إذا كان مصرف بغداد يمتلك الأوراق المالية وخوفاً من مخاطر انخفاض أسعار الأسهم في المستقبل فيتّخذ المصرف ستراتيجية تحوّط قصير (بيع الأسهم من الآن)، حتّى يتخلّص من مخاطر الانخفاض في أسعار الأسهم التي يمتلكها وتحويل هذه المخاطر إلى الطرف الآخر وهو المضارب.

إذ يبيَّن الجدول (35) نتائج تحليل أثر التحوّط القصير باستخدام العقود المستقبلية في العائدات التي يحصل عليها مصرف بغداد إذ حقق المصرف أرباحاً في جميع العقود حزيران، أيلول وكانون الأوّل (2007) وكانت الأسعار الحاضرة والآجلة وقت التنفيذ لعقد حزيران، أيلول، كانون الأوّل (2007) منخفضة عن الاسعار في بداية مدة العقد ، وهذه الستراتيجية تتخذ في حالة انخفاض الأسعار في المستقبل لتحقيق الأرباح ، وهذا يعني أن توقعات المصرف بخصوص تحركات الأسعار في المستقبل صحيحة وبالنتيجة تحققت أرباح من العقود حزيران، أيلول وكانون الأول بلغت على التوالي 0.500,0.150,0.400 دينار للسهم الواحد نتيجة استخدام ستراتيجية التحوط القصير ، ولكن بالمقابل تعرضت أسعار المراكز الحاضرة المقابلة لهذه العقود إلى الانخفاض في اسعار بيع الاسهم وبالتالي نتجت عنه خسائر للمراكز النقدية بنفس المقدار والتي يمكن تعويضها من أرباح العقود المستقبلية،وبهذا استطاع المصرف التخلص من مخاطر تقلبات الأسعار المستقبلية، وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الرابعة التي مفادها(استخدام ستراتيجية التحوط القصير في حالة انخفاض أسعار العقود المستقبلية للأسهم مستقبلا يؤدي إلى حماية المستثمر من مخاطر تقلبات الأسعار).

وفي عقد آذار (2007) كانت الأسعار الحاضرة والأسعار المستقبلية مرتفعة في تاريخ التنفيذ، وهذا يعني أن توقعات المصرف المتحوط بخصوص الأسعار في المستقبل غير صحيحة ، لأنه عندما يتخذ المصرف ستراتيجية التحوط القصير يتوقع بان الأسعار تنخفض في المستقبل ،وبالتالي فانه تعرض إلى خسارة مقدارها (0.250) دينار للسهم الواحد نتيجة استخدام العقد المستقبلي عكس ما متوقع، وبما أن المتحوط في هذه الحالة أصبح يمتلك مركزين في آنٍ واحد مركز نقدي ومركز مستقبلي فيمكنه أن يعوض خسارته من المركز النقدي المقابل لهذا العقد المستقبلي ،وبذلك فان المتحوط استطاع التخلص من مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل، وهنا تتحقق الفرضية الرابعة أيضا .

جدول (35) نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف بغداد

التحوّط القصير $(f_0 - f_t) + (s_t - s_0)$ أو من خلال الأساس $(b_t-b_0)=(S_t - F_t)-(S_0-F_0)$

العقد	المركز المستقبلي			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر المستقبلي اليوم F_0	السعر المستقبلي شهر التنفيذ F_t	الربح/الخسارة من المركز المستقبلي	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ S_t	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
آذار 2007	1.800	2.050	(0.250)	1.800	2.050	0.250	صفر
حزيران 2007	2.550	2.150	0.400	2.550	2.150	(0.400)	صفر
أيلول 2007	3.150	3.000	0.150	3.150	3.000	(0.150)	صفر
كانون الأول 2007	2.800	2.300	0.500	2.800	2.300	(0.500)	صفر

ثانياً: تحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الشرق الأوسط

لإجراء هذا التحليل اعتمدت بيانات مصرف الشرق الأوسط الفعلية الواردة في الجدول (36) الذي يعرض_سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية الفعلية لمصرف الشرق الأوسط، إذ نلاحظ تقلّبات الأسعار الحاضرة، بالارتفاع تارة وبالانخفاض تارة أخرى، وبالتالي يتعرض المصرف إلى المخاطر السوقية (الخسائر) نتيجة هذه التقلبات، لأنه يمتلك مركز واحد فقط وهو المركز الحاضر ولكن عند الدخول بستراتيجية التحوّط الطويل أو القصير يتمكن المصرف من تخفيض أو تجنّب هذه الخسائر، لأنه أصبح لديه مركز آخر يمكنه تعويض هذه الخسائر بالأرباح المتحققة منه وبالعكس.

جدول (36) سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية– مصرف الشرق الأوسط

العقد	الأشهر	الأسعار الحاضرة	الأسعار المستقبلية
عقد آذار 2006	1	4.350	4.350
	2	4.850	4.850
	3	4.400	
عقد حزيران 2006	4	4.200	4.200
	5	4.650	4.650
	6	4.350	
عقد أيلول 2006	7	4.450	4.450
	8	2.200	2.200
	9	3.000	

عقد كانون الأول 2006	10	2.800	2.800
	11	2.450	2.450
	12	2.000	
عقد آذار 2007	13	1.800	1.800
	14	2.050	2.050
	15	2.750	
عقد حزيران 2007	16	2.550	2.550
	17	2.250	2.250
	18	2.450	
عقد أيلول 2007	19	2.850	2.850
	20	3.000	3.000
	21	2.850	
عقد كانون الأول 2007	22	2.450	2.450
	23	2.200	2.200
	24	2.400	

الحالة الأولى: ستراتيجية التحوّط الطويل

يبيَّن الجدول (37) نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود المستقبلية في العائد المتحقق لمصرف الشرق الأوسط، ففي العقود آذار وحزيران (2006) كانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ مرتفعة عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت الإبرام، وهذا يعني أن توقعات مصرف الشرق الأوسط باتجاه الأسعار في المستقبل صحيحة،وفي هذه الستراتيجية عندما ترتفع الأسعار في المستقبل تتحقق الأرباح وفعلا تحققت أرباح من العقدين أعلاه بلغت على التوالي 0.450,0.500 دينار للسهم الواحد وهذه الأرباح تعوض خسائر المركزين الحاضرين المقابلين لهذه العقود، وبهذا تخلص المتحوط من مخاطر تقلبات الأسعار المستقبلية لأنه يمتلك مركزين في وقت واحد ، وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الثالثة.

وفي عقدي أيلول وكانون الأول (2006) كانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت تنفيذ العقد منخفضة عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت إبرام العقد، أي عكس ما هو متوقع باتجاه الأسعار في المستقبل وفي حالة انخفاض الأسعار عند استخدام ستراتيجية التحوط الطويل فان المصرف يتعرض إلى خسائر من العقدين أعلاه بلغت على التوالي (2.250),(0.350) دينار للسهم الواحد ،ولكن المصرف يمتلك مركز نقدي مقابل لكل عقد من العقدين المستقبليين تعوض هذه الخسائر وبالتالي فان المصرف حوَّط نفسه من مخاطر تقلبات الأسعار المستقبلية ، وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الثالثة.

.

جدول (37) نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الشرق الأوسط

العقد	المركز المستقبلي			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر المستقبلي اليوم F_0	السعر المستقبلي شهر التنفيذ F_t	الربح/الخسارة من المركز المستقبلي	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ S_t	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
آذار 2006	4.350	4.850	0.500	4.350	4.850	(0.500)	صفر
حزيران 2006	4.200	4.650	0.450	4.200	4.650	(0.450)	صفر
أيلول 2006	4.450	2.200	(2.250)	4.450	2.200	2.250	صفر
كانون الأول 2006	2.800	2.450	(0.350)	2.800	2.450	0.350	صفر

الحالة الثانية: ستراتيجية التحوط القصير:

يبيّن الجدول (38) نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود المستقبلية في العائد المتحقق لمصرف الشرق الأوسط، فنتيجة استخدام ستراتيجية التحوّط القصير من لدن مصرف الشرق الأوسط، فإنّه حقق أرباحاً من عقدي حزيران و كانون الأول وتجنب خسائر عقدي آذار وأيلول (2007).

ففي عقدي آذار وأيلول(2007) كانت الأسعار الحاضرة والأسعار المستقبلية وقت التنفيذ مرتفعة عنها وقت إبرام العقد، وهذا يعني أن توقعات المصرف باتجاه الأسعار عكس ما مرغوب به، لان ارتفاع الأسعار في حالة استخدام التحوط القصير يسبب خسائر للمصرف عند تنفيذ العقود المستقبلية في التاريخ المحدد وفعلا نتجت خسائر من العقدين أعلاه بلغت على التوالي (0.250),(0.150) دينار للسهم الواحد ويمكن تعويض المصرف هذه الخسائر من المراكز النقدية التي يمتلكها والتي تقابل هذه العقود ،وبذلك فان المصرف تجنب هذه الخسائر، وهذا ما يدعم قبول الفرضية الرابعة.

أمّا عقد حزيران وكانون الأول (2007) كانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ منخفضة عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت الإبرام، وعندما تنخفض الأسعار في المستقبل في هذه الستراتيجية سوف تتحقق الأرباح ، فقد حقق مصرف الشرق الأوسط أرباحا من العقدين أعلاه بلغت على التوالي 0.250,0.300 دينار للسهم الواحد، وبهذا فان توقعات مصرف الشرق الأوسط بخصوص انخفاض الأسعار في المستقبل كانت صحيحة ، أي حسب ما متوقع ، وبالمقابل تكون هناك خسائر ناتجة من المراكز الحاضرة المقابلة لهذين العقدين بسبب انخفاض

أسعار بيع الأسهم في السوق الحاضر، وبالنتيجة يمكن تعويض أو القضاء على هذه الخسائر من الأرباح المتحققة من العقود المستقبلية ، وبالتالي استطاع المصرف المتحوط تجنب تقلبات الأسعار المستقبلية ، وهذا ما يدعم قبول الفرضية الرابعة أيضاً.

جدول (38) نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الشرق الأوسط

العقد	المركز المستقبلي			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر المستقبلي اليوم F_0	السعر المستقبلي شهر التنفيذ F_t	الربح/الخسارة من المركز المستقبلي	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ S_t	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
آذار 2007	1.800	2.050	(0.250)	1.800	2.050	0.250	صفر
حزيران 2007	2.550	2.250	0.300	2.550	2.250	(0.300)	صفر
أيلول 2007	2.850	3.000	(0.150)	2.850	3.000	0.150	صفر
كانون الأول 2007	2.450	2.200	0.250	2.450	2.200	(0.250)	صفر

ثالثاً: تحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الاستثمار العراقي

لإجراء هذا التحليل اعتمدت بيانات مصرف الاستثمار العراقي الفعلية الواردة في الجدول (39) الذي يعرض سلوك الأسعار الحاضرة والأسعار المستقبلية ، إذ نلاحظ تقلّبات الأسعار الحاضرة بالارتفاع تارة وبالانخفاض تارة أخرى، ونتيجة هذه التقلبات في الأسعار من الممكن أن يتعرض المصرف إلى المخاطر السوقية (الخسائر) لأنه يمتلك مركز نقدي فقط وهو الأسعار الحاضرة، أما عند الدخول بستراتيجية التحوّط الطويل أو القصير أصبح المصرف لديه مركز آخر وهو المركز المستقبلي، وبالتالي خسائر المركز الأول تعوَّض من أرباح المركز الثاني وبالعكس ، وبالنتيجة تجنّب أو تخفيض المخاطر التي يتعرَّض لها المصرف.

جدول (39) سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية– مصرف الاستثمار العراقي

العقد	الأشهر	الأسعار الحاضرة	الأسعار المستقبلية
عقد آذار 2006	1	3.850	3.850
	2	3.100	3.100
	3	2.700	
عقد حزيران 2006	4	2.650	2.650
	5	2.850	2.850
	6	2.650	
عقد أيلول 2006	7	2.500	2.500
	8	2.850	2.850
	9	2.050	
عقد كانون الأول 2006	10	1.900	1.900
	11	1.550	1.550
	12	1.400	
عقد آذار 2007	13	1.250	1.250
	14	1.300	1.300
	15	1.500	
عقد حزيران 2007	16	1.350	1.350
	17	1.300	1.300
	18	1.250	
عقد أيلول 2007	19	1.650	1.650
	20	1.550	1.550
	21	1.350	
عقد كانون الأول 2007	22	1.300	1.300
	23	1.250	1.250
	24	1.300	

الحالة الأولى: ستراتيجية التحوّط الطويل

يبيّن الجدول (40) نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود المستقبلية في العائد المتحقق لمصرف الاستثمار العراقي، نتيجة استخدام استراتيجية التحوّط الطويل من لدن مصرف الاستثمار العراقي أسهمت في تحقيق الأرباح لكل من عقدي حزيران وأيلول (2006) وكذلك ساعدت على تجنب الخسائر لعقدي آذار وكانون الأول (2006).

ففي عقدي آذار وكانون الأول (2006). كانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ أدنى من الأسعار وقت إبرام العقد ن وفي حالة انخفاض الأسعار في تاريخ التنفيذ فينتج عنه خسائر عند استخدام التحوط الطويل ، وهذا يعني عكس ما متوقع من المصرف ،إذ بلغت خسائر عقدي آذار وكانون الأول(2006) على التوالي (0.750),(0.350) دينار للسهم الواحد ويمكن تعويض هذه الخسائر من أرباح المراكز النقدية المقابلة لهذين العقدين، وبهذا فان ستراتيجية التحوط الطويل ساعدت على حماية المصرف من مخاطر تقلبات الأسعار المستقبليةن وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الثالثة.

أمّا في عقدي حزيران وأيلول (2006) فقد كانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ مرتفعة عنها وقت إبرام العقد، أي حسب اتجاه توقعات المصرف المحتوط ، وفي حالة ارتفاع الأسعار عند استخدام ستراتيجية التحوط الطويل تتحقق الأرباح ، إذ تحققت أرباح من العقود المستقبلية حزيران وأيلول بلغت على التوالي 0.350,0.200 دينار للسهم الواحد ،وهذه الأرباح تعوض خسائر المركزين النقديين المقابلين لهذين العقدين عند التنفيذ بسبب ارتفاع أسعار الأسهم في السوق الحاضر ، وبما أن المصرف يمتلك مركزين حاضر ومستقبلي في آنٍ واحد قد ساعد على حماية نفسه من مخاطر تقلبات الأسعار ، وهذا ما يدعم صحة الفرضية الثالثة.

جدول (40) نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الاستثمار العراقي

العقد	المركز المستقبلي			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر المستقبلي اليوم F_0	السعر المستقبلي شهر التنفيذ F_t	الربح/الخسارة من المركز المستقبلي	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ S_t	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
آذار 2006	3.850	3.100	(0.750)	3.850	3.100	0.750	صفر
حزيران 2006	2.650	2.850	0.200	2.650	2.850	(0.200)	صفر
أيلول 2006	2.500	2.850	0.350	2.500	2.850	(0.350)	صفر
كانون الأول 2006	1.900	1.550	(0.350)	1.900	1.550	0.350	صفر

الحالة الثانية: ستراتيجية التحوط القصير:

يبيّن الجدول (41) نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود المستقبلية في العائد المتحقق لمصرف الاستثمار العراقي، فنتيجة استخدام ستراتيجية التحوّط القصير استطاع المصرف أن يحقق أرباحاً من عقود حزيران، أيلول، كانون الأول (2007) لتعويض خسائر المراكز النقدية

المقابلة لهذه العقود والتخلص من خسائر (مخاطر) عقد آذار(2007)بالربح المتحقق من المركز الحاضر.

ففي عقود حزيران وأيلول وكانون الأول (2007) كانت تحركات الأسعار الحاضرة والمستقبلية في تاريخ التنفيذ أدنى منها وقت إبرام العقد، وبالتالي تتحقق الأرباح من التحوط القصير عندما تنخفض الأسعار في المستقبل ، إذ حقق المصرف أرباحاً من عقود حزيران وأيلول وكانون الأول (2007) بلغت على التوالي 0.050,0.100,0.050 دينار للسهم الواحد وهذه الأرباح بالطبع تعوض الخسائر الناتجة من المراكز النقدية المقابلة لهذه العقود بسبب انخفاض الأسعار الحاضرة في تاريخ تنفيذ العقد ، وبهذا فان المصرف قد حافظ على أسعار الأسهم من تقلباتها المستقبلية وهنا تتحقق الفرضية الرابعة أيضاً.

أما في عقد آذار(2007) فكانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ أعلى من الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت إبرام العقد ،عكس ما توقعه المصرف ، وبالتالي سبب خسارة مقدارها (0.050) دينار للسهم الواحد نتيجة ارتفاع أسعار الأسهم في تاريخ التنفيذ ، ولكن المصرف يمتلك مركز نقدي يقابل المركز المستقبلي يعوض هذه الخسارة تماماً بالربح المتحقق منه ، وبهذا فان ناتج هذه العملية يساوي صفر وهذا ما يؤيد صحة الفرضية الرابعة أيضاً في عقد آذار .

جدول (41) نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الاستثمار العراقي

العقد	المركز المستقبلي			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر المستقبلي اليوم F_0	السعر المستقبلي شهر التنفيذ F_t	الربح/الخسارة من المركز المستقبلي	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ S_t	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
آذار 2007	1.250	1.300	(0.050)	1.250	1.300	0.050	صفر
حزيران 2007	1.350	1.300	0.050	1.350	1.300	(0.050)	صفر
أيلول 2007	1.650	1.550	0.100	1.650	1.550	(0.100)	صفر
كانون الأول 2007	1.300	1.250	0.050	1.300	1.250	(0.050)	صفر

رابعاً: تحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف البصرة الدولي

لإجراء هذا التحليل اعتمدت بيانات مصرف البصرة الدولي الفعلية الواردة في الجدول (42) الذي يعرض سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية ، إذ نلاحظ سلوك الأسعار وتقلباتها خلال (24) مشاهدة شهرية، فسلوك الأسعار الحاضرة تتقلّب بالارتفاع تارة وبالانخفاض تارة أخرى،

وهذه التقلبات سوف تعرّض المصرف إلى المخاطر السوقية لأنه في هذه الحالة يمتلك مركز واحد فقط وهو المركز النقدي ، ولكن عند الدخول بستراتيجيات التحوّط الطويل والقصير سوف يتمكّن المصرف من تجنّب أو تخفيض هذه المخاطر إلى أدنى حد ممكن.

جدول (42) سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية– مصرف البصرة الدولي

العقد	الأشهر	الأسعار الحاضرة	الأسعار المستقبلية
عقد آذار 2006	1	2.850	2.850
	2	2.500	2.500
	3	2.300	
عقد حزيران 2006	4	1.800	1.800
	5	1.850	1.850
	6	1.500	
عقد أيلول 2006	7	1.150	1.150
	8	1.100	1.100
	9	1.650	
عقد كانون الأول 2006	10	1.400	1.400
	11	1.300	1.300
	12	1.150	
عقد آذار 2007	13	1.050	1.050
	14	1.300	1.300
	15	1.350	
عقد حزيران 2007	16	1.200	1.200
	17	1.000	1.000
	18	1.050	
عقد أيلول 2007	19	1.500	1.500
	20	1.450	1.450
	21	1.250	
عقد كانون الأول 2007	22	1.150	1.150
	23	1.050	1.050
	24	1.000	

الحالة الأولى: ستراتيجية التحوّط الطويل

يبين الجدول (43) نتائج تحليل اثر التحوط الطويل باستخدام العقود المستقبلية في العائد المتحقق لمصرف البصرة الدولي، فنتيجة استخدام ستراتيجية التحوط الطويل من لدن المصرف أدى ذلك إلى خسارة العقود آذار، أيلول وكانون الأول وتحقيق ربح من عقد حزيران (2006).

ففي العقود آذار ،أيلول وكانون الأول(2006) كانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت تنفيذ العقد أدنى من الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت إبرام العقد، وهذا يعني أن توقعات المصرف المتحوط عكس ما هو مرغوب به ، وفي هذه الحالة نتجت خسائر من العقود الثلاثة آنفة الذكر بلغت على التوالي (0.350) ,(0.050) ،(0.100) دينار للسهم الواحد، ويمكن تعويض هذه الخسائر من الأرباح المتحققة من مراكزها النقدية بسبب انخفاض أسعار شراء الأسهم في السوق الحاضر وقت التنفيذ ، وفي هذه الحالة قد تم التخلص من مخاطر تقلبات الأسعار المستقبلية ، وهذا ما يدعم صحة الفرضية الثالثة.

وفي عقد حزيران (2006) كانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ مرتفعة عنها وقت إبرام العقد، وفي هذه الستراتيجية عندما ترتفع الأسعار في المستقبل تتحقق أرباح ، وفعلا تحقق ربح من عقد حزيران المستقبلي مقداره 0.050 دينار للسهم الواحد ، وهذا الربح يقابل تماماً خسارة المركز الحاضر عند تنفيذ العقد وبهذا فإن ستراتيجية التحوط الطويل قد جنبت مصرف البصرة من مخاطر تقلبات الأسعار (المخاطرة السوقية)، وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الثالثة.

جدول (43) نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف البصرة الدولي

العقد	المركز المستقبلي			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر المستقبلي اليوم F_0	السعر المستقبلي شهر التنفيذ F_t	الربح/الخسارة من المركز المستقبلي	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ S_t	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
آذار 2006	2.850	2.500	(0.350)	2.850	2.500	0.350	صفر
حزيران 2006	1.800	1.850	0.050	1.800	1.850	(0.050)	صفر
أيلول 2006	1.150	1.100	(0.050)	1.150	1.100	0.050	صفر
كانون الأول 2006	1.400	1.300	(0.100)	1.400	1.300	0.100	صفر

الحالة الثانية: ستراتيجية التحوط القصير:

يبين الجدول(44) تحليل أثر التحوّط القصير باستخدام العقود المستقبلية في العائد المتحقق لمصرف البصرة الدولي، ونتيجة استخدام ستراتيجية التحوط القصير من لدن المصرف فقد أدّى ذلك إلى تحقيق أرباح من العقود حزيران وأيلول وكانون الأول (2007) والقضاء على خسارة عقد أيلول (2007) تماماً، ففي العقود حزيران وأيلول وكانون الأول (2007) كانت الأسعار

الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ أدنى من الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت إبرام العقد، وهذا يعني اتجاه الأسعار حسب ما متوقع من المصرف بانخفاضها ،لذلك اتخذ ستراتيجية التحوط القصير (بيع الأسهم) للتخلص من مخاطر انخفاض أسعارها ،وفي تاريخ التنفيذ لهذه العقود تحققت أرباح نتيجة هذا الانخفاض بالأسعار بلغت حسب الترتيب 0.100.0.050,0.200 دينار للسهم الواحد ، وهذا الإرباح تعوض خسائر المراكز الحاضرة المقابلة لهذه العقود وهذه الستراتيجية (التحوط القصير) قد أزالت مخاطر تقلبات الأسعار المستقبلية أيضا وهذا ما يدعم صحة الفرضية الرابعة.

أمّا في عقد آذار (2007) فكانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ أعلى منها وقت إبرام العقد، وهذا يعني اتجاه الأسعار عكس ما متوقع من المصرف ، لان التحوط القصير يستخدم في حالة انخفاض الأسعار مستقبلاً لتحقيق الأرباح وليس العكس ، ولذلك نتجت خسارة من عقد آذار مقدارها(0.250) دينار للسهم الواحد، وبما أن المصرف يمتلك مركز آخر يعوض هذه الخسارة عند تنفيذ العقد وهو المركز النقدي و هذه الستراتيجية أسهمت في التخلص من خسارة المركز المستقبلي وهذا ما يدعم صحة الفرضية الرابعة.

جدول (44) نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف البصرة الدولي

العقد	المركز المستقبلي			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر المستقبلي اليوم F_0	السعر المستقبلي شهر التنفيذ F_t	الربح/الخسارة من المركز المستقبلي	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ S_t	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
آذار 2007	1.050	1.300	(0.250)	1.050	1.300	0.250	صفر
حزيران 2007	1.200	1.000	0.200	1.200	1.000	(0.200)	صفر
أيلول 2007	1.500	1.450	0.050	1.500	1.450	(0.050)	صفر
كانون الأول 2007	1.150	1.050	0.100	1.150	1.050	(0.100)	صفر

خامساً: تحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الوركاء للاستثمار

لإجراء هذا التحليل اعتمدت البيانات الفعلية لمصرف الوركاء للاستثمار الواردة في الجدول (45) الذي يعرض سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية ، إذ نلاحظ سلوك الأسعار وتقلباتها خلال (24) مشاهدة شهرية، فسلوك الأسعار الحاضرة تتقلّب بالارتفاع تارة وبالانخفاض تارة أخرى، وهذه التقلبات سوف تعرّض المصرف إلى المخاطر السوقية ،لأنه يمتلك مركز واحد وهو المركز الحاضر، ولكن عند الدخول بستراتيجيات التحوّط الطويل والقصير سوف يمتلك المركز الآخر

المقابل للمركز الحاضر وبهذا يتمكن المصرف من تجنّب أو تخفيض هذه المخاطر إلى أدنى حد ممكن.

جدول (45) سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية– مصرف الوركاء للاستثمار

العقد	الأشهر	الأسعار الحاضرة	الأسعار المستقبلية
عقد آذار 2006	1	5.550	5.550
	2	4.700	4.700
	3	4.300	
عقد حزيران 2006	4	3.900	3.900
	5	3.850	3.850
	6	3.750	
عقد أيلول 2006	7	2.800	2.800
	8	2.750	2.750
	9	2.500	
عقد كانون الأول 2006	10	2.350	2.350
	11	1.900	1.900
	12	1.900	
عقد آذار 2007	13	1.650	1.650
	14	1.700	1.700
	15	1.900	
عقد حزيران 2007	16	1.700	1.700
	17	1.700	1.700
	18	1.750	
عقد أيلول 2007	19	1.700	1.700
	20	1.800	1.800
	21	1.600	
عقد كانون الأول 2007	22	1.550	1.550
	23	1.400	1.400
	24	1.350	

الحالة الأولى: ستراتيجية التحوّط الطويل

يبيّن الجدول (46) نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل باستخدام العقود المستقبلية في العائد المتحقق لمصرف الوركاء، إذ أسهمت ستراتيجية التحوّط الطويل في تجنب الخسائر لمصرف الوركاء في العقود آذار، حزيران، أيلول، وكانون الأول (2006) من المخاطر السوقية (الخسائر) . ففي العقود آذار، حزيران، أيلول وكانون الأول (2006) كانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ أدنى الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت إبرام العقد، وهذا يعني أن اتجاه وتقلبات الأسعار المستقبلية عكس ما يرغبه المصرف، لان المصرف يستخدم هذه الستراتيجية في حالة ارتفاع الأسعار وليس العكس ، وبهذا تكبد المصرف من جراء ذلك خسائر من جميع العقود

المستقبلة (2006) وهذا يعني شراء العقود المستقبلية بالسعر المرتفع عند التنفيذ بالرغم من أنها معروضة بالسوق الحاضر بالسعر المنخفض مما تكبد المصرف خسائر بلغت على التوالي (o.850),(0.050),(0.050),(0.450) دينار للسهم الواحد، ولكن بالمقابل تحققت أرباح من المراكز النقدية المقابلة لهذه العقود عندما انخفضت أسعار شراء الأسهم في السوق الحاضر عند التنفيذ عوضت خسائر العقود المستقبلية، والتخلص من مخاطر تقلبات الأسعار، وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الثالثة.

جدول (46) نتائج تحليل أثر التحوّط الطويل بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الوركاء للاستثمار

العقد	المركز المستقبلي			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر المستقبلي اليوم F_0	السعر المستقبلي شهر التنفيذ F_t	الربح/الخسارة من المركز المستقبلي	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ S_t	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
آذار 2006	5.550	4.700	(0.850)	5.550	4.700	0.850	صفر
حزيران 2006	3.900	3.850	(0.050)	3.900	3.850	0.050	صفر
أيلول 2006	2.800	2.750	(0.050)	2.800	2.750	0.050	صفر
كانون الأول 2006	2.350	1.900	(0.450)	2.350	1.900	0.450	صفر

الحالة الثانية: ستراتيجية التحوط القصير

يبيَّن الجدول (47) نتائج تحليل أثر التحوّط القصير باستخدام العقود المستقبلية في العائد المتحقق لمصرف الوركاء، إذ أسهمت ستراتيجية التحوّط القصير في تجنب مصرف الوركاء من الخسائر التي لحقت به من العقود آذار، أيلول وتحقيق ربح من عقد كانون الأول(2007).

ففي العقود آذار، و أيلول (2007) كانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ أعلى من الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت إبرام العقود ، أي كانت توقعات المصرف بخصوص تحركات الأسعار المستقبلية خاطئة، فعندما يستخدم المصرف ستراتيجية التحوط القصير يتوقع بان الأسعار سوف ترتفع مستقبلاً ،وبالتالي تكبد المصرف خسائر بلغت على التوالي(0.050) (0.100) دينار للسهم الواحد نتيجة هذا التوقع الخاطئ ، وهذا يعني أن المصرف باع بالسعر المنخفض في العقود المستقبلية وفي تاريخ التنفيذ ارتفعت أسعار الأسهم في السوق الحاضر مما عوض هذه الخسائر بالأرباح المتحققة من المراكز الحاضرة والتخلص من مخاطر تقلبات الأسعار وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الرابعة في العقود آذار وأيلول (2007).

أما في عقد كانون الأول(2007) كانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ أدنى من الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت الإبرام ، و كانت توقعات المصرف بتقلبات الأسعار

المستقبلية صحيحة ، واستخدامه ستراتيجية التحوط القصير في حالة انخفاض الأسعار في المستقبل ، وبالتالي حقق المصرف ربح بلغ 0.150 دينار للسهم الواحد ،وهذا يعني أن المصرف باع بالسعر المرتفع في العقد المستقبلي وفي تاريخ التنفيذ انخفضت أسعار الأسهم في السوق الحاضر مما حقق ربح من العقد المستقبلي ولكن بنفس الوقت تحققت خسارة من المركز النقدي يمكن تعويضها بالربح المتحقق ،واستطاع المصرف التخلص من تقلبات الأسعار ، وفي عقد حزيران استطاع المصرف تثبيت السعر حتى تاريخ التنفيذ وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الرابعة

جدول (47) نتائج تحليل أثر التحوّط القصير بالعقود المستقبلية في العائد لمصرف الوركاء للاستثمار

العقد	المركز المستقبلي			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر المستقبلي اليوم F_0	السعر المستقبلي شهر التنفيذ F_t	الربح/الخسارة من المركز المستقبلي	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ S_t	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
آذار 2007	1.650	1.700	(0.050)	1.650	1.700	0.050	صفر
حزيران 2007	1.700	1.700	صفر	1.700	1.700	صفر	صفر
أيلول 2007	1.700	1.800	(0.100)	1.700	1.800	0.100	صفر
كانون الأول 2007	1.550	1.400	0.150	1.550	1.400	(0.150)	صفر

ويمكن إجمال قبول فرضيات الدراسة أو رفضها، الخاصّة بتحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية للمصارف قيد الدراسة من خلال الجدول (٤٨).

جدول (٤٨) ملخص بقبول أو رفض فرضيات الدراسة الخاصّة بتحليل أثر التحوّط بالعقود المستقبلية

المصارف / الفرضيات	بغداد	الشرق الأوسط	الاستثمار العراقي	البصرة الدولي	الوركاء للاستثمار	نسبة القبول %
الثالثة	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	100
الرابعة	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	100

إذ يظهر من الجدول أن الفرضية الثالثة والرابعة تمّ تحقيقها في جميع المصارف عيّنة الدراسة.

المبحث الرابع

اختيار بدائل ستراتيجيات التحوّط الأفضل

Selection Alternatives Of Optimal Hedging Strategies

إنَّ عينة الدراسة المتمثلة بالمصارف الخمسة، تستطيع أيٌّ منها بالمقارنة مع المصارف الأخرى اختيار ستراتيجية التحوّط الأفضل، أي تضمن لها أفضل عائد من خلال ما يعرف بجدول المدفوعات (Payoff table) الذي ينتخب من البيانات المتعلقة بنشاط كل واحدة منها الحالي والمستقبلي. وعلى أساس هذا الجدول هنالك حالات طبيعة مستهدفة، تتمثل في العقود الآجلة، عندما تتخذ (ستراتيجية تحوّط طويل وقصير)، وكذلك العقود المستقبلية عندما تتخذ أيضاً (ستراتيجية تحوّط طويل وقصير).

ولبناء مثل هذا الجدول اعتمدت الجداول في الفقرات السابقة وهي الجداول التي تعرض سلوك الأسعار الحاضرة والآجلة والمستقبلية والمتنبأ بها وذلك بالنسبة لكل واحدة من المصارف الخمسة المنتخبة لعينة الدراسة، إذ احتسب المتوسط السنوي بالأسعار المتنبأ بها لكل واحدة من هذه المصارف ، سواء أكانت الأسعار المتنبأ بها مستقبلية أم آجلة، وكل حالة من ستراتيجيات التحوّط، سواء كانت ستراتيجية تحوّط طويل أم قصير، ومن هذه المتوسطات يُبنى جدول المدفوعات ، إذ تكوّن ما يشبه بالمصفوفة، وتمثّل الجهة اليسرى المصارف عينة الدراسة المشتركة في المنافسة، وأعلى المصفوفة تمثل حالات الطبيعة المستهدفة (State of Nature) وكما موضّح في الجدول (49).

جدول (49) جدول المدفوعات الذي يعبّر عن نتيجة المنافسة بين المصارف عينة الدراسة

حالات الطبيعة / المصارف عينة الدراسة	حالات الطبيعة State of Nature			
	العقود المستقبلية		العقود الآجلة	
	تحوّط طويل	تحوّط قصير	تحوّط طويل	تحوّط قصير
مصرف بغداد	3.356	2.475	2.458	3.367
مصرف الشرق الأوسط	3.744	2.394	2.475	3.400
مصرف الاستثمار العراقي	2.656	1.369	1.350	2.608
مصرف البصرة الدولي	1.744	1.212	1.158	1.733
مصرف الوركاء للاستثمار	3.475	1.650	1.633	3.408

وعلى أساس بيانات هذا الجدول، تُطبَّق المعايير والأساليب الرياضية التي سبقت الإشارة إليها في المنهجية العلمية ويكون التطبيق على النحو الآتي:

أولاً: **تطبيق معيار أعظم الأدنى أو (أدنى الأعظم)** Criterion Maxi min or Mini max

طالما أن المصفوفة تعبّر في حقيقة الأمر عن مكاسب أسعار العقود سواء أكانت آجلة أم مستقبلية، وليس خسائر، فيُطبَّق المعيار الأول وهو (Maxi min) كما موضّح في الجدول (50):

جدول (50) اختيار ستراتيجية التحوّط الأفضل بمعيار أعظم الأدنى أو أدنى الأعظم

حالات الطبيعة / المصارف عينة الدراسة	State of Nature حالات الطبيعة				min	Max
	العقود الآجلة		العقود المستقبلية			
	تحوّط قصير	تحوّط طويل	تحوّط قصير	تحوّط طويل		
مصرف بغداد	3.367	2.458	2.475	3.356	2.458	
مصرف الشرق الأوسط	3.400	2.475	2.394	3.744	2.394	
مصرف الاستثمار العراقي	2.608	1.350	1.369	2.656	1.350	2.458
مصرف البصرة الدولي	1.733	1.158	1.212	1.744	1.158	
مصرف الوركاء للاستثمار	3.408	1.633	1.650	3.475	1.633	

وبموجب هذا المعيار فإن مصرف بغداد يحقق أفضل النتائج في المدة المحددة للدراسة، وبالتحديد عندما يقع خياره على أسعار العقود الآجلة، على وفق ستراتيجية التحوّط الطويل. وهنا تتحقق الفرضية الخامسة التي مفادها (إمكانية قياس واختيار ستراتيجية التحوط الأفضل باستخدام النماذج الرياضية) وهذا لا يعني أنّ ستراتيجيات التحوّط للمصارف الأخرى غير جيّدة كما تمّ عرضها في المبحث الأول والثاني، وإنّما في هذه الفرضية هي تحديد واختيار الأفضل من بين هذه الستراتيجيات.

ثانياً: **تطبيق معيار أعظم الأعظم أو (أدنى الأدنى)** **Criterion Maxi max or Mini min**

طالما أن المصفوفة هي مصفوفة مكاسب تعبّر عن أسعار العقود وليست تكاليف خسارة، فيُطبَّق معيار أعظم الأعظم، فبموجب هذا المعيار يفترض أن متّخذ القرار متفائل (Optimistic) بشكل كامل، وسوف يقع اختياره على البدائل الستراتيجية ذات العائد الأعظم، وعند تطبيق هذا المعيار على البيانات السابقة في الجدول الأساسي(49) نحصل على ما يأتي:

جدول (51) اختيار ستراتيجية التحوّط الأفضل بمعيار أعظم الأعظم أو أدنى الأدنى

حالات الطبيعة / المصارف عينة الدراسة	State of Nature حالات الطبيعة				max	Max
	العقود الآجلة		العقود المستقبلية			
	تحوّط قصير	تحوّط طويل	تحوّط قصير	تحوّط طويل		
مصرف بغداد	3.367	2.458	2.475	3.356	3.367	
مصرف الشرق الأوسط	3.400	2.475	2.394	3.744	3.744	
مصرف الاستثمار العراقي	2.608	1.350	1.369	2.656	2.656	3.744
مصرف البصرة الدولي	1.733	1.158	1.212	1.744	1.744	
مصرف الوركاء للاستثمار	3.408	1.633	1.650	3.475	3.475	

يتّضح مما تقدّم أن تطبيق هذا المعيار يؤدي إلى أن مصرف الشرق الأوسط، يحقق أفضل النتائج في المدة آنفة الذكر ، إذ يختار أسعار العقود المستقبلية على وفق ستراتيجية التحوّط الطويل وهنا تتحقق الفرضية الخامسة.

ثالثاً: **معيار هورويز** (Hurwicz Criterion)

لتطبيق هذا المعيار يتطلب الأمر تحديد معيار الواقعية (α) إذ تكون*:

$$\boxed{0 \le \alpha \le 1}$$

وأنَّ هذا المعيار يتعلّق بالتفاؤل (Optimistic) والتشاؤم (Pessimistic)، أي يتطلب الأمر هنا تحديد قيمة لهذا المقدار، وبقدر تعلّق الأمر بالأسواق المالية وأسعار الأسهم للعقود الآجلة والمستقبلية وفي إطار التحوّط القصير والطويل، تمّ الاستعانة بأحدث المكاتب، مكاتب بيع المعرفة المتخصصة بإجراء الدراسات الإدارية والاقتصادية ودراسات الجدوى لحساب نسبة التفاؤل والتشاؤم التي تقدَّم ذكرها، وكانت على النحو الآتي**:

---

* إن هذا الرمز (α) هو نفس الرمز (β) الذي يعبّر عن قانون الاحتمالات (Probability):

إذ أن : $\sum_{j=1}^{n} p_j \le 1$ أي أن $P=P_1 + P_2+ \dots P_n \le 1$

** تم اقتباس نسبة التفاؤل هذه من دراسة أجريت في مركز نوافذ لدراسة الجدوى لحساب إحدى الشركات المحلية الخاصة، إذ أجريت الدراسة في عام ٢٠٠٨ باستخدام الاستبانة على مجموعة من الزبائن الذين يترددون على سوق العراق للأوراق المالية، إذ كان هدف الدراسة التعرّف على وجهات النظر بخصوص الآفاق المستقبلية لتطوير واقع حال سوق العراق المالي، وكان أحد الأسئلة تتعلق بنسبة التفاؤل بخصوص نشاط السوق المستقبلي على نحوٍ عام وكانت النسبة العامة هي ٦٠%، لمزيد من التفاصيل راجع (الآفاق والأبعاد المستقبلية لتطوير

α = 0.60 نسبة التفاؤل

α = 0.40 نسبة التشاؤم

1.00

إذ أن:

α = معامل الواقعية

وعلى أساس بيانات الجدول الأساسي(٤٩) يتم تطبيق العلاقة الرياضية:

$$\underset{i}{Max}\{\underset{j}{Max}.(aij)+(1-\alpha)Min(aij)\}.....(29)$$

وكونها تتعلّق بالمكاسب Gain وذلك كما يأتي:

بالنسبة لمصرف بغداد ⟹ {(0.60)(3.367)+(0.40) (2.450)}=3.000

بالنسبة لمصرف الشرق الأوسط ⟹ {(0.60)(3.744)+(0.40) (2.394)}=3.204

بالنسبة لمصرف الاستثمار العراقي ⟹ {(0.60)(2.656)+(0.40) (1.350)}=2.134

بالنسبة لمصرف البصرة ⟹ {(0.60)(1.744)+(0.40) (1.158)}=1.510

بالنسبة لمصرف الوركاء ⟹ {(0.60)(3.475)+(0.40) (1.633)}=2.738

يتّضح مما تقدّم أنَّ مصرف الشرق الأوسط يحقق أفضل النتائج عند تطبيق هذا المعيار، ذلك بأنَّ استخدام نسب التفاؤل والتشاؤم التي طبّقت على أعلى قيمة وأدنى قيمة من بين الخيارات المتاحة لهذا المصرف بالقياس إلى المصارف الأخرى، حقق المقدار 3.254 الذي هو الأفضل مقارنة مع نتائج المصارف الأخرى، والفرضية الخامسة تتحقق في مصرف الشرق الأوسط.

رابعاً: **معيار لابلاس** (Laplace Criterion)

لتوضيح كيفية تطبيق هذا الأسلوب، نرجع مرة أخرى إلى جدول البيانات الأساسي(٤٩)الذي تُطبَّق على أساسه العلاقة الرياضية الآتية:

$$\underset{i}{Max}\{\frac{1}{n}\sum_{j=1}^{n}(aij)\}.....(30)$$

إذ أن:

i= 1, 2, 3, …., m

ومن بيانات الجدول يتّضح أن

واقع حال سوق العراق للأوراق المالية–مركز نوافذ لدراسة الجدوى الاقتصادية، المسجّل في غرفة التجارة العراقية السويدية بالرقم ٢١ في٢٠٠٥/٨/٢٢).

i=1, 2, 3, 4, 5 (عدد المصارف عينة الدراسة)

j=1, 2, 3, 4 (عدد حالات الطبيعة)

ولأنَّ عدد حالات الطبيعة (State of Nature) هي أربع حالات لذلك فإنَّ احتمالات ظهور كل واحدة منها هي0.25، عليه فإن العلاقة الرياضية آنفة الذكر تكون على النحو الآتي :

$$\boxed{\underset{i}{Max}\{\frac{1}{4}\sum_{j=1}^{4}(aij)\}}$$

إذ أن: i=1, 2, 3, 4, 5

وتُطبَّق هذه العلاقة على النحو الآتي:

مصرف بغداد $\Longrightarrow \frac{1}{4}(3.367+2.458+2.475+3.356)=2.914$

مصرف الشرق الأوسط $\Longrightarrow \frac{1}{4}(3.400+2.475+2.394+3.744)=3.003$

مصرف الاستثمار العراقي $\Longrightarrow \frac{1}{4}(2.608+1.350+1.369+2.656)=1.996$

مصرف البصرة الدولي $\Longrightarrow \frac{1}{4}(1.733+1.158+1.212+1.744)=1.462$

مصرف الوركاء للاستثمار $\Longrightarrow \frac{1}{4}(3.408+1.633+1.650+3.475)=2.541$

يتّضح مما تقدّم أنَّ مصرف الشرق الأوسط يحقق أفضل النتائج عند تطبيق هذا المعيار وهنا تتحقق الفرضية الخامسة في مصرف الشرق الأوسط أيضاً.

خامساً: **معيار الندم** (Regret Criterion)

نرجع إلى البيانات نفسها الواردة في الجدول (49)، إذ عرضت على وفق أسلوب مصفوفي على النحو الآتي:

$$aij = \begin{matrix} \text{العمود الأول} \\ \downarrow \end{matrix} \begin{matrix} \text{العمود الثاني} \\ \downarrow \end{matrix} \begin{matrix} \text{العمود الثالث} \\ \downarrow \end{matrix} \begin{matrix} \text{العمود الرابع} \\ \downarrow \end{matrix} \begin{bmatrix} 3.367 & 2.458 & 2.475 & 3.356 \\ 3.400 & 2.475 & 2.394 & 3.744 \\ 2.608 & 1.350 & 1.369 & 2.656 \\ 1.733 & 1.158 & 1.212 & 1.744 \\ 3.408 & 1.633 & 1.650 & 3.475 \end{bmatrix}$$

إذ أن:

i=1, 2, 3, 4, 5

j=1, 2, 3, 4

ولأنَّ مصفوفة (aij) آنفة الذكر هي مصفوفة مكاسب Gain لذا تُطبَّق إجراءات معينة سبقت الإشارة إليها في المنهجية العلمية. ويؤدي هذا الأمر إلى الحصول على مصفوفة الندم (Regret Matrix) أو ما يعرف بمصفوفة الفرصة الضائعة (Opportunity loss Matrix) وهذه الإجراءات تكون على النحو الآتي:

تُحدَّد أعلى قيمة في كل عمود (أعلى ندم) وتُطرح منه بقية قيم ذلك العمود، وعندها تصبح الصيغة السابقة للمصفوفة (aij)، كما يأتي:

$$aij = \begin{matrix} \text{العمود الأول} \\ \downarrow \end{matrix} \begin{matrix} \text{العمود الثاني} \\ \downarrow \end{matrix} \begin{matrix} \text{العمود الثالث} \\ \downarrow \end{matrix} \begin{matrix} \text{العمود الرابع} \\ \downarrow \end{matrix} \begin{bmatrix} 0.041 & 0.017 & 0.000 & 0.388 \\ 0.008 & 0.000 & 0.081 & 0.000 \\ 0.800 & 1.125 & 1.106 & 1.088 \\ 1.675 & 1.317 & 1.263 & 2.000 \\ 0.000 & 0.842 & 0.825 & 0.269 \end{bmatrix} \Rightarrow \begin{matrix} \text{Max Value Regret} \\ \downarrow \end{matrix} \begin{bmatrix} 0.388 \\ 0.081 \\ 1.125 \\ 2.000 \\ 0.842 \end{bmatrix} \Rightarrow \begin{matrix} \text{Min Value} \\ \downarrow \end{matrix} \begin{bmatrix} \\ \\ 0.081 \\ \\ \end{bmatrix}$$

وبموجب هذا المعيار يتّضح أن أقل ندم يمكن أن تشعر به عيّنة المصارف الخمسة هو الندم الذي يشعر به مصرف الشرق الأوسط إذ يحقق هذا الامتياز على بقية المصارف، إذ كان المؤشر الكمّي الذي يعبّر به عن الندم هو (0.081) الذي يمكن أن يلحق به نتيجة عدم اختياره ستراتيجية تحوّط صحيحة من بين ما هو متاح من حالات الطبيعة والمتمثلة بستراتيجيات التحوّط بأنواعها، وفي هذا المعيار تتحقق الفرضية الخامسة لمصرف الشرق الأوسط أيضاً.

الفصل الرابع

الاستنتاجات والتوصيات

المبحث الأوّل

الاستنتاجات

المبحث الثاني

التوصيات

المبحث الأوّل

الاستنتاجات Conclusions

اعتمادا على التحليلات والمناقشات التي تناولتها الدراسة للمصارف موضوع البحث، فقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات:

أولاً: الاستنتاجات العامة: General Conclusions

١- إنّ التحوّط تجاه المستقبل في سوق العراق للأوراق المالية هو إجراء احترازي ، الهدف منه حماية الشركات المساهمة من خلال الدخول بإبرام العقود الآجلة والمستقبلية، بحيث أنّ هذا الأسلوب يحميها من مخاطر تقلبات الأسعار السلبية، مقارنة مع الشركات المساهمة غير المحوطة التي تتعرض إلى مثل هذه المخاطر.

٢- إنّ بإمكان سوق العراق المالي أن ينمو ويتطور على نحوٍ مطَّرد وسريع، وذلك فيما إذا كانت الشركات المساهمة المدرجة فيه تعتمد إستراتيجيات التحوط بأنواعه، والذي من شأنه أن يعمل على استمرارية السوق وعدم انهياره.

٣- تتميز أسعار الأسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية للمصارف المبحوثة بالتقلبات الكبيرة والمستمرة، وكما موضّح من النشرات الإحصائية التي تصدرها السوق، وبناءً عليه يتعرض المستثمر إلى المخاطرة (الخسائر)، التي من الممكن تفاديها بأساليب عدة كتنويع المحفظة الاستثمارية، أو اعتماد أدوات جديدة كستراتيجيات التحوط.

٤- إنّ زيادة حالة التقلب وعدم الاستقرار في أسعار الأسهم يزيد المخاطر، وحالة عدم التأكد في المستقبل، ممّا يعني أهمية تفعيل طرق وأساليب مثل التحوط الطويل والقصير لحماية المصارف المتعاملة بهذه الأسهم.

٥- إمكانية تطبيق ستراتيجيات التحوط الطويل والقصير باستعمال العقود الآجلة والمستقبلية في القطاع المصرفي الخاص المدرج في سوق العراق للأوراق المالية.

ثانياً: الاستنتاجات الخاصة: Special Conclusions

١- إنّ مجموعة المصارف الخمسة عيّنة الدراسة، وكذلك المصارف التي تمثّل مجتمع الدراسة، يمكنها أن تحقق أرباحاً متوقعة، أو تخفيض الخسائر التي يتعرض لها المركز النقدي غير المحوط في المستقبل إذا اعتمدت ستراتيجية التحوط القصير في حالة انخفاض الأسعار الآجلة عن الأسعار الحاضرة، كما هو واضح من الجدول (18) .

٢- إنَّ باستطاعة المصارف الخمسة عينة الدراسة، وكذلك المصارف التي تمثل مجتمع الدراسة يمكنها أن تحقق أرباحاً، أو تخفيض الخسائر التي يمكن أن تُلحق بالمركز النقدي في المستقبل إذا اعتمدت ستراتيجية التحوط الطويل عند ارتفاع الأسعار الآجلة عن الأسعار الحاضرة، كما هو واضح من الجدول (19).

٣- إنّ اعتماد المصارف المبحوثة على نحوٍ خاص والمصارف التي تمثل مجتمع الدراسة على نحوٍ عام ستراتيجية التحوط الطويل عند ارتفاع الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي إلى تحقيق ربح أو تخفيض الخسارة الناتجة من المركز النقدي غير المحَّوط في المستقبل، كما هو واضح من الجدول (34).

٤- يمكن لمجموعة المصارف التي اختيرت للدراسة، وكذلك المصارف الأخرى المدرجة في السوق التي تمثل مجتمع الدراسة أن تعتمد ستراتيجية التحوط القصير في حالة انخفاض الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة، إذ يؤدي ذلك إلى تحقيق أرباح متوقعة، أو يمكنها أن تسهم في تخفيض الخسائر الناتجة من المركز النقدي في المستقبل، كما هو واضح من الجدول (38).

٥- من خلال ما تمّ تطبيقه من نماذج رياضية تتعلق بنظرية القرار، يمكننا تحديد واختيار الستراتيجية الأفضل لمجموعة المصارف المنتخبة للدراسة، وكذلك مجموعة المصارف التي تمثل مجموعة الدراسة، التي من شأنها أن تضمن لها أفضل النتائج .

٦- إذا كان أيٌّ من المصارف التي اختيرت عيّنةً للدراسة وكذلك أيٌّ من المصارف الأخرى المدرجة في سوق العراق، التي تمثل مجتمع الدراسة، بحاجة إلى الأسهم، بعد مدة محددة بـ(ثلاثة أشهر أو أربعة)، فإنَّ من الأفضل لها اعتماد ستراتيجية التحوط الطويل، أي تعمد إلى إبرام عقود آجلة أو مستقبلية بالمدة المحددة نفسها للتخلص من مخاطر (خسائر) ارتفاع أسعار الأسهم في المستقبل.

٧- إذا كان أيٌّ من المصارف المنتخبة للدراسة على نحوٍ خاص ومجتمع الدراسة على نحوٍ عام يمتلك أسهماً، فإنَّ من الأفضل له أن يعتمد ستراتيجية التحوط القصير للتخلص من مخاطر (خسائر) انخفاض أسعار الأسهم مستقبلاً.

٨- من الجدول (18) يتّضح أنّ ستراتيجية التحوط القصير قد أسهمت في القضاء على الخسارة التي لحقت بالمركز النقدي لمصرف بغداد أحد عناصر عيّنة الدراسة مما أدّى إلى انحسار الأساس السالب عند تحقيق الربح واتساع الأساس السالب عند تخفيض الخسارة. وهذا ما يشير إلى قبول الفرضية الأولى التي مفادها،(إنَّ تطبيق ستراتيجية التحوط القصير في حالة انخفاض الأسعار الآجلة عن الأسعار الحاضرة تؤدي إلى تحقيق ربح أو تخفيض الخسارة الناتجة من المركز النقدي في المستقبل والعكس صحيح)،ويتعلق الأمر هنا بالعقود الخاصة بعام ٢٠٠٦.

٩- من الجدول (19) يتّضح أنّ انخفاض الأسعار الحاضرة في تاريخ تنفيذ العقد عنها في بداية مدة العقد وارتفاع الأسعار الآجلة في تاريخ تنفيذ العقد عنها في بداية إبرام العقد يؤدي إلى اتساع الأساس الموجب وتحقيق إجمالي ربح بلغ ٠,٣٢١ للسهم الواحد من كلا المركزين الآجل والنقدي أو تخفيض خسائر المركز النقدي في عقدي آب وكانون الأول ٢٠٠٧على

التوالي بمقدار (0.308)و (0.171) و للسهم الواحد وهنا تتحقق الفرضية الثانية التي مفادها(إنَّ تطبيق ستراتيجية التحوط الطويل في حالة ارتفاع الأسعار الآجلة عن الأسعار الحاضرة يؤدي إلى تحقيق ربح أو تخفيض الخسارة الناتجة من المركز النقدي في المستقبل والعكس صحيح) وهكذا بالنسبة للعقود الأخرى للأشهر المتبقية لعام ٢٠٠٧. وكذلك الحال بالنسبة للمصارف الأخرى عيّنة الدراسة، فمن خلال الجدول (32) يتضح أنَّ الفرضيات الأولى والثانية قد قبلت في جميع المصارف المنتخبة للدراسة.

١٠- من الجدول (34) الخاص بمصرف بغداد يتّضح اتّساع الأساس الموجب وتحقيق أرباح إجمالية وأرباحٍ صافية من المركزين النقدي والمستقبلي لجميع عقود عام ٢٠٠٦ بلغت على التوالي ٠,٢٢٢، ٠,٠٠٤، ٠,٠٥٣، ٠,١٣٨ للسهم الواحد. وهذا ما يدعم قبول الفرضية الثالثة التي مفادها (إنَّ تطبيق ستراتيجية التحوط الطويل في حالة ارتفاع الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي إلى تحقيق ربح أو تخفيض الخسارة الناتجة من المركز النقدي في المستقبل والعكس صحيح).

١١- من الجدول (35) تتّضح نتائج تحليل أثر التحوط القصير باستخدام العقود المستقبلية على العائدات التي يحصل عليها أحد المصارف التي تناولتها الدراسة ، وهو مصرف بغداد، إذ حقّق المصرف أرباحاً في جميع عقود عام ٢٠٠٧ فكانت الأسعار الحاضرة وقت التنفيذ لعقد آذار، حزيران، أيلول، كانون الأول ٢٠٠٧ أعلى من الأسعار الحاضرة وقت إبرام العقد، بينما كانت الأسعار المستقبلية وقت التنفيذ ولجميع العقود أدنى من الأسعار المستقبلية وقت إبرام العقد، مما أدّى إلى انحسار الأساس السالب وتحقيق إجمالي ربح لجميع العقود بلغت على التوالي ٠,١٨٩، ٠,٠٩٤، ٠,١٩٤، ٠,٠٤٠ للسهم الواحد، وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الرابعة، التي مفادها (إنَّ تطبيق ستراتيجية التحوط القصير في حالة انخفاض الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي إلى تحقيق ربح أو تخفيض الخسارة الناتجة من المركز النقدي في المستقبل والعكس صحيح). ويلاحظ من الجدول (48) الذي يعرض ملخص قبول أو رفض الفرضيات أنّ الفرضية الثالثة والرابعة قد تحققت في جميع عقود المصارف عيّنة الدراسة.

١٢- يتّضح من خلال استخدام النماذج الرياضية، أن مصرف الشرق الأوسط يحقق أفضل النتائج في قياس واختيار ستراتيجية التحوّط الأفضل من بين ستراتيجيات التحوّط المتاحة بأربعة نماذج رياضية، وبهذا فإن الفرضية الخامسة تمّ تحقيقها في مصرف الشرق الأوسط، التي مفادها (إمكانية قياس واختيار سترتيجية التحوّط الأفضل باستخدام النماذج الرياضية).

المبحث الثاني

التوصيات Recommendations

أولاً: التوصيات العامة: General Recommendations

١- يوصي الباحث بأن تلتزم المؤسسات المالية العاملة والمنضوية تحت مظلة سوق العراق للأوراق المالية كافة بمبدأ التحوط وعدم الإنزلاق وراء الدوافع الذاتية والتهور في إبرام العقود على اختلافها وبأحجام كبيرة.

٢- يوصي الباحث بدعم المستثمرين وتشجيعهم في سوق العراق للأوراق المالية والاستفادة من ستراتيجيات التحوط التي تقلّل أو تخفض مخاطر تقلبات الأسعار السلبية التي قد تواجههم في المستقبل.

٣- أن تكون هناك شبكة اتصالات فعالة، ولاسيما الاتصالات مع البورصات العربية والعالمية حتى يتمّ جذب المستثمرين من الخارج.

٤- أن يكون هناك العدد الكافي والمدرب تدريباً جيداً من الوسطاء أو السماسرة الذين يمتلكون الخبرة الكافية في التعامل بالعقود الآجلة والمستقبلية وعقود المشقات الأخرى، والخبرة الكافية أيضاً بالتعامل مع الزبائن.

٥- أن يكون هناك تنظيم داخلي للمصارف يسمح بقياس حجم المخاطر التي تواجهها عند استخدام العقود الآجلة والمستقبلية.

٦- أن تكون هناك بنية تكنولوجية متطورة لإتمام عملية المقاصة والتسوية الخاصة بالمشتقات المالية.

٧- أن تلتزم المصارف بتكوين الاحتياطيات والمخصصات اللازمة للتغطية أو التحوط من المخاطر المرتبطة عند تعاملها بهذه العقود حتى لا تتعرَّض إلى خسائر فادحة.

٨- أن تلتزم المصارف بوضع الضوابط الرقابية الملائمة، كوضع حد أقصى لحجم التعاملات في المؤسسات المصرفية في مجال المشتقات لأنّ هذه الضوابط تحميها من الانهيار، كما حصل في الآونة الأخيرة في الأسواق المالية العالمية نتيجة الإفراط بالتعاملات بالمشتقات المالية.

٩- يوصي الباحث بإجراء دراسات ميدانية عن أدوات المشتقات الأخرى كالمبادلات في المصارف المبحوثة لتوسيع الأفق حول كيفية استعمال هذه الأدوات المالية المتقدمة وكيفية تطبيقها.

١٠- يوصي الباحث عند إبرام العقود الآجلة أن تستدعي المصارف معرفة المركز الائتماني للطرف الآخر، إذ يقوم كل مصرف من المصارف المبحوثة بجمع المعلومات الائتمانية حول المركز المالي للطرف الآخر، إذ يقوم المصرف بمراجعة الكشوفات المالية (الميزانية العمومية وكشف الدخل) للتعرّف على حجم رأس المال وحجم الموجودات التي يمتلكها الطرف الآخر، وبهذا فإن كل مصرف يكون في مأمن من مخاطر النكول أو العجز المالي.

ثانياً: التوصيات الخاصة: Special Recommendations

١- يوصي الباحث بأن يلتزم متخذو القرار (المدير المالي) في مجموعة المصارف عينة الدراسة بأن تعتمد ستراتيجية التحوط القصير في حالة انخفاض الأسعار الآجلة عن الأسعار الحاضرة.

٢- ضرورة إلتزم متخذو القرار في مجموعة المصارف عينة الدراسة باعتماد ستراتيجية التحوط الطويل عند ارتفاع الأسعار الآجلة عن الأسعار الحاضرة.

٣- أهمية إعتماد مجموعة المصارف عينة الدراسة ستراتيجية التحوط الطويل عند ارتفاع الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة.

٤- أن تعتمد مجموعة المصارف التي اختيرت للدراسة ستراتيجية التحوط القصير عند إنخفاض الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة.

٥- إعتماد متخذي القرار في مجموعة المصارف التي تناولتها الدراسة، وكذلك المصارف التي تمثل مجتمع الدراسة بأن تعتمد ستراتيجية التحوط الطويل للتخلص من مخاطر (خسائر) ارتفاع أسعار الأسهم في المستقبل.

٦- التزام متخذي القرار في مجموعة المصارف عيّنة الدراسة وكذلك المصارف التي تمثّل مجتمع الدراسة، بأن تعتمد ستراتيجية التحوط القصير للتخلص من مخاطر (خسائر) انخفاض أسعار الأسهم في المستقبل.

٧- إعتماد ستراتيجية التحوط القصير عند انخفاض الأسعار الآجلة والمستقبلية عن الأسعار الحاضرة، وهذا ما يؤدي إلى تحقيق الأرباح أو تخفيض الخسائر في المستقبل.

٨- ضرورة الاعتماد على ستراتيجية التحوط الطويل عند ارتفاع الأسعار الآجلة والمستقبلية عن الأسعار الحاضرة، وهذا ما يؤدي إلى تحقيق الأرباح أو تخفيض الخسائر في المستقبل.

٩- الاعتماد على أساليب نظرية القرار في قياس وتحديد الستراتيجية الأفضل من بين ستراتيجيات التحوّط المتاحة التي تُختار من لدن المصارف عينة الدراسة.

المصادر والمراجع

القرآن الكريم

أولاً: الوثائق والنشرات الرسمية

١- سوق العراق للأوراق المالية التقرير السنوي الثالث ٢٠٠٦.

٢- سوق العراق للأوراق المالية التقرير السنوي الرابع ٢٠٠٧.

٣- نشرة الأسعار الإحصائية الشهرية والسنوية لمصرف بغداد للسنة المالية ٢٠٠٦-٢٠٠٧.

٤- نشرة الأسعار الإحصائية الشهرية والسنوية لمصرف الشرق الأوسط للسنة المالية ٢٠٠٦-٢٠٠٧.

٥- نشرة الأسعار الإحصائية الشهرية والسنوية لمصرف الاستثمار العراقي للسنة المالية ٢٠٠٦-٢٠٠٧.

٦- نشرة الأسعار الإحصائية الشهرية والسنوية لمصرف البصرة الدولي للسنة المالية ٢٠٠٦-٢٠٠٧.

٧- نشرة الأسعار الإحصائية الشهرية والسنوية لمصرف الوركاء للاستثمار للسنة المالية ٢٠٠٦-٢٠٠٧.

ثانياً: المصادر العربية

أ) الكتب

١. آل شبيب، دريد كامل (الاستثمار والتحليل الاستثماري)، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمّان، ٢٠٠٩.

٢. التميمي ، أرشد فؤاد وسلام، أسامة عزمي (الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة)، ط١، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمّان، ٢٠٠٤.

٣. حسن، توفيق عبد الرحيم يوسف (الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الأجنبية)، ط١، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمّان، ٢٠٠٤.

٤. الحناوي، محمد صالح (تحليل وتقييم الأسهم والسندات)، الدار الجامعية نشر، طبع، توزيع، الإسكندرية، ٢٠٠٠.

٥. حنفي، عبد الغفّار (ستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية)، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٢٠٠٧.

٦. الراوي، خالد وهيّب، (إدارة المخاطر المالية)، ط١، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمّان، ٢٠٠٩.

٧. رمضان، زياد (مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي)، ط٤، دار وائل للنشر، عمّان، ٢٠٠٧.
٨. شكري، ماهر كنج وعوض، مروان (المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق)، ط١، معهد الدراسات المصرفية، عمّان، ٢٠٠٤.
٩. الصدر، محمد محمد صادق (الصراط القويم: في الأحكام العملية – العبادات والمعاملات)، ط٥، النجف، ١٩٩٩.
١٠. الصيرفي، محمد، (البورصات)، دار الفكر الجامعي–الإسكندرية، ٢٠٠٧.
١١. الفضل، مؤيد عبد الحسين (الإبداع في عملية اتخاذ القرار – منهج كمّي)، مؤسسة إثراء للنشر والتوزيع، عمّان، ٢٠١٠.
١٢. كوماني،لطيف جبر والرفيعي،علي كاظم (القانون التجاري) دار الكتاب للطباعة والنشر ،بغداد، ٢٠٠٠
١٣. مطر، محمد وتيّم، فائز (دار المحافظ الاستثمارية)، ط١، دار وائل للنشر، عمّان، ٢٠٠٥.
١٤. مطر، موسى سعيد ، موسى، شقيري نوري، والمومني، ياسر (المالية الدولية)، ط١، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمّان، ٢٠٠٨.
١٥. المعجم الوسيط، ط٤، مكتبة الشروق الدولية، ٢٠٠٤.
١٦. معروف، هوشيار (الاستثمارات والأسواق المالية)، ط١، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمّان، ٢٠٠٣.
١٧. النعيمي، عدنان تايه والتميمي، أرشد فؤاد (الإدارة المالية المتقدمة)، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمّان، ٢٠٠٩.
١٨. هندي، منير إبراهيم (إدارة الأسواق والمنشآت المالية)، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٢.
١٩. هندي، منير إبراهيم (إدارة المنشآت المالية وأسواق المال)، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٦.
٢٠. هندي، منير إبراهيم (الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات)، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٨.
٢١. هندي، منير إبراهيم (الفكر الحديث في الاستثمار)، ط٢، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٤.

ب) الرسائل والأطاريح الجامعية

١. الجبوري، رغد محمد نجم (استخدام مستقبليات السلع في التحوّط والمضاربة)، أطروحة دكتوراه (غ.م)، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، ٢٠٠٢.
٢. الشكرجي، اعتصام جابر عبد الرضا، (إدارة مخاطر أسعار الصرف باستعمال أدوات التحوّط المالي والتشغيلي– دراسة تحليلية)، أطروحة دكتوراه (غ.م) في إدارة الأعمال كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة بغداد، ٢٠٠٦
٣. العابدي، علي رزاق چياد، (استراتيجيات المستقبليات وإمكانية تطبيقها على عينة من المصارف العراقية–دراسة تطبيقية)، رسالة ماجستير (غ.م) في إدارة الأعمال كلية الإدارة والاقتصاد –جامعة الكوفة، ٢٠٠٥.
٤. الفتلاوي، ميثاق هاتف، (استخدام العقود المستقبلية في التحوّط– دراسة تطبيقية)، رسالة ماجستير (غ.م)، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، ٢٠٠٤.
٥. الفريجي، حيدر نعمة غالي (استخدام أدوات الهندسة المالية في إدارة فجوة الميزانية العمومية للمصارف–دراسة تطبيقية)، أطروحة دكتوراه (غ.م) في إدارة الأعمال كلية الإدارة والاقتصاد –الجامعة المستنصرية، ٢٠٠١.

ج) الدوريات والدراسات العربية

١. چركس، إبراهيم أحمد (استخدام نموذج ثنائي الحدين في تسعير الخيارات وبناء محفظة التحوّط– دراسة تطبيقية)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، ٢٠٠١.
٢. الساعاتي، عبد الرحيم، (مستقبليات مقترحة متوافقة مع الشريعة)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد (١٥)،ص ص ٢٧–٥٣ جدّة، ٢٠٠٣.
٣. مركز نوافذ لدراسة الجدوى – العراق– الكوفة مسجّل لدى غرفة التجارة العراقية السويدية بالرقم٢١ في ٢٢ /٢٠٠٥/٨

د) شبكة المعلومات الدولية(المواقع العربية)

١– الاستثمارات باستخدام الخيارات والمستقبليات، www.proz.com .
٢– المشتقات المالية: أدوات للتحوّط أم المجازفة، ٢٠٠٦، www.forum.m-e-c.biz.
٣– معايير المحاسبة عن المشتقات المالية وأنشطة التحوّط ،www.kantakji.com.
٤– www.optionsgateway.com
٥– مخاطر البورصة وأخطاء المستثمرين 2008 www.islmonline.net,.
٦–صنّاع سوق التجربة الكويتية، ٢٠٠٦ www.unioninvest.org.
٧– الأزمة المالية الحالية–محاولة للفهم / www.alamwaat.com2008.

٨- الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد المصرفي، ٢٠٠٩، www.knol,google.com.

٩- العقود الآجلة والمستقبليات www.islamfin.go-forum.net/2007.

١٠- سوق العراق للأوراق المالية، ٢٠٠٩ http://www.isx-iq.net/.

١١- نحو سوق مالية إسلامية www.arabictrade.com/.

١٢ - الأزمة المالية العالمية وأثرها على خطط المتدرب المستقبلية www.pathways.cu.edu.eg/2009

ثانيا: المصادر الإنكليزية

A) Books

1. Alexander, Sharpe, W. & J. Bailey (Fundamentals of Investment)2nd ed, Prentice-Hall, N. J, 2001.
2. Arnold, Glen (Corporate financial management) 1st ed financial Times pitman publishing, 1998.
3. Bin, Hammer, HH; Sephton Peters (Money Banking & The Canadian Financial System), 7thed, In International Thomson Publishing Company, 1998.
4. Bodie, Zvi; Alex, Kane & Alan Marcus (Investments), 7thed, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2008.
5. Bodie, Zvi; Alex, Kane & Alan, Marcus, (Investment) 4th ed Irwin MC Graw-Hill, 1999.
6. Bodie, Zvi; Alex, kane, & Alan Marcus, J (Investments), 5thed, McGraw-hill Companies Inc, 2002.
7. Bodie, Zvi; Alex, Kane,&Alan Marcus (Essentials of Investments), 5th ed, McGraw-Hill/Irwin, Boston, 2004.
8. Brealey, Richard.A.; Myers,Stewart.C., &Allen, Franklin (Principle of Corporate Finance) 9th ed, Mc Graw-Hill Irwin, 2008.
9. Brealy, Richard A. & Myers, Stewart C. (Principles of Corporate Finance), 6thed, Irwin/McGraw-Hill, 2000.
10. Brigham, Eugene .F& Ehrhardt, Michael .C, (Financial Management: Theory & Practice) 10th ed, Thomson Learning, Australia: 2002.
11. Brigham, Eugene F.&Houston,Joel F. (Fundamentals of Financial Management), 8thed, Thomson, South-Western, U.S.A, 1998.
12. Burton, Maureen; Nesiba, Reynold & Lombra, Ray (An Introduction to Financial Markets and Institutions) Thomson, South-Western, 2002.
13. Chance, Don M & Brooks Robert, (An Introduction to Derivatives and Risk Management), 7thed, Thomson/South- Western, Canada, 2008.

14. Chance, Don M. (An Introduction to Derivatives) 4th\ed, the dey den-press, Harcourt brace College Publishers, New York, 1998.
15. Cornett, Marcia Millon & Saunders, Anthony (Fundamentals of Financial Institutions Management), Irwin/ McGraw-Hill, Milan. 1999.
16. Damodran, Aswath (Applied Corporate Finance), A. User Manual. John Wiley & Sons, Inc, 2000.
17. Eun, Cheol S. & Resnick, Bruce G. (International Financial Management), 3rd ed, The McGraw-Hill/Irwin, New York, 2004.
18. Fisher, Donald E. & Jordan Ronald J. (Security Analysis and Portfolio Management), Prentice-Hall of India, New Delhi, 1996.
19. Fontanills, George A., (The Options Course), 2nded, John Wiley & sons, Inc, 2005.
20. Francis, Jack Clerk (Investment: Analysis and Management), 5thed, Graw-Hill, Inc, 1991.
21. Gangadhar,V& Rameshbabu,G(Investment Management),Anmol Publication PVT.LTD,2006
22. Gitman, Lawrence J, (Principles of managerial finance, 9thed, RR Donnelly & Sons Company, New York, 2000.
23. Gitman, Lawrence. J & Joehnk, Michael. D (fundamentals of investing) 8th ed, pearson/Addison Wesley, New York,2002.
24. Gitman, Lawrence. J & Joehnk, Michael. D (fundamentals of investing) 8th ed, pearson/Addison Wesley, London ,2004.
25. Hample, George. H & Simonson Donald G (Bank management taxt & gases) 5th ed, John-Wiley & Sons, Inc, 1999.
26. Haugen, Robert A. (Modern Investment Theory), 5thed, Prentice-Hall, Inc, U.S.A., 2001.
27. Higgins, Robert. C (Analysis for financial management) 7thed Irwin/ Mc Graw-Hill, Mexico City, 2004.
28. Howells, peter & Bain Keith (financial markets and Institution), 3rd ed prentice- Hall, U.K. 2000.
29. Hull, John C (Options, Futures, and Other Derivatives) 6th ed, prentice- Hall, New Jersey, U.S.A, 2005.
30. Hull, John C (Options, Futures, and Other Derivatives) 7thed, prentice-hall, of India, New Delhi, 2007.
31. Johnson, Hazel: (Global Financial institution & Markets), Black well Business, 2000.
32. Jones, Charles "Investment, Analysis and management" 5th ed, John Wiley & sons, Inc, 1996.
33. Jones, Charles (Investments Analysis and Management) 7th ed John wiley & Sons, Inc, 2000.
34. Keith, Cuthbroston & Dirk, Nitzsohe, (financial Engineering: Derivatives & Risk management) John wiley & Sons, 2000.

35. Koch, Timothy W. & Mac Donald, Scott S. (Bank Management), 4th ed, the Oryden Press, U.S.A., 2000.
36. Kolb, Robort W. (Understanding Futures Market), 5thed, Black well Business, Inc, U.K. 1997.
37. Lind, Douglas A.; Marchal , William G. & Mason, Robert D., (Statistical Techniques in Business and Economics), 11th ed, McGraw-Hill/Irwin Bostton, 2002.
38. Madura, Jeff (International Financial Management) 6thed An imprint of Addison Wesley Longman, Inc, 2000.
39. Mayo, Herbert (Financial Institution, Investment & Management), 7th ed, Harcourt college Publishers, 2001.
40. McRate, T. W. (International Business Finance), 1sted, John Wiley & Sons, U.S.A. 1996.
41. Melvin, Michael, (Investments Money and Finance), 6th ed, An Imprint of Addison Wesley Longman, Inc, 2000.
42. Reilly, F. (Investment Analysis & Portfolio Management)5th ed, Diyden press, USA, (1997)
43. Reilly, Frank K.& Brown Keith,C. (Investment Analysis Portfolio Management),7thed,Thomson/south-Western , Australia, 2003.
44. Revsine, Lawrence, & Collins, Johnson,(Financial Reporting and Analysis) Prentice Hall, Upper addle River, New Jersey, 1999.
45. Ritter, Lawrences S; Silber, willioma L. & Udell, Gregory F. (Principles of Money, Banking & Financial markets) 10th ed, An imprint of Addison Wesley Longman, Inc, 2000.
46. Rose, Peter S. & Marquis, Milton H., (Money and Capital Markets: Financial Institutions and Instruments in a Global Market Place), 10thed, Irwin/McGraw-Hill, New York, 2008.
47. Rose, Peter. S (Commercial Bank managements) 4th ed: Irwin/MC Graw-Hill, Singapore, 1999.
48. Ross, Stephen A. ; Westerfield, Randolph W. & Jordan, Bradford D.,(Fundamentals of Corporate Financial), 7thed, McGraw-Hill/Irwin Sydney, 2006.
49. Ross, Stephen A.; Westerfield Randolph W. & Jaffe Jeffrey F.(Corporate Finance), 6th ed Irwin/ McGraw-Hill, Boston, 2002.
50. Ross, Stephen A; Westerfield, Randolph W & Jordon, Bradford D, (Fundamentals of Corporate finance) 6th ed, Mc Graw-Hill Irwin, 2003.
51. Saunders Anthony & Cornett, Marcia Millon (Financial Institutions Management), 4thed, Irwin/ McGraw-Hill, New York. 2003.
52. Saunders, Anthony & Cornett, Marcia Millon (financial markets and Institutions: A modern perspective) 2nded , Irwin/Mc Graw-Hill, New York, 2004.

53. Solnik, Bruno & Mcleavey, Dennis, (International: Investment Association for Investment Management and Research), 5th ed, Pearson Addison Wesley, London, 2004.
54. Solnik, Bruno (International Investments), 4th ed, Imprint of Addison Wesley Longman, Inc, 2000.
55. Spiceland, J David& Sepe, Tomassini, (Intermediate Accounting) 2nd ed, Irwin Mc Graw-Hill, 2001.
56. Strong, Robert A., (Derivatives An Introduction), South-Western/ Thomson Learning, Australia, 2002.
57. Sunders, Anthony, (financial Institutions management A Modern perspective) 3rd ed, Irwin/ MC Graw, Boston, 2000.
58. Taha, Hamdy A., (Operation Research: An Introduction), 7th ed, Prentice-Hall Pearson Education International, Australia, 2003.
59. Van Horne, James C, (financial management and policy), prentice – Hall of India private limited, New Delhi, 2004.
60. Van Horne, James. C: (financial management & Policy) 11th ed, NJ prentice-Hill International, Inc, 1998.
61. Watson , Denzil & Anfhony, Head (Corporate Finance Principles & Practice), 2nded, Financial Times Prentice - Hall, 2001.
62. White, Gerald I; Sondhi, Ashwinpaul C & Fried, Dov (The Analysis and of Financial Statements)3rd, WILEY-India, 2007.
63. Wild, John J. (financial Accounting Information for Decision) 2nd ed, Irwin Mc Graw-Hill, 2003.

B) Journal

1. Allaz, B. & Vila, J. L, (***Cornet Competition, Futures Markets and efficiency***), Journal of Economic, 59, 279-308,2008
2. Benninga, Simon and Wiener, Zvi, (***Dynamic Hedging Strategies***), Mathematical in Education and Research Vol. 7 No. 1 1998
3. Darragh, Linda, (***Exploring Entrepreneurship the Chicago Futures trading industry***) Journal of Derivatives Market Vol. 4 No.1 PP.47-75January, 2007.
4. Dawson, Paul (***A new use for single stock futures***), Journal of Derivatives & Hedge Funds.13,PP.59-65,2007
5. Finnerty, John D. & Grant, Dwight (***Testing Hedge Effectiveness Under SAFAS 133***) The CAP Journal Legal Notices, 2006.
6. Kenourgios, Dimitris & Samitas, Aristeidis & Drosos, Panagiotis, (***Hedge Ratio Estimation And Hedging Effectiveness: Case of the S& P500 Stock Index Futures Contract***), Int. J.Risk Assessment and Management, Vol. 9, Nos. 1/2, 2008.
7. Mihâilescu, Laurentiu & Popa, Gabriela, (***Modern Methods for Hedging the Market Risk***), Economic Seria Management, Vol. 12, Nr.2 Special 2009.

8. Rambo, Robert G, (***Foreign Currency Forward Contract Hedges of Exposed Assets/liabilities***), Cap, Journal, the Apr, 2005.
9. Solnik, Bruno H. (***Why not Diversify Internationality Rather than Domestically, Financial Analysis Journal***), Vol. 21, 1996.
10. Srinivasan P. & Bhat Sham K. (***The Impact of Futures Trading on The Spot Market Volatility of Selected Commercial Banks In India***) European Journal of Economic, Finance and Administrative Sciences, ISSN 1450-2887 Issue 14, 2008.
11. Stulz, Rene, M, (***Should We fear Derivatives***),Journal Of Economic Perspectives-Vol.18, No. 3,PP.173-192, Summer, 2004.
12. Xinfan men & Xinyan Men (***Hedging effectiveness of Hong Kong stock Index futures Contracts***) International Journal of Business and Management, Vol.3, No. 8, August, 2008.

c) Internet

1. Andani, A. ; Lafuente, J. A. & Novales, A. (Liquidity and Hedging Effectiveness Under Futures Mispricing International Evidence), December,2008. www.ucm.es/.../revised_paper_Andani_Lafuente_Novales_06_1.pdf
2. Chernenko, Sergey, V. ; Bchwarz, Krista B. and Wright, Jonathan, H. (The Information Content of Forward and Futures Prices Market Expectations and Price of Risk),2004. http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2004/808/ifdp808.htm
3. Chiang ,Yi-Chein & Lin, Hui-Ju (Foreign Exchange Exposures Financial and Operational Hedge, Strategies),2007. www.centerforpbbefr.rutgers.edu
4. Choi, Myoungshik, (Areal Currency Futures Hedging Instrument For The Very Short –Term Exposure Risk), 2003. www.s-space.snu.ac.kr/
5. Chourdakis, Kyriakos, (The Derivatives -on- Line Pages), 2003, www.theponytail.net/dol/dolnode22.htm
6. Engel, Charles & Matsumoto, Akito (International Risk Sharing: Through Equity Diversification or Exchange Rate Hedging, 2009. www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09138.pdf.
7. Fewlee, Cheng, Yilee Jang, Wang, Kehluh & Chung Shung Sheu, Yuan (Estimating Future Hedge Ratio: A Generalized Hyperbolic Distribution approach), 2008. www.centerforpbbeft.rutgers.edu/
8. Gorton, Gary B.; Hayashi Fumio & Rouwenhorst, Geert K., (The Fundamentals of Commodity Futures Returns) Yale University, 2007. www.som.yale.edu/.../executivesummary%20june%2012%202007.pdf
9. Hirschey, Mark (Investments, Theory and Applications) Harcourt College Publisher, 2001. www.business.ku.edu/
10. Korn, Olaf, (How Firms Should Hedge :An Exten Sion), 2009, www.uni-goettingen.de/

11. Stulz, Rene.M Cornerstone Research (Demystifying Financial Derivatives)2006. www.cornerstone.com/cornerstone_research_demystifying-financial_derivatives
12. Parcell, Joe and Pierce, vern, (Introduction to Hedging Agricultural Complicities placates with futures Agricultural business G602 December, 2000. www.muconf.missouri.edu/
13. Popov, Vilktor & Stutzmann, Yann How if Foreign Exchange Risk Management? An Empirical Study Applied to two Swiss Companies, 2003 www.hec.unil.ch/
14. Power Gabriel J. & Vedenov, Dmitry V.(The Shape of the Optimal Hedge Ratio: Modeling Joint Spot – Futures Prices Using an Empirical Copula – GARCH Model), 2008 www.farmdoc.uiuc.edu/nccc134/conf_2008/pdf/confp11-08.pdf
15. Ripple, Ronald. D. & Moosa, Imad A., (Futures Maturity & Hedging Effectiveness: The Case of Oil Futures), 2005. www.econ.mq.ed.au/research/2005,hedging effectiveness.pdf
16. Shanker Latha & Balackrishnan, Narayanaswamy (Price Limits And Hedging Effectiveness of Futures Contracts), 2005. www.fma.org
17. Shiraya, Kenichiro & Takahashi, Akihiko (Pricing and Hedging of long-term, Futures and forward Contracts by a three- factor Model) April,2009.www.e.u-tokyo.ac.jp/cirje/research/dp/2009/2009cf618.pdf
18. Stulz, René M. (Demystifying Financial Derivatives), www.cob.ohio-state.edu/fin/faculty/milkeninstitute-pubpaper.2005
19. Taylor, Mykel; Dhuyvetter, Kevin & Kastens, Terry, (Hedging vs. Forward Contracting for Wheat), 2003, www.agmanager.info/marketing/.../forward_contracting_wheat.pdf
20. Varo, Bhavesh (Derivatives-Futures and Options- An Introduction), www.citcindin.org/2002
21. Wong, Kit Pong (Cross-Hedging With Currency Forward Contracts), 2006. www.hiebs.hku.hk/
22. Promo,Y.&Nguyen,Tuan(Alternative Hedging Strategies for Derivatives: Hedging Multi Fractional Brownian Across Different Time Scales), September 9, 2008. www.arbitragis-research.com/
23. Stewart, Scott & Peterson, Stewart (Advanced Feed Buying and Hedging Strategies), February 10, 2009.
24. Spermann, Klaus,(Hedging Foreign Exchange Rate: Theories and Evidence), 2003.

الملاحـــق