

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة تلمسان

كلية العلوم الإقتصادية و التسيير و علوم التجارة

الأدوات المالية المشتقة و فوائد تطبيقاتها

تحت إشراف

بن بوزيان محمد

إعداد الطالبة:

بلعوج سمية

السنة الجامعية: 2006-2007

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة تلمسان

كلية العلوم الإقتصادية و التسيير و علوم التجارة

الأدوات المالية المشتقة و فوائد تطبيقاتها

تحت إشراف

بن بوزيان محمد

إعداد الطالبة:

بلعوج سمية

السنة الجامعية: 2006-2007

بِإِعْوَانِ سَيِّدِهِ

الإدارة العامة للمشتريات وعقوبات

تطيقتها

شكر وتقدير

Inscrit sous le N° 884
Date le 20/08/2006
Cote

إلى أستاذي الفاضل، الدكتور بن بوزيان محمد

على المجهودات الجبارة التي بذلها معي، وعلى تلك المعلومات القيمة

والنصائح الرشيدة التي قدمها لي، حتى أتمكن من إتمام بحثي هذا.

بارك الله وأطال في عمري.

كما أتقدم بالشكر إلى كل من أمد لي يد المساعدة، مهما كانت

درجتها.

الإهداء

باسم الله نحمده ونشكره ونستعين به بعد:

أهدي ثمرة جهدي هذا

إلى روح جدي الطاهرة رحمه الله

إلى سليمة قلمي أُمِّي الغالية ونفحة عمري أُمِّي العزيز

إلى أعز ما أملك في الوجود، إلى أختي، أمين، نوال، مواطن

و دون أن أنسى فاطمة الزهراء

إلى جدي وجدتي أطال الله في عمرهم جميعا

إلى كل الأهل والأقارب

إلى أعز صديقتي كل واحدة باسمها

إلى كل دفعة نقود مالية و بنوك 2004-2005

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1-2	الشروط المحددة في العقود المستقبلية للعملات	59
1-3	أهم العقود المستقبلية المتداولة في الولايات المتحدة الأمريكية	68
2-3	أهم الأسواق المستقبلية المنتشرة عبر أنحاء العالم	74
3-3	كيفية عمل الهامش	84
4-3	كيفية نشر أسعار العقود المستقبلية في صحيفة wall street	92
1-4	أرباح وخسائر المشتري عند مستويات مختلفة من الأسعار السوقية (خيار الشراء)	109
2-4	أرباح وخسائر المشتري عند مستويات مختلفة من الأسعار السوقية (خيار البيع)	113
3-4	ملخص لقرار المشتري والمحرر	115
4-4	القيمة الذاتية للاختيار	122
5-4	العوامل المؤثرة في الاختيار	126
6-4	التوزيع الطبيعي لقيم $N(D)$	135
7-4	كيفية نشر أسعار الإختيار	140
8-4	أرباح وخسائر المستثمر في ظل استراتيجية التغطية باختيار الشراء	142
9-4	أرباح وخسائر المستثمر من وضع التغطية باختيار البيع	144
1-5	توضيح مدفوعات كلا الطرفين في عقد المبادلة	165
2-5	التدفقات النقدية لكلا الطرفين في عقد المبادلة	168
3-5	مدفوعات كلا الطرفين عند مستويات مختلفة لمعدل الفائدة المتغيرة	174
4-5	توضيح ربح المبادلة	186
1-6	المبالغ الاسمية للفترة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق 2001	213
2-6	المبالغ الاسمية للفترة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق 2000	215
3-6	البنود المغطاة مخاطرها وطبيعة المخاطر وأداة المخاطر	216

فهرس الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	المحفظة الاستثمارية الكفأة	24
1-3	إجراءات التسليم في عقود على أدوات الخزانة	77
2-3	كيفية عمل نظام الهامش	82
3-3	أثر تكلفة الاحتفاظ على سعر العقد المستقبلي	89
1-4	موقف محرر و مشتري حق اختيار الشراء بيانيا	110
2-4	موقف محرر ومشتري حق اختيار البيع بيانيا	114
3-4	خريطة ديمسون	139
4-4	وضع المستثمر بيانيا في ظل التغطية باختيار الشراء	143
5-4	وضع المستثمر بيانيا في ظل التغطية باختيار البيع	145
1-5	توضيح عملية المبادلة	158
2-5	مراحل عقد المبادلة	160
3-5	كيفية تبادل رأس المال الأصلي	161
4-5	كيفية دفع الفوائد	162
5-5	كيفية تسديد المستحقات في تاريخ الاستحقاق	162
6-5	موقف الشركة الأمريكية التي تدفع معدل فائدة ثانية بالين	166
7-5	موقف الشركة اليابانية التي تدفع معدل متغير	166
8-5	توضيح عملة المبادلة المهجينة	168
9-5	كيفية عمل عقد مبادلة البضاعة	170
10-5	موقف كل من محرر ومشتري عقد المبادلة	173
11-5	عقد مبادلة CAPS	176
12-5	عقد مبادلة FELOORS	177

179	عقد مبادلة مختلط COLLARS	13-5
184	دور الوسيط في عقد المبادلة	14-5
197	التدفقات النقدية الناتجة عن عملية مبادلة العملات في الدول النامية	1-6
198	التدفقات النقدية لمبادلة العملات في الدول النامية (حالة عملة محلية)	2-6
199	التدفقات النقدية الناتجة عن عملية مبادلة أسعار الفائدة في الدول النامية	3-6
200	التدفقات النقدية الناتجة عن المعاملات مع المؤسسات المالية في الدول النامية	4-6

قوله
فلا ريب
لله
الملك
الغني
الذو الجلال
والاكرام

فهرس المحتويات

المحتويات	الصفحات
شكر وتقدير	
الإهداء	
فهرس الجداول	
فهرس الأشكال	
المقدمة العامة.....أ	
الفصل الأول : مفاهيم أساسية حول الاستثمار	
مقدمة الفصل.....2	
المبحث الأول : ماهية الاستثمار.....3	
المطلب الأول : تعريف الاستثمار.....3	
المطلب الثاني : أهمية دراسة الاستثمار.....5	
المطلب الثالث : طبيعة قرارات الاستثمار.....5	
المطلب الرابع : الفروق الأساسية بين الاستثمار و المضاربة.....7	
المبحث الثاني :مجالات الاستثمار.....9	
المطلب الأول :الاستثمارات المحلية.....9	
المطلب الثاني :الاستثمارات الخارجية.....10	
المطلب الثالث :الاستثمارات الحقيقية أو المادية أو الاقتصادية.....11	
المطلب الرابع :الاستثمارات المالية.....11	
المطلب الخامس :الاستثمارات الأخرى.....13	
المبحث الثالث :أدوات الاستثمار.....13	
المطلب الأول :أدوات الاستثمار الحقيقي.....15	
المطلب الثاني :أدوات الاستثمار المالي.....21	
المبحث الرابع :معرض استثمارية أخرى حديثة.....25	
خلاصة الفصل.....26	

الفصل الثاني: ظهور فكرة المشتقات المالية

27.....	مقدمة.....
29.....	المبحث الأول: ماهية أسواق المال.....
29.....	المطلب الأول: تعريف أسواق المال.....
29.....	المطلب الثاني: أنواعها.....
30.....	المطلب الثالث: أنواع رأس المال.....
30.....	المطلب الرابع: طبيعة العمليات في السوق المنظم.....
40.....	المبحث الثاني: الأسواق الآجلة.....
40.....	المطلب الأول: ظهور الأسواق الآجلة.....
43.....	المطلب الثاني: خصائص السوق الآجلة.....
43.....	المطلب الثالث: طبيعة العمليات في السوق الآجلة وأنواع المتعاملين فيها.....
46.....	المطلب الرابع: الدور الذي يلعبه السوق الآجلة.....
48.....	المبحث الثالث: المشتقات المالية.....
49.....	المطلب الأول: تعريف الأدوات المالية المسبقة وأنواعها.....
52.....	المطلب الثاني: ظهور العقود المستقبلية.....
54.....	المطلب الثالث: ظهور الخيارات.....
55.....	المطلب الرابع: ظهور عقود المبادلات.....
58.....	المبحث الرابع: استثمارات المشتقات المالية.....
58.....	المطلب الأول: التغطية.....
60.....	المطلب الثاني: المضاربة.....
61.....	المطلب الثالث: المراجعة.....
62.....	المطلب الرابع: الرافعة المالية.....
64.....	الخاتمة الفصل.....

الفصل الثالث: العقود المستقبلية

66.....	مقدمة الفصل.....
67.....	المبحث الأول: ماهية العقود المستقبلية.....
67.....	المطلب الأول: تعريف العقود الآجلة و المستقبلية.....
69.....	المطلب الثاني: خصائصها.....
70.....	المطلب الثالث: أركان العقود المستقبلية.....

71.....	المطلب الرابع: الاختلافات بين العقود المستقبلية و الفورية
71.....	المطلب الخامس: الاختلافات بين العقود الآجلة و المستقبلية
73.....	المبحث الثاني: سوق العقود المستقبلية
75.....	المطلب الأول: هيكل سوق العقود
78.....	المطلب الثاني: أنواع المتعاملين في سوق العقود
79.....	المطلب الثالث: نظام الهوامش و التسوية السعرية اليومية
81.....	المطلب الرابع: إقفال العقود
85.....	المبحث الثالث: تسعير العقود المستقبلية
87.....	المطلب الأول: نموذج الراجحة لتحديد سعر العقد المستقبلي
90.....	المطلب الثاني: عوامل اختلاف السعر النظري عن الفعلي
91.....	المطلب الثالث: كيفية نشر أسعار العقود في الصحف
93.....	المبحث الرابع: الحماية و التحوط في سوق العقود المستقبلية
93.....	المطلب الأول: التحوط القصير
93.....	المطلب الثاني: التحوط الطويل
94.....	المطلب الثالث: الشروط الأساسية لعملية التحوط
97.....	خلاصة الفصل

الفصل الرابع: حقوق الاختيار

99.....	مقدمة الفصل
100.....	المبحث الأول: ماهية حقوق الاختيار
100.....	المطلب الأول: تعريف حقوق الاختيار
101.....	المطلب الثاني: أركان الخيارات
102.....	المطلب الثالث: الأنواع المختلفة للخيارات
104.....	المطلب الرابع: السمات الأساسية لحقوق الاختيار
105.....	المطلب الخامس: الاختلافات بين العقود المستقبلية و حقوق الاختيار
106.....	المبحث الثاني: بعض التفصيلات عن حقوق الاختيار
106.....	المطلب الأول: خيارات الشراء
111.....	المطلب الثاني: خيارات البيع
119.....	المطلب الثالث: الضمانات
120.....	المطلب الرابع: قيمة الاختيار

128.....	المطلب الخامس : تنظيم و إدارة سوق الاختيار
132.....	المبحث الثالث: نماذج تقييم حقوق الاختيار
132.....	المطلب الأول : نموذج بلاك و شولز
136.....	المطلب الثاني : نموذج تكافؤ البيع و الشراء
137.....	المطلب الثالث : النموذج البياني
139.....	المطلب الرابع : كيفية نشر أسعار الاختيار في الصحف
142.....	المبحث الرابع: إدارة المخاطر باستخدام حقوق الاختيار
142.....	المطلب الأول: إدارة المخاطر باستعمال اختيار الشراء
144.....	المطلب الثاني : باستعمال اختيار البيع
145.....	المطلب الثالث : إستراتيجيات أخرى
149.....	خلاصة الفصل

الفصل الخامس: عقود المبادلات

151.....	مقدمة الفصل
152.....	المبحث الأول: عقود المبادلة
153.....	المطلب الأول : ماهية عقود المبادلة
155.....	المطلب الثاني: عقود مبادلة أسعار الفائدة
159.....	المطلب الثالث: عقود مبادلة العملات
167.....	المطلب الثالث: عقود المبادلة الهجينة
169.....	المطلب الرابع: عقود مبادلة البضائع
172.....	المبحث الثاني: الأشكال المختلفة لعقود مبادلة أسعار الفائدة
175.....	المطلب الأول: استخدامات عقود مبادلة أسعار الفائدة
175.....	المطلب الثاني: مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة متغير وغير مفيد caps
177.....	المطلب الثاني: مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير والمفيد floors
178.....	المطلب الرابع: عقود المبادلة المختلفة -collars
181.....	المبحث الثالث : كيفية تنضم سوق المبادلة
181.....	المطلب الأول: لمحة تاريخية عن نشأة هذا السوق
182.....	المطلب الثاني: المدق ملون في هذا السوق
185.....	المطلب الثالث: السوق الثانوية للمبادلة
186.....	المبحث الرابع : إدارة المخاطر باستخدام عقود المبادلة

186.....	المطلب الأول: تحسين شروط الأقراس والاقتراض
187.....	المطلب الثاني: الدخول إلى الأسواق المختلفة
187.....	المطلب الثالث: تغطية المخاطر
189.....	خاتمة الفصل
	الفصل السادس: تجارب استعمال المشتقات المالية في بعض الدول النامية.
191.....	مقدمة الفصل
192.....	المبحث الأول: أدوات وخدمات مؤسسة التمويل الدولية لإدارة المخاطر
192.....	المطلب الأول: لمحة عن مؤسسة التمويل الدولية
194.....	المطلب الثاني: أدوات وخدمات إدارة المخاطر ومعايير محاسبتها
196.....	المطلب الثالث: تغطية مخاطر أسعار العملات
198.....	المطلب الرابع: تغطية مخاطر أسعار الفائدة
201.....	المطلب الخامس: المعيار الدولي لمحاسبة المشتقات
203.....	المبحث الثاني: القطاع المالي السعودي في ظل هذه التقنيات الحديثة
203.....	المطلب الأول: مؤسسة النقد العربي
206.....	المطلب الثاني: النظام المالي السعودي والاتجاهات العالمية
207.....	المطلب الثالث: السياسات المتبعة لبناء النظام المالي
210.....	المبحث الثالث: استعمال الأدوات المالية المشتقة في المملكة
210.....	المطلب الأول: تعامل البنك العربي الوطني بالمشتقات
211.....	المطلب الثاني: الهدف من استخدام المشتقات
214.....	المطلب الثالث: تعامل البنك الأهلي التجاري بالمشتقات
216.....	المطلب الرابع: بنك الإمارات العربية للاستثمار
218.....	المبحث الرابع: استعمالات أخرى للمشتقات في الدول النامية
218.....	المطلب الأول: خطر تقلبات أسعار النفط
219.....	المطلب الثاني: الحلول المقترحة لإدارة مخاطر أسعار النفط
220.....	المطلب الثالث: الحواجز المعرقلة لتبني هذه الحلول
222.....	المطلب الرابع: حجم تجارة المشتقات في الدول النامية
226.....	خلاصة الفصل
227.....	الخاتمة
230.....	المراجع

حیٰ ہ | ہ ہ ہ ہ ہ ہ | ہ ہ ۛ ہ ہ ہ ہ ہ ہ |
حیٰ ہ | ہ ہ ہ ہ ہ ہ | ہ ہ ۛ ہ ہ ہ ہ ہ ہ |
ہ ہ | ہ ہ ہ ہ ہ ہ | ہ ہ ۛ ہ ہ ہ ہ ہ ہ |
ہ ہ | ہ ہ ہ ہ ہ ہ | ہ ہ ۛ ہ ہ ہ ہ ہ ہ |

1-المقدمة :

بعد تكوين الثروة و تتميتها أحد الموضوعات التي تجذب انتباه الكثيرين، وأحد السبل التي تحقق ذلك هو مجال الاستثمار. وتعتبر الأسهم والسندات أكثر مجالات الاستثمار جاذبية لدى العديد من الأفراد والمنشآت.

لكن تطورت صناعة الاستثمار في الأوراق المالية، وشكل سعي مستثمري الأسواق الدولية للرساميل لاتقاء أخطار تقلبات الأسعار، معدلات الفائدة، أسعار الصرف واجهة أساسية في اتخاذ القرار. حيث وجد الوسطاء الماليون في هذا الصدد لتقليص الأخطار إمكانيات جديدة تتيح لهم بيع خدماتهم، الأمر الذي يفسر ظهور وسائل مالية جديدة تستخدم بموازاة الوسائل التقليدية أو كبديل عنها بغية الوصول إلى الأموال أو توظيف السيولة، فظهر ما يسمى بالأدوات المالية *les produits derivés* أو ما يعرف بالمستقبلات *futures* والتي يتم التعامل فيها من خلال عقود واتفاقات. ويمكن إجمالها في تعد العقود المستقبلية (*futures contract*) وعقود الخيارات (*options*) أكثر الأدوات المالية المشتقة شيوعا.

بالإضافة إلى هذين النوعين هناك أيضا عقود المبادلة (*swaps*) أو المقايضة فتمثل هذه الأنواع الثلاث إمتدادا لتقنيات كانت موجودة منذ أعوام في أسواق المواد الأولية و أسواق القيم المنقولة أما بعض الأنواع الأخرى فقد ظهرت استجابة لبعض المتطلبات.

فلقد بدأت المشتقات منذ عشرون عاما حيث ولد سوق العقود لأجل الذي كانت عملياته تقتصر على بعض المنتجات الزراعية (الصوجا، القمح، الذرى) وبعض المواد الأولية (النحاس، الرصاص، الزنك)، والذي كان يهدف أساسا إلى حماية المنتجين ضد تقلبات الأسعار، فبفضل هذه العقود يضمن المنتج بيع محصوله الزراعي من جهة كما يتمكن من معرفة السعر الذي سيبيع به محصوله من جهة أخرى.

ففي بداية أعوام السبعينات تبين لاختصاصي الأسواق لأجل (العقود لأجل) المتصلة بالمواد الأولية و المنتجات الزراعية أن الموجودات المالية من أصول مالية، عملات، معدلات الفائدة، ومؤشرات تبرز من الخصائص ما يسمح بتكيفها مع التقلبات المستخدمة بنجاح بالنسبة للمنتجات الطبيعية والزراعية، فكانت فكرتهم انه ممكن أن يحل محل المواد الأولية والمنتجات الزراعية كل ما هو معرض للتقلبات السعرية خاصة بعد التقلبات الحادة و الكبيرة في معدلات الفائدة وأسعار الصرف التي ميزت سنة 1960، وما نتج عنها من مشكل عويص كل هذا أدى إلى ظهور وسائل مالية جديدة والطلب عليها. يتضمن إضافة للمواد الأولية الأصول المالية، العملات، معدلات الفائدة، أسعار العملات....الخ.⁽¹⁾

¹ -yves simon « les marchés derivés » economica 1997* p 11*

وبالفعل فقد جرى التفاوض على أول العقود لأجل المتصلة بالعملات عام 1972 تحت إشراف international monetary market (IMM) والتي أوجدتها شركة شيكاغو وهي mercantile exchange. أما عام 1975 ودائما في شيكاغو أبرم أول عقد يتصل بأوراق مالية ذات الدخل الثابت ثم ظهرت عقود جديدة تتعلق بوسائل مالية أخرى كالمؤشرات، معدلات الفائدة... الخ⁽²⁾ وأصبحت تعرف بالعقود المستقبلية.

إضافة إلى العقود المستقبلية ومن أجل توسيع وتنويع مجموعة الأدوات الاستثمارية المتاحة للمتعاملين قامت البورصات الأمريكية بتكييف جهودها لذلك وكانت نتيجة هذه الجهود ابتكار حقوق الاختيار كنوع ثاني من المشتقات يختلف عن النوع الأول، حيث أصبح موضوع هذه الأخيرة أيضا كل من الأصول المالية، معدلات الفائدة، العملات، المؤشرات... الخ وذلك في نهاية 1985⁽³⁾.

أما عقود المبادلة فقد مورست لأول مرة سنة 1981 بين البنك العالمي BIRD وشركة IBM فقد نما بسرعة فائقة استخدام هذه الأدوات في أسواق البلدان المتقدمة خلال العشر سنوات الماضية، حيث بلغ حجمها الإجمالي القارئ (غير المسدد) أكثر من 90 تريليون دولار أمريكي منذ 30 يونيو 2000⁽⁴⁾ فهي بمثابة التغطية ضد المخاطر المالية، كما تهدف أيضا إلى تحسين تكامل الأسواق المالية من خلال زيادة إمكانيات التغطية، التوظيف، والتداول وتحقيق فوائد غير موجودة في السوق الحاضر. إن هذا التطور لهذه الأدوات منذ ظهورها جعلها تحتل مكانة مرموقة في الحياة المالية في الدول المتقدمة، الشيء الذي جعلها أداة فعالة لإدارة مختلف المخاطر المالية، بالمقابل فإن الدول النامية لم تستفيد من كل ما تقدمه هذه الأخيرة. لذلك على هذه الدول أن تعمل جاهدة على تنويع أدواتها المالية بمواكبة ركب الدول المتقدمة.

2- الإشكالية:

إن هذا النمو المطرد للأدوات المالية المشتقة في الدول المتقدمة، يدفعنا إلى طرح سؤال رئيسي وهو: ما مدى استفادة الدول النامية من المستحدثات المالية والتي تتمثل في الأدوات المالية المشتقة؟ ويتفرغ من هذا السؤال عدة أسئلة جزئية وهي:

- 1- ما المقصود بالأدوات المالية المشتقة؟
- 2- ماهي هذه الأدوات؟
- 3- كيف ظهرت؟ من أهم المتعاملون بها؟ ما هي أصنافهم ودوافعهم؟
- 4- ما هو الدور الذي تلعبه هذه الأدوات والذي أدى بها إلى هذا النمو المطرد؟

² فرانسوا لروا ترجمة حسن الضيقة "الأسواق الدولية للرساميل" المؤسسة الجامعة 1991 ص 290

³ - yves simon « les marchés dérivés » ref op cit *p66

⁴ - ch ristian descamps – jacque soichot « question financière internationale » titec 1995* p 68*

كان لا بد لنا من التطرق إلى موقف الدول النامية من هذه المستجدات المالية، فقط على توسيع نظام مالي قوي ذو كفاءة وقدرة على مواجهة أية صدمات خارجية لا تعتمد فقط على توسيع إطار المؤسسات المالية فحسب وإنما أيضا بتحسين وتنويع جودة الأدوات المالية الممنوحة للمستثمرين، إضافة إلى هذا وكما تعلم أن معظم الدول النامية هي دول تغطية تعتمد بدرجة كبيرة على مدا خيل البترول، غير أن أسعار هذا الأخير معرضة لتقلبات دائمة.

وعليه فالأداء الفعال لهذه الأدوات قد يكون حافزا للدول النامية اخذ قسطها من هذه المستخدمات. لكن لنجاح خطة دخول الدول النامية في عمليات مستقبلية أي استخدام هذه الأدوات لا بد من توفر شرطين أساسيين:

- أن يكون الطرف الآخر في هذه العمليات هو الدول الصناعية وذلك للاستفادة من الخبرات والمهارات في هذا المجال.
- توفر الكوادر الوطنية المؤهلة لإدارة عمليات كبيرة جراء استعمال هذه الأدوات، خاصة الأسواق المالية الكفأة.

3- أهداف الدراسة:

إن الهدف الأساسي من هذه الدراسة هو تسليط الضوء على هذه المستجدات، والتعريف بها وبكل ما تقدمه من إمكانيات توسيع وتنويع الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين والتغطية ضد المخاطر المالية. وخاصة للذين لا يرغبون في تحمل المخاطر إضافة إلى ذلك إبراز المزايا التي تتحلى بها هذه الأخيرة، فهي وسيلة فعالة لتحسين السيولة المالية، وتقادي التقلبات الحادة التي تؤثر على التوازن المالي، كما نهدف بدراستنا هذه إلى معرفة ما إذا كانت الدول النامية تستفيد من هذه الفوائد أم لا .

4- أهمية الدراسة:

إن هدف التغلب على المخاطر يعتبر هدف أساسي للدول المتقدمة والنامية على حد السواء، وخاصة بالنسبة للدول النامية باعتبارها لم تلحق بالركب بعد، لكن هذا الهدف يتطلب أساليب لتنفيذه، وبالتالي فالأدوات المالية المشتقة تعتبر أهم هذه الأساليب، لما توفره من إمكانية التغطية، التوظيف والتداول كما تعتبر من مصادر التمويل والذي يحتاج إليه الدول النامية بشكل كبير.

5- أسباب اختيار الموضوع:

- هناك عدة أسباب لاختيار هذا الموضوع نوجزها في ما يلي:
- الدور الذي تلعبه المشتقات المالية في إنعاش الاقتصاد.
 - اعتبار الأدوات المالية المسبقة كمرآة عاكسة لقدرات الاقتصاد على مواجهة أية صدمة.
 - قلة البحوث المقدمة في الموضوع نظرا لحدائته.
 - كون الموضوع في التخصص الذي انتهجته في دراستي نقود بنوك ومالية.

6- الدراسات السابقة:

من الدراسات التي تناولت بعض أجزاء هذا الموضوع هي:

- 1- بن حاسين بن عمر "عقبات قيام الأسواق المالية في الدول النامية" جامعة تلمسان، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية سنة 2003-2004، وهي رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك ومالية، والإشكالية التي يدور حولها هي ما هي أهم عقبات قيام الأسواق المالية في الدول النامية؟
 - 2- مصطفى عبد اللطيف "دور البنوك والأسواق المالية في تمويل النشاط الاقتصادي" جامعة تلمسان كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية سنة 2003 وهي عبارة عن رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، والإشكالية التي يدور حولها هي ما هو الدور المكمل الذي تلعبه البورصة؟
- لكن من خلال هذه الدراسة لم يتم التطرق إلى الأسواق الآجلة.

7- محتويات الدراسة:

للإجابة على الإشكالية أعلاه قسمنا بحثنا هذا إلى ستة فصول.

تتاولنا في الفصل الأول مفاهيم أساسية حول الاستثمار حيث نعرف فيه الاستثمار، وأهم مجالاته وأدواته. أما الفصل الثاني فتتاولنا فيه كيفية ظهور فكرة المشتقات المالية، فتعرضنا في المبحث الأول إلى ماهية أسواق المال وأهم تقسيماتها، وفي المبحث الثاني إلى الأسواق الآجلة وكيفية ظهورها، أما المبحث الثالث فتعرضنا فيه للمشتقات المالية وكيفية ظهورها وكذا الأنواع الرئيسية المكونة للمشتقات المالية. بينما المبحث الرابع فتعرضنا فيه لأهم استخدامات المشتقات المالية والتي تتمثل في التغطية، المضاربة والمراجعة.

أما الفصل الثالث فتعرضنا من خلاله إلى النوع الأول من المشتقات وهو العقود المستقبلية، فالمبحث الأول تعرض لماهية العقود المستقبلية من خلال تعريفها، إبراز أهم خصائصها. أما المبحث الثاني فتناول كيفية تنظيم وإدارة سوق العقود المستقبلية، أما المبحث الثالث فتعرض لكيفية تسعير العقود المستقبلية أي تحديد السعر المستقبلي،، والمبحث الرابع فتناول كيفية إدارة المخاطر باستخدام العقود المستقبلية.

تناول الفصل الرابع النوع الثاني من المشتقات وهو الخيارات أو حقوق الاختيار. فالمبحث الأول تعرض لماهية حقوق الاختيار من خلال تعريفها، إبراز أهم خصائصها، كيفية تنظيم وإدارة سوق الخيارات و المبحث الثاني تناول الأنواع المختلفة لحقوق الاختيار، أما المبحث الثالث فتعرض لمختلف نماذج تقييم حقوق الاختيار والمبحث الرابع تناول كيفية إدارة المخاطر باستخدام حقوق الاختيار.

تناول الفصل الخامس النوع الثالث من المشتقات وهو عقود المبادلات أو المقايضة، ففي المبحث الأول تعرضنا لماهية عقود المبادلة، وفي المبحث الثاني تناولنا أهم الأشكال المختلفة لعقود المبادلة، أما في المبحث الثالث تناولنا مميزات سوق المبادلات. والمبحث الرابع كيفية استعمال عقود المبادلة لإدارة المخاطر.

تناول الفصل السادس تجارب إستعمال المشتقات المالية في بعض الدول النامية ، ففي المبحث الأول تعرضنا لأدوات إدارة المخاطر المقدمة من مؤسسة التمويل الدولية وفي المبحث الثاني تعرضنا للنظام المالي السعودي في ظل المستحدثات المالية، أما في المبحث الثالث فتناولنا كيفية استخدام الأدوات المشتقة في المملكة العربية السعودية و الإمارات المتحدة ، وفي المبحث الرابع تعرضنا لإستخدامات أخرى للمشتقات بالنسبة للدول النفطية.

الفصل الأول
الأول

مفاتيح السيرة
الأول

الاستثمار
الأول

مقدمة الفصل

المبحث الأول : ماهية الاستثمار

- المطلب الأول : تعريف الاستثمار
- المطلب الثاني : أهمية دراسة الاستثمار
- المطلب الثالث : طبيعة قرارات الاستثمار
- المطلب الرابع : الفروق الأساسية بين الاستثمار و المضاربة

المبحث الثاني : مجالات الاستثمار

- المطلب الأول : الاستثمارات المحلية
- المطلب الثاني : الاستثمارات الخارجية
- المطلب الثالث : الاستثمارات الحقيقية أو المادية أو الاقتصادية
- المطلب الرابع : الاستثمارات المالية
- المطلب الخامس : الاستثمارات الأخرى

المبحث الثالث : أدوات الاستثمار

- المطلب الأول : أدوات الاستثمار الحقيقي
- المطلب الثاني : أدوات الاستثمار المالي
- المطلب الثالث : المحفظة الإستثمارية كأداة إستثمارية

المبحث الرابع : مخرص استثمارية أخرى حديثة

خلاصة الفصل

مقدمة الفصل

إن كل النشاطات الاقتصادية على اختلاف أنواعها تعتمد على رؤوس الأموال، وذلك لاستخدامها الآن بهدف تحقيق أرباح ومنافع مستقبلية، وهذا ما يعرف بعملية الاستثمار. وعلى هذا أصبحت الدراسات الخاصة بتقييم مشروعات الاستثمار ذات أهمية بالغة، وأصبح موضوع التخطيط الاستثماري هو الآخر يلعب دورا هاما خاصة في مجال الأعمال.

نفس الشيء بالنسبة للأفراد فقد يفضل البعض تأجيل الاستهلاك الحاضر أو الحالي أو بعضا من استهلاكهم حتى يتمكنوا من استهلاك أكبر وأفضل في المستقبل، معني هذا أن الشخص الذي يدخر جزء من دخله أو ثروته الحالية يفعل ذلك بدافع الاعتقاد أن المنفعة المتوقعة التي قد يحصل عليها في المستقبل تكون أكبر من المنافع في الوقت الحالي.

وعلى هذا الأساس فالشخص الذي يفكر في إشباع حاجاته هو أمام مشكلتين وهما: تحديد مقدار الاستهلاك الحالي، ومقدار الاستهلاك المستقبلي، ومن هنا يتضح أن قرار الاستهلاك بصاحب دائما قرار الاستثمار في نفس الوقت. فمثلا إذا اتخذ أحد قرار استهلاك كل دخله حاليا فنقول أن هذا الشخص قد اتخذ قرار بعدم الاستثمار أو قرار الاستثمار سالب.

ويتوقف قرار الاستثمار على أساسين هامين وهما: العائد المتوقع من هذا الاستثمار ومخاطرته. فالمستمر الرشيد يأخذ في الحسبان عند أخذ قرار الاستثمار كل من العائد والمخاطر معا. فله الاختيار بين مختلف مجالات هذا الأخير التي تتسم بالتنوع و التعدد وكذا الأدوات المستعملة من أجل ذلك. سواء كانت المعروفة والمعهودة منها أو الأدوات الحديثة التي ابتكرت مؤخرا.

ومن أجل هذا أو نظرا لما تكتسبه هذه العملية من أهمية ارتأينا أن يكون هذا الفصل ملما لأهم المفاهيم الأساسية لهذه الأخيرة، لهذا سنتطرق لتعريف الاستثمار وإبراز الدور الأساسي الذي يلعبه، لا كما سنبين طبيعة قراراته وكذا الأسس التي يقوم عليها اتخاذ قرار الاستثمار. لننتقل إلى عرض مختلف المجالات التي تتيح للمستمر فرصة إنفاق أمواله. والوسائل التي تمكنه القيام بذلك. ولم تكتف بالوسائل المعروفة بل سنسلط الضوء على الوسائل الحديثة التي وجدت أساسا للتقليل من عنصر المخاطرة ولكن دون التقليل من العائد، ولتوسيع حجم الفرص المتاحة أمام المستثمر.

المبحث الأول: ماهية الاستثمار

المطلب الأول: بتعريف الاستثمار

بما أن للاستثمار علاقة وثيقة بالادخار، فالادخار هو أساس الاستثمار، وبما أن هذا الأخير يتوقف على الاستهلاك فلا استثمار علاقة أيضا بالاستهلاك. وهذه المتغيرات هي أساس علم الاقتصاد إذن فمفهوم الاستثمار يستمد أصوله من علم الاقتصاد.

فالمفهوم العام أو الشامل للاستثمار هو " إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة، ثم توجيه هذه الأموال إلى الاستثمار وليس للاكتناز"⁽¹⁾

كما يقصد بالاستثمار " التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة ولفترة من الزمن بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية، وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم مع توفير عائد معقول مقابل تحمل المخاطر المتعلقة باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات "⁽²⁾

كما يوجد تعريف آخر للاستثمار " وهو قيام المؤسسات أو الأفراد بشراء أحد الأصول المالية، والتي تنتج عوائد معينة في فترة زمنية، وذلك بأقل الأخطار الممكنة"⁽³⁾

و آخر تعريف هو "تخصيص و تشغيل قدر من الموارد المتاحة للمنشأة بغرض تحقيق فوائد مستقبلا مع تقليل المخاطر الاستثمارية إلى أدنى حد ممكن."⁽⁴⁾

ومن خلال هذه التعاريف يمكن استخراج العناصر الأساسية التي تصاحب عملية الاستثمار والتي تتمثل في:

- 1- التضحية بقيم حالية، أي تحديد القيمة التي لا يمكن استهلاكها.
- 2- توقع الحصول على قيم أكبر في المستقبل، أي التوقعات المستقبلية مع الأخذ بعين الاعتبار مدة الانتظار
- 3- العائد المنتظر، وهو ليس مؤكدا حيث تصاحبه درجة من عدم التأكد التي تشير إلى المخاطرة، وهذا العنصر له أهمية خاصة في عملية الاستثمار حيث يعتبر أساس التفرقة بين مفهوم الاستثمار ومفهوم الادخار، فالادخار وإن كان خطوة أساسية نحو الاستثمار إلا أنه لا يعمل درجة عدم التأكد.

1- الدكتور عبد الغفار حنفي "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية 2000* ص16*
2-الدكتور محمد مطر " إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية" المكتبة الوطنية عمان- الأردن 1993* ص20*
3-الدكتور محمد صالح جابر " الاستثمار بالأوراق المالية: مدخل التحليل الأساسي والقني للاستثمارات" عمان 1989* ص53*
4-الدكتور عبد الغفار حنفي لاسمىة قرياقص " الأسواق و المؤسسات المالية، البنوك و شركات التأمين و البورصات و صناديق الإستثمار " مركز الإسكندرية للكتاب الأز اريطة 1999 *ص339*

فقد يفضل شخص أن يكون مدخرا على أن يكون مستثمرا، أي انه يفضل الحصول على عائد مؤكد أو مقبول والذي يتمثل في سعر الفائدة بدلا من الدخول في احتمالات حول الحالة الاقتصادية، الاستقرار السياسي، السياسة العامة للدولة، السياسة النقدية والمالية، السياسات الاقتصادية العامة ككل، وكذلك الإجراءات والاستراتيجيات الخاصة بقطاعات الاستثمار عامة كانت أو خاصة. والتي قد تؤدي إلى عدم الحصول على أي عائد على الإطلاق أو التعرض لخسارة في بعض الأحيان. ولكن قد نتساءل هل ما يزيد عن حاجات الإنسان كاف للقيام بعملية الاستثمار؟

إن أساس عملية الاستثمار هو الفوائض النقدية التي تزيد عن حاجة الأفراد والمؤسسات، وذلك لأنه من يدخر ما يزيد عن حاجته فهو يساهم في توفير الأموال اللازمة للاستثمار. فممكن أن يفرق بين الادخار والاستثمار باعتبار أن الادخار هو التخلي عن إشباع رغبة استهلاكية الآن يقصد تأمين استهلاك في المستقبل، ولكن مع عدم وجود حد أدنى من المخاطرة، أما الاستثمار فالعكس هو التخلي عن إشباع رغبة استهلاكية الآن بقصد الحصول على إشباع أكبر في المستقبل. ولكن هذه الفوائض النقدية غير كافية للقيام بعملية الاستثمار بل توجد آخر يجب توفرها. تمثل هذه الشروط في مايلي: (1)

1- الوعي الاستثماري:

فبوجود هذا الوعي يحس المستثمرين بالمزايا والفوائد المتواجدة في عملية الاستثمار، وهذا ما يدفعهم للاستثمار بدلا من تجميد أموالهم.

2- المناخ الملائم:

والذي يتمثل في مناخ يتوفر فيه حد أدنى من الأمان والاستقرار، وهذا ما يشجع المستثمرين للقيام بعملية الاستثمار، وكذلك يساعد على جلب الاستثمارات الأجنبية. إضافة إلى ذلك وجود قوانين تحمي حقوق المستثمرين.

3- المكان الملائم:

والذي يتمثل في سوق مالي كفؤ وفعال يجمع ما بين رغبة المدخرين أو المقرضين الراغبين في استثمار أموالهم وكذا المقرضين أو المستثمرين الراغبين في الحصول على هذه الأموال، ويوفر لهم كل أوجه الاستثمار التي تتيح لهم فرصة اختيار الوجه المناسب سواء من حيث الأداة، التكلفة، أو المخاطرة.

وإضافة إلى هذا فعلى المستثمر، استثمار المدخرات الزائدة عن الاحتياجات الخاصة وليست المبالغ المخصصة للحالات الطارئة ذات المدى القصير كتسديد فواتير المستشفى، ولا يجوز الاقتراض أبدا للاستثمار لأن المستثمر معرض لخسارة رأس المال كله.

¹ - www.arabiyat.com/juin2000/economy2-htm

كما انه من الأحسن الاستثمار لأول مرة أن يقتصر على جزء صغير من المدخرات مثلا 20% ومع اكتساب الخبرة والتجربة تزداد هذه النسبة. ولا يجب على المستثمر أن يندم على الخسارة بل عليه أن يخطط بتعقل ويفكر للمستقبل بدقة، ولكن إذا لم يجد المستثمر الرغبة لديه من جديد فليتوقف.

المطلب الثاني: أهمية دراسة الاستثمار

إذا تحصل شخص على مبلغ مالي فهو يكون أمام عدة قرارات لنفقة هذا المبلغ، فله الاختيار، إما أن يضعه في البنك كوديعة مالية أو يقوم بتوظيفه في استثمارات إما مباني، أراضي، أوراق مالية... الخ.

فالمشكل هنا هو معرفة كيفية توظيف هذا المبلغ، فإذا قرر استثمار هذا المبلغ وبما أن الاستثمار هو تضحية بأموال حاضرة مقابل أموال مستقبلية أكبر ولكن غير مؤكدة، فمن الواجب أن يكون للمستثمر الخبرة الكافية التي تمكنه من تحقيق العوائد المتوقعة. وأيضا بمستوى مخاطرة يكون قادرا على تحملها وعلى هذا يجب عليه الإلمام بكل أساسيات الاستثمار.

فلو أراد المستثمر توجيه استثماراته في الأسهم والسندات أي الاستثمار المالي، فيحتاج إلى مهارات في هذا المجال تساعده للتعامل في المؤسسات المالية المختلفة. فمثلا التعامل في الأسواق المالية تحتاج إلى سمسار الذي يجب أن يكون مختصا في مجال الاستثمار وخاصة في عمليات البيع والشراء للأوراق المالية كما تحتاج أيضا بنوك الاستثمار والبنوك التجارية وشركات التأمين إلى محللين لتحليل الأوراق المالية. وذلك للتعريف بأسعارها وكذا مساعدة العملاء على اتخاذ القرارات المتعلقة بالبيع أو الشراء. فمثلا (1) في الدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية فإن كلمة استثمار تتضمن جميع المهن والحرف التي لها علاقة بالتمويل، والتأمين، والاستثمار العقاري، وتشهد هذه العمليات تطورا كبيرا وملحوظا مقارنة مع الصناعات الأخرى، فهناك أشخاص مختصين بتقديم النصائح ويطلق عليهم مستشاري الاستثمار وآخرين يقومون بعمليات البيع والشراء. وهناك من يتولى عملية نقل ملكية الأصول المالية من مستثمر لآخر، ولهذا فإن كل شخص يحتاج إلى مهارات وخبرات كافية تمكنه من القيام بوظيفته ومن هنا يتجلى أهمية دراسة الاستثمار للقيام بعدة وظائف في قطاع المنشآت المالية.

المطلب الثالث: طبيعة قرارات الاستثمار

إذا كانت قرارات التمويل تتمثل في تحديد كل من أنواع الأموال مصادرها، كيفية الحصول عليها، وكذا تكاليف الحصول عليها، وبالتالي تحديد رأس المال الأمثل، فإن قرار الاستثمار يتمثل في تحديد

¹ - الدكتور محمد صالح الحناوي " تحليل و تقييم الأسهم والسندات " الدار الجامعية * ص 15 *

الكيفية المثلى لتوظيف هذه الأموال الناتجة عن قرار التمويل للحصول على عوائد ملائمة وبمستوى مخاطرة مقبول ولتحقيق العائد الملائم أو المرغوب فيه فإن على المستثمر اختيار البديل المناسب أو الاتجاه المناسب للاستثمار من بين البدائل المتاحة أو القرض الاستثمارية المتنوعة، ولكي يتم هذا الاختيار على المستثمر أن يتبع عدة طرق والتي تجملها في ما يلي:(1)

1- تحديد كل البدائل المتاحة أي الفرص الاستثمارية التي يمكن للمستثمر أن يوجه أمواله إليها.

2- التحليل الاستثماري أي تحليل البدائل المتاحة.

3- الموازنة أو المقارنة بين هذه البدائل المختلفة مثلا من حيث العائد و المخاطرة.

4- اختيار البديل الملائم

فقد تكون هذه البدائل الاستثمارية عبارة عن الاستثمار في العقارات، السلع، الأراضي، الأوراق المالية... الخ أو قرص استثمارية أخرى.

أما التحليل الاستثماري فتعبد ويتنوع لتنوع وتعدد مجالات الاستثمار، فيمكن أن يشمل التحليل الاستثماري كل من تحليل: العوامل الداخلية، العوامل الخارجية، والتحليل الجوهرية أو الأساسي. فيما يخص العوامل الداخلية فهي تتمثل في ميول ورغبات المستثمرين التي تختلف من مستثمر لآخر، فكل مستثمر له رغبة كبيرة في تحقيق عوائد مناسبة و ملائمة لا تقل عن المبلغ المستثمر، فهو يريد تحقيق عائد أو دخل ثابت ومنتظم، كما يهدف إلى المحافظة على القوة الشرائية للأموال، ودرجة مخاطرة منخفضة، أو قابلة للتحمل، فهو من كل هذا يريد أن يضمن سلامة رأس المال المستثمر. أما العوامل الخارجية فتتمثل في كل ما يمنع تحقيق رغبات المستثمر مثلا: التضخم وماله من تأثير على القوة الشرائية للأموال المستثمرة، الاستقرار السياسي، القوانين أو الأنظمة المتبعة الضرائب أو الرسوم الجمركية.

وأخيرا التحليل الأساسي أو الجوهرية والذي يتمثل في تحليل البدائل المتاحة نفسها أي العوامل الخاصة بكل بديل، مثلا: العائد على كل بديل، طبيعة هذا العائد (الأسهم عائدها يتمثل في الأرباح، السندات عائدها يتمثل في سعر الفائدة)، ماهي العوامل التي تؤثر في هذا العائد(الأسهم عائدها يتوقف على المركز المالي للمؤسسة).

ويتضمن التحليل الأساسي تحليلا آخر و هو التحليل الفني الذي يتمثل في الأسعار و العوامل المؤثرة فيها. فعلى أساس هذا التحليل أي التحليل الفني يتم تحديد الأسعار الماضية وتوقع الأسعار في المستقبل و يبحث المستثمر فيما إذا كانت هناك علاقة بين السعريين أي السعر في الماضي والسعر المستقبلي.(2)

1-الدكتور زياد رمضان " مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي " دار وائل للنشر 1998* ص 25*
2- الدكتور زياد رمضان "مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي " مرجع سابق*ص26*

ويمكن أن نجمل العوامل الخاصة بكل بديل فيما يلي:(1)

- العائد المتوقع من كل بديل.
- درجة المخاطرة.
- السيولة سواء المتوفرة في بديل نفسه أو المتوفرة للحصول على البديل.
- تكاليف هذا البديل.

وعليه فإنه على أساس هذا التحليل يستطيع المستثمر أن يوازن أو يقارن بين كل البدائل المتاحة ليتمكن من اختيار البديل المناسب أو الملائم، فعلي المستثمر الرشيد أن يتبع هذه الخطوات قبل اتخاذ قرار الاستثمار و على أساس هذه التحاليل التي يقوم بها المستثمر يمكن أن تستخلص المبادئ التي تقوم على أساسها عملية الاستثمار .

ماهي مبادئ الاستثمار ؟

إن المبادئ الأساسية لعملية الاستثمار يتمثل فيما يلي:(2)

- مبدأ الاختيار:

ويتمثل في البحث عن فرص استثمارية متعددة، أي القيام بحصر كل الاتجاهات الممكنة للاستثمار، التي يمكن على أساسها اختيار الاتجاه المناسب، ويتطلب هذا المبدأ توفر الخبرة الكافية للمستثمر .

- مبدأ المقارنة:

يكون أساس هذا المبدأ هو التحليل الجوهرى الذي يمكن من المقارنة بين مختلف البدائل المتاحة على أساس العوامل الخاصة بكل بديل.

- مبدأ الملائمة:

وهنا يأتي دورا اختيار البديل المناسب، أي الاستثمار المناسب، الأداة المناسبة الذي يتماشى مع رغبة المستثمر وميوله، فكل مستثمر يختار البديل الذي يحقق له معدل عائد ملائم، درجة مخاطرة ملائمة قابلة للتحمل، ودرجة سيولة ملائمة.

- مبدأ التنوع:

يهدف تنوع الاستثمار أي الاستثمار في أكثر من أصل سواء مالي أو حقيقي إلى تقليل المخاطر.

المطلب الرابع: الفروق الأساسية بين الاستثمار والمضاربة:

إن المضاربة تعني استعداد الشخص لأن يتحمل درجة كبيرة من المخاطرة، وذلك لتحقيق أرباح أكبر التي قد تنتج عن التقلبات أو التغيرات في أسعار السلع أو الأوراق المالية التي يستثمر أمواله فيها فيطلق على هذا الشخص باسم "المضارب speculator".

¹- الدكتور زياد رمضان "مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي " مرجع سابق*ص26*

²- الدكتور خالد وهيب الراوي " الاستثمار: مفاهيم، تحليل، استراتيجية " دار المعصرة للنشر 1999* ص33*

أما الاستثمار فهو استعداد الشخص لتحمل درجة من المخاطرة ولكنها تكون معقولة نوعا ما وذلك للحصول على أرباح ملائمة أو معقولة والتي قد تتمثل في الأرباح (حالة الأسهم)، الفائدة (حالة السندات) أو إيجار العقار... الخ ويطلق على هذا الشخص "مستثمرا investor".⁽¹⁾ من خلال هذين التعريفين يمكن أن نستنتج أن المضارب هو مستثمر ولكن يتحمل مخاطرة يتعدى الحدود المعقولة، وبناء على هذا يمكن التمييز بين الاستثمار والمضاربة على أساس معايير متنوعة منها:⁽²⁾

1- معيار الزمن:

فالمضارب يركز عملياته على المدى القصير، وذلك لتحقيق أكبر ربح ممكن خلال فترة زمنية أقصر، بينما المستثمر يركز عملياته على المدى الطويل و ذلك لتحقيق أكبر ربح ممكن لأطول مدة ممكنة.

2- هدف القرار:

ويقصد به الموضوع الذي يركز عليه كل من المضارب، والمستثمر عند القيام بعملية المضاربة أو الاستثمار فالمضارب يهتم بفترة أو تاريخ الاستحقاق بما أن عملياته تركز على المدى القصير أما المستثمر فيهتم بالعائد بما أن عملياته تكون في المدى الطويل.

3- المخاطرة:

ويقصد بها درجة استعداد كل من المضارب والمستثمر لتحمل المخاطر، وعليه فالمضارب يتحمل درجات عالية من المخاطرة عكس المستثمر الذي يكون أقل تحملا للمخاطر مقارنة بالمضارب.

4- الربح:

وهو العائد المحقق من كل عملية، فالمضارب يهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية بأقصى سرعة ممكنة، أما المستثمر فيهدف إلى تحقيق أرباح مستمرة وتكون في الأجل الطويل.

¹ - الدكتور زياد رمضان " مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي " مرجع سابق *ص15*

² - www.arabyat.com/juin2001/economy2-htm

المبحث الثاني: مجالات الاستثمار

إن مفهوم الاستثمار يشمل عدد كبير من الأنشطة، فقد يتمثل الاستثمار مثلا: في شهادات الإيداع ، صناديق الاستثمار ، الأسهم ، المباني ، الأراضي ، العقارات ...الخ، سواء كانت داخل الوطن أو خارجه، ومن هنا نستنتج أن مجال الاستثمار واسع وشاسع، فالمقصود هو نوع وطبيعة النشاط الذي توجه له الأموال المستثمرة.

ويمكن تقسيم مجالات الاستثمار على أساس عدة معايير كالتالي:(1)

أولاً: على أساس الموقع الجغرافي، أي الاستثمارات المحلية والاستثمارات الخارجية.

ثانياً: على أساس طبيعة الاستثمار: والمقصود به نوع الأصول المستخدمة للاستثمار فقد تكون أصول مادية كالمباني، العقارات...الخ وهذا النوع يعرف بالاستثمار المادي أو الحقيقي أو الاقتصادي أو قد يكون أصول مالية كالأسهم والسندات، وهذا يعرف بالاستثمار المالي. ويوجد ارتباط وثيق بين الاستثمار المالي والمادي، فالاستثمار المالي يوفر الأموال اللازمة للاستثمار المادي.

ثالثاً: على أساس القائم بالاستثمار: فيمكن التفرقة بين ما يقوم به الأشخاص الطبيعيين وما تقوم به المؤسسات والشركات كأشخاص اعتباريين ولذلك فالتقسيم يشمل الاستثمار الشخصي والاستثمار المؤسسي.

رابعاً: على أساس تعدد وتنوع الاستثمارات: فقد يقوم الشخص سواء كان طبيعياً أو اعتبارياً باستثمار واحد أو استثمار متعدد في نفس الوقت، ولذا يمكن أن نقسم الاستثمار إلى استثمار فردي ومتعدد.

وأخيراً يمكن أن نضيف كل من الاستثمار العام والخاص.

المطلب الأول: الاستثمارات المحلية: (local investment)

وتتمثل الاستثمارات المحلية في الفرص الاستثمارية المتواجدة في السوق المحلي ، أي جميع الأموال المستثمرة داخل الدولة سواء كانت من قبل مؤسسات أو أفراد المهم أنها تكون داخل حدود الدولة ، وذلك باختلاف أدوات الاستثمار المستخدمة ، وتحقق الاستثمارات المحلية عائداً اجتماعياً يتمثل في القيمة المضافة للنتائج القومي.

¹ -R – ferrendier et V.Koen « Marchés des capitaux et techniques financière » economica – paris 1989*p92*

المطلب الثاني: الاستثمارات الخارجية (foreign investment)

وتتمثل الاستثمارات الخارجية في الفرص الاستثمارية المتواجدة في السوق الأجنبي، أي جميع الأموال المستثمرة خارج الدولة وقد تكون مباشرة أو غير مباشرة. إن الاستثمارات الخارجية توفر للمستثمر القدرة على اختيار الأدوات الاستثمارية ذات العائد المرتفع، كما يمكن للمستثمر أن يوزع أخطار الاستثمار نظرا لتعدد أدوات الاستثمار المتاحة و كذا وجود الأسواق المنتظمة و المخصصة للتعامل بمختلف أدوات الاستثمار كأسواق الأوراق المالية، أسواق السلع، أسواق الذهب، اسواق العملات الأجنبية... الخ و لكن رغم كل هذه الميزات التي تتمتع بها الاستثمارات الأجنبية إلا انه توجد بعض الاعتبارات التي يجب مراعاتها من قبل المستثمر و التي تتمثل في الشعور بالانتماء الوطني و العائد الاجتماعي الذي تحققه الاستثمارات المحلية.

المطلب الثالث: الاستثمارات الحقيقية أو المادية أو الاقتصادية

ويقصد بالاستثمار المادي أو الحقيقي استخدام الأموال للحصول على أصول مادية أو حقيقية ملموسة، كالمباني، العقارات، المعدات... الخ، أي الأصول التي لها كيان مادي ولها علاقة بالطبيعة والبيئة فالأصل المادي أو الحقيقي هو كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته، وينشأ عن استخدامه منفعة اقتصادية إضافية.⁽¹⁾

فمثلا: السهم ليس أصل حقيقي، قد نتساءل لماذا؟ لأنه حسب التعريف عبارة عن وثيقة تعطي لحاملها الحق في المطالبة بنصيبه من الأرباح عند توزيع أرباح الشركة وأيضا للمطالبة بحقه عند تصفية الشركة.

نفس الشيء بالنسبة للسند فهو ليس أصل حقيقي لأنه عبارة عن وثيقة تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالفوائد المتفق عليها عند إصدار السند وقت حلول تاريخ الاستحقاق.

فكلا من السهم والسند لا يمكن اعتبارهم أصولا حقيقية مادية ملموسة لأنها لا تعطي لحاملها حق حيازة أصل حقيقي مادي ملموس، أما تلك الوثيقة التي تمثل السهم أو السند في حد ذاته فتستتبط قيمتها من قيمة الأصول الحقيقية الموجودة في الشركة.

إن الاستثمارات الحقيقية تتميز بنوع من الأمان مقارنة مع الاستثمارات الأخرى ولكن يبقى دائما عنصر المخاطرة موجود. والذي يتمثل في عدم تجانس الأصول الحقيقية الذي يؤدي إلى صعوبة تقييم هذه الأصول. كما ينتج عن هذه الاستثمارات تكاليف غير مباشرة كتكاليف النقل، التخزين، الصيانة... الخ.

¹ - الدكتور محمد صالح حناوي/ نهال فريد مصطفى/ جلال إبراهيم العبد " الاستثمار في الأسهم والسندات" الدر الجامعية سنة 1999 *ص 93*

وكل الاستثمارات الأخرى تتطلب هذه الاستثمارات المهارة والخبرة وذلك لعدم وجود سوق ثانوي فعال ومنتظم للقيام بعمليات البيع والشراء.

المطلب الرابع: الاستثمارات المالية

يتمثل الاستثمار المالي في كل حق ينشأ عن المعاملات المالية بين الناس، ويسمى هذا الحق بالأصل المالي الذي يتم تداوله في السوق المالي⁽¹⁾ لكن هذه الأصول المالية لا تعطي لحاملها حق حيازة أصل حقيقي وإنما المطالبة به. وتتمثل الاستثمارات المالية أيضا في المعاملات التي تتم في السوق الثانوي، و على عكس الاستثمارات الحقيقية، فإن الاستثمارات المالية لا تنشأ عنها أي منفعة اقتصادية أو زيادة في الناتج القومي رغم الارتفاع الذي تعرفه أسعار الأوراق المالية.

ولكن هناك حالات خاصة نشأ فيها عن الاستثمارات المالية قيمة إضافية، والتي تتمثل في حالة إصدار مثلا "شركة صناعية كبرى" أسهما إضافية بهدف التوسع، فقد تحمل هذه العملية في طياتها استثمارا حقيقيا لأن الأموال المتحصل عليها من جراء هذه العملية قد تستخدم لشراء أصول حقيقية جديدة.

وتعتبر الاستثمارات المالية أكثر الأماكن استقطابا للأموال وذلك لأنها تتم في أماكن أكثر تخصصا وكفاءة وهي الأسواق المالية التي هي أكثر الأسواق التي تسودها روح المنافسة الكاملة وأشد الأسواق إتحادا في العالم وذلك لتطور وسائل الاتصال فيها.

المطلب الخامس: الاستثمارات الأخرى

1- الاستثمار الشخصي:

هو ما يقوم به شخص واحد أي ما يمكن للفرد أن يستخدم ما يتاح له من موارد وأموال من أجل القيام باستثمارات مالية كحشراء الأسهم والسندات أو القيام باستثمارات مادية كالآلات، العقارات... الخ

2- الاستثمار المؤسسي:

هو ما تقوم به المؤسسة أو الشركة، فهو لا يختلف عما يقوم به الشخص الطبيعي، فالمؤسسة قد تقوم بالاستثمار المادي وكذلك الاستثمار المالي، فالاختلاف يكون فقط في الشخص القائم بالاستثمار ذاته وكذلك في حجم الاستثمار، فالمؤسسات والشركات قد تستثمر بأحجام أكبر من الأفراد.

3- الاستثمار الفردي:

يقصد به القيام باستثمار واحد فقط، أي يمكن لشخص طبيعي أو اعتباري شراء أصل مادي فقط أو أصل مالي فقط، وقد تجدر الإشارة إلى أنه مهما تعددت أو تكررت الوحدات المستمرة من هذا

1- د. محمد صالح الحناوي/نهال فريد مصطفى/جلال إبراهيم العبد "الاستثمار في الأسهم والسندات" مرجع سابق *ص 93*

الأصل فإنه يظل استثمارا فرديا، بمعنى أنه سواء تم شراء سهم إحدى الشركات أو أي عدد آخر من أسهم نفس الشركة فإن هذا الاستثمار يعتبر فرديا. كذلك الحال بالنسبة للاستثمار المادي، ف شراء آلة واحدة أو أكثر في نفس الوقت يظل استثمارا فرديا.

4- الاستثمار المتعدد:

يقصد به تعدد وتنوع الاستثمار فإنه يشمل أكثر من أصل ذات طبيعة مختلفة. فقد يضم عددا مختلفا من الاستثمارات المادية والمالية في نفس الوقت، وهنا يدخل مفهوم المحفظة المالية أي أنها تحتوي على أكثر من استثمار.

فمثلا: " شركة" قد يكون لها محفظة مكونة من عدد من الآلات المتنوعة، عدد متنوع من المحزونات كما قد يكون للمستثمر محفظة من الأوراق المالية لشركات مختلفة ومتنوعة ، ف طالما أن الاستثمارات المكونة للمحفظة ليست من نفس النوع فيكون استثمارا متعددا ولو تكون من استثمارين فقط.

ولما يكون استثمار من نفس النوع فإنه استثمار فردي ولو تكون من عدد من الأوراق المالية أو عدد من الأصول المادية.

5- الاستثمار الخاص والعام:

إن الاستثمار الخاص يكون القائم به شخص أو مجموعة أشخاص تحت أي شكل قانوني من الأشكال بينما الاستثمار العام فهو ما تقوم به الهيئات أو الشخصيات العامة كالدولة، البلدية، والدوائر... الخ.

المبحث الثالث: أدوات الاستثمار

إن أداة الاستثمار تتمثل في الأصل الحقيقي أو المالي الذي يحصل عليه المستثمر لقاء المبلغ الذي يستثمره. ويطلق عليها اسم وسيط الاستثمار ، فتعتبر الوسيلة التي تمكن من تحقيق العائد المرغوب فيه.

وتتعدد أدوات الاستثمار لتعدد وتنوع مجالاته، فيتم تقسيم هذه الأدوات إلى كل من أدوات الاستثمار الحقيقي وأدوات الاستثمار المالي، ولكن من الصعب ذكرها كلها، فارتأينا أن نذكر الأكثر أهمية.

المطلب الأول: أدوات الاستثمار الحقيقي

وتتمثل أدوات الاستثمار الحقيقي في كل من العقارات، السلع، المشروعات الاقتصادية.

1- العقارات:

تتمثل عملية الاستثمار في العقارات في شرائها أو بيعها، هذا بشكل مباشر وقد يكون بشكل غير مباشر أي عن طريق شراء سند عقاري صادر عن بنك عقاري، أو المشاركة في محفظة مالية لإحدى صناديق الاستثمار العقارية.

إن للاستثمار في العقارات عدة خصائص والتي تتمثل في: (1)

-توفر عنصر الأمان في العقارات، فالمستثمر في العقارات يتمتع بدرجة أكبر من الأمان قد تكون أكبر من الاستثمارات الأخرى مثلا: مقارنة بالاستثمار في الأوراق المالية.

-إن تمويل الاستثمار في العقارات يكون غالبا عن طريق قروض طويلة الأجل وعليه فإن تكلفة هذا النوع من الاستثمارات قد تكون مرتفعة.

-بما أنه ليس للاستثمار في العقارات أسواق قانونية منتظمة، فإن عمليات تسويق العقارات لا تنسم بنوع من المرونة وهذا ما يؤدي إلى انخفاض درجة السيولة في الاستثمار العقاري.

-قد يلاقي المستثمر في العقارات بعض الصعوبات فيما يخص تقويم وسائل الاستثمار في العقارات كذلك لعدم تجانس هذه الأخيرة، كما يصعب عليه أيضا حساب العوائد المحققة عن هذه الوسائل وهذا ما يتطلب كفاءة عالية.

-إن الاستثمار في العقارات في بعض البلدان له بعض الإمتيازات خاصة في مجال الضريبي مثلا كإعفاء السندات العقارية من الضرائب.

¹ - J.price Gitting – « Analyse des projets financiers » economica 1998* p39*

2- السلع:

يتم الاستثمار في السلع في أسواق متخصصة متمركزة في كل أنحاء العالم مثلا بورصة الذهب في لندن ،بورصة القطن في نيويورك و أخرى للتين في البرازيل و للشاي في سيريلانكا...الخ،و لكن تختلف طريقة التعامل في أسواق السلع عن باقي السلع الأخرى فيتم التعامل فيها عن طريق ما يعرف بال عقود أو التعهدات المستقبلية " و هي عبارة عن عقد يكون بين طرفين و هما منتج السلعة و السمسار أو الوكيل يتعهد فيه المنتج بتسليم كمية معينة بتاريخ معين في المستقبل مقابل حصوله على تامين أو تغطية تحدد بنسبة معينة من العقد" (1)

قد يشبه التعامل بالسلع إلى حد ما التعامل بالأوراق المالية،ولكن لا يتم التعامل بالسلع في أسواق ثانوية كالتي يتم فيها تداول الأوراق المالية و لا يتمتع الاستثمار في الأوراق المالية بدرجة عالية من السيولة كالذي يتمتع به الاستثمار في السلع ،و تكون كل من أسعار السلع و الأوراق المالية معلنة في السوق و لكن لا تتعرض لعمليات المساومة كما في الاستثمارات الأخرى، ويتم التعامل في سوق السلع عن طريق مكاتب السمسرة المتخصصة والتي تتولى عملية المتاجرة، حيث يقاضي السمسار في سوق السلع عمولة واحدة فقط بينما يتقاضى عمولتين في سوق الأوراق المالية واحدة من البائع والأخرى من المشتري.

4- المشروعات الاقتصادية:

ويشمل الاستثمار في الأنشطة التجارية، الصناعة، الزراعة وأيضا الأنشطة التي تخص تجارة السلع أو صناعاتها أو تقديم الخدمات.

إن الاستثمار في المشروعات الاقتصادية ككل الاستثمارات الحقيقية يتوفر على درجة عالية من الأمان وأيضا عائدا معقولا ومستمرا، فلهذا قد يعتبرها البعض من أنسب أدوات الاستثمار خاصة و أنها توفر للمستثمر حق اختيار المشروعات التي تتماشى مع ميوله ،و حف اختيار كيفية إدارة أمواله .فقد يقوم بإدارتها بنفسه أو قد يوكل شخصا آخر بإدارتها لحسابه الخاص.

إضافة إلى هذا فهي تؤدي إلى تحقيق منافع اجتماعية كبيرة، فهي من جهة تشبع حاجات الأفراد أو المؤسسات و ذلك من خلال إنتاج السلع و تقديم الخدمات و من جهة أخرى يقوم بتوظيف اليد العاملة العاطلة.

ولكن يبقى العيب الأساسي للاستثمار في المشروعات الاقتصادية وبالتالي الاستثمارات الحقيقية هو درجة السيولة المنخفضة وذلك لأن الأصول الحقيقية هي أكثر الأصول غير قابلة للتسويق بشكل سريع

¹ - شمعون شمعون "البورصة ،بورصة الجزائر " الأطلس للنشر *ص 127*

المطلب الثاني: أدوات الاستثمار المالي

إن أدوات الاستثمار المالي متعددة ومتنوعة ويمكن تقسيمها على أساس عدة معايير إلى: (1)
أولا : الأدوات التي تمثل دين: والتي تتمثل في أدونات الخزنة، شهادات الإيداع، الأوراق التجارية، القبولات.

ثانيا: أدوات ملكية: كالأسهم الممتازة، الأسهم العادية

ثالثا: من حيث الأجل فيمكن تصنيفها إلى :

-أدوات قصيرة الأجل والتي تستحق خلال فترة أقل من سنة والتي تمثل في: أدونات الخزنة، شهادات الإيداع، عقود العملات الأجنبية للأجل القصير، القروض تحت الطلب.

-طويلة الأجل وتستحق في فترة أطول ومن بينها: الأسهم والسندات.

رابعا: من حيث الدخل فنجد: ذات الدخل الثابت مثل أدونات الخزنة، السندات ذات سعر الفائدة الثابت، والأسهم الممتازة.

و ذات الدخل المتغير: مثل الأسهم العادية والسندات ذات سعر الفائدة العائم.

1- القروض تحت الطلب:

وهي عبارة عن قروض تقدمها البنوك للمتعاملين الذين يرغبون في التعامل في أسواق رأس المال، ولكن يمكن للبنك متى ما شاء أن يطالب باسترجاع هذه القروض ، وعلى المتعامل أو المقترض أن يقوم بالسداد فوراً أو خلال ساعات من طلب البنك، وتحمل هذه القروض أسعار فائدة منخفضة (متدنية) جدا وتكون مدتها أقصر حيث لا تتجاوز يوم أو يومين.

2- أدونات الخزينة

هي عبارة عن أوراق مالية حكومية تمثل أداة دين قصير الأجل لا يزيد بتاريخ استحقاقها عن سنة ، تتميز بعائد متدني لكنها تكاد تخلو من المخاطر حيث لا يتعرض حاملها إلى خسائر رأسمالية إذا ما أراد التصرف فيها ، وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية للإذن ففي الولايات المتحدة لكي تضمن الحكومة وجود تلك الادونات بشكل مستمر فإنها تحرص على إصدارها بشكل دوري (أي بمعدل مرة في الأسبوع).

4- الأوراق التجارية

تشبه إلى حد ما الأوراق التجارية أدونات الخزنة، ولكن الأوراق التجارية تصدرها الشركات الكبيرة ومنشآت الأعمال كبيرة الحجم التي تتميز بمكانة راسخة ومعروفة في المجتمع. فهي تعتبر أداة ائتمان خاصة بالقطاع الخاص، ولكنها تحمل درجة مخاطرة تكون أكثر بقليل من درجة مخاطرة أدونات الخزنة وبالمقابل فإن عائد الأوراق التجارية يفوق عائد الادونات.

¹-الدكتور منير إبراهيم هندي " الأوراق المالية وأسواق رأس المال" منشأة المعارف الإسكندرية 1999* ص5*

إن هذه الأوراق لا تكون مضمونة بأي أصل من أصول الشركة، بل الضمان الوحيد هو سمعة المنشأة المصدرة والمركز المالي لها الذي على أساسه تقبل أو ترفض البنوك التجارية تسديد قيمة الورقة التجارية عند حلول تاريخ الاستحقاق.

فمثلاً⁽¹⁾: في الو.م.أ تصدر مؤسسة "ستاندر آندبورد" دليلاً خاصاً بأسماء المنشآت التي تصدر مثل هذه الأوراق وذلك ضماناً للمستثمرين ولحمايتهم.

4-شهادات الإيداع

هي شهادات تصدرها البنوك التجارية لتتمكن من الحصول على الأموال أي الموارد المالية التي تضمن لها الاستقرار النسبي وتمكنها من الاستثمار طويل الأجل وتقديم القروض طويلة الأجل لتمويل المشاريع الكبرى، لأنها عبارة عن وثيقة تضمن وجود ودیعة في البنك مع تحديد مبلغ الوديعة، والفترة المحددة، وكذا معدل الفائدة المحدد والذي يمثل العائد. ولا يجوز استرداد قيمتها من البنك قبل تاريخ الاستحقاق، فالسبيل الوحيد للتصرف فيها هو عرضها للبيع في السوق الثاني الذي يشمل كل من بيوت السمسرة، البنوك التجارية، المؤسسات المالية التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل. ويزيد الإقبال لشراء هذه الشهادات خاصة من قبل الشركات الكبرى.

5-العملات الأجنبية:

يتم التعامل بالعملات الأجنبية في أسواق الصرف الأجنبي والتي تعتبر المكان الذي يجري فيه تبادل العملات الدولية المختلفة بيعاً وشراءً، حيث يتم إعلان كل من سعر البيع والشراء، ويترك للسائل حرية الاختيار إما أن يشتري أو يبيع، وسوق الصرف الأجنبي ليس كغيره من الأسواق المالية أو التجارية إذ أنه ليس محددًا بمكان معين يجمع بين البائعين والمشتريين على نحو ما يحدث في السوق المالي عندما يجتمع طرفا التعامل في مكان محدد يعرف ببورصة الأوراق المالية، وإنما يتم التعامل في سوق الصرف الأجنبي عن طريق أجهزة الهاتف، التلكس، والفاكس داخل غرف التعامل بالصرف الأجنبي في البنوك العامة في مختلف المراكز المالية مثل: نيويورك، لندن/ طوكيو... الخ ويتم التعامل في سوق الصرف بسعريين وهما:⁽²⁾ سعر الصرف العاجل (الآني) وسعر الصرف الآجل.

- سعر الصرف الآني:

ويقصد به ذلك الصنف من التعامل بالصرف الأجنبي الذي يستلزم مبادلة العملات الأجنبية أو تسليمها فوراً أو على أبعد تقدير لمدة يومين بعد تاريخ الاتفاق على العملية (شراء وبيع العملات)

سعر الصرف الآجل:

ويقصد به ذلك الصنف من التعامل بالصرف الأجنبي الذي يلزم المتعاملون في السوق الآجل القيام بالصفقات المؤجلة التي هي عبارة عن اتفاق بين طرفين يتضمن قيام أحد الأطراف بتسليم مبلغ محدد

¹ - الدكتور منير إبراهيم هندي " أساليب الاستثمار في الأوراق المالية" منشأة المعارف الإسكندرية 1999* ص 14*

1999 p60 « gestion financière internationale » librairie vuibert - josette peyrard - 2

من العملة الأجنبية في فترة مستقبلية متفق عليها تكون عادة، 30، 60، ، 90...180 يوم إلى الطرف الآخر في المقابل دفع هذا الأخير مبلغ معين بالعملة المحلية وذلك بالسعر المتفق عليه في الحال. ولكن سوق الصرف يتميز بدرجة كبيرة من المخاطرة وذلك لحساسيته المفرطة للظروف الاقتصادية والسياسية، وكذا تقلبات أسعار الصرف للعوامل التالية:⁽¹⁾

- ناتج حساب العمليات الجارية في ميزان المدفوعات أي وضع الصادرات والواردات من السلع والخدمات فإذا تحقق فائض في ميزان المدفوعات يرتفع الطلب على العملة، وبذلك يرتفع سعر صرفها ويحدث العكس في حالة حدوث عجز فإن سعر الصرف ينخفض.
- ناتج حساب العمليات الرأسمالية في ميزان المدفوعات أي حجم الاستثمارات التي تدخل إلى الدولة أو تخرج منها فانتقال رؤوس الأموال من دولة إلى أخرى يزيد من حجم الطلب على عملة الدولة التي انتقلت إليها رؤوس الأموال و يرتفع سعر صرفها ويحدث العكس في حالة حدوث عجز فإن سعر الصرف ينخفض بالنسبة لعملة الدولة التي انتقلت منها رؤوس الأموال.
- نشاط البنوك المركزية التي تتدخل في السوق إما يبيع أو شراء لدعم قيمة العملة أو لحفظها.
- لاشك أن ارتفاع التضخم في الدولة يتطلب اتخاذ إجراءات نقدية أو مالية بواسطة سلطاتها النقدية وفي حالة غياب هذه الإجراءات فإن الأمر يتطلب تخفيض قيمة العملة.
- تؤثر الضغوط والمشاكل التي قد تتعرض لها الدولة على سعر صرف عملتها.
- العرض والطلب على العملات الأجنبية .
- التغييرات في أسواق المال الأخرى وأسواق النقد كذلك.
- ولقد زادت أهمية سوق الصرف في الاقتصاد العالمي خاصة في ظل نظام الصرف العام.

6- الأوراق المالية:

تمثل الأوراق المالية في الأسهم والسندات المتداولة في الأسواق المالية ، حيث تمثل الورقة المالية صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العوائد أو الحق في جزء من أصول المنشأة أو الحقين معا.

فحاملو الأسهم لهم الحق في الأرباح ، أما حاملو السندات فلهم الحق في الفوائد المستحقة.

وللاستثمار في الأوراق المالية عدة خصائص والتي تذكر منها:⁽²⁾

- إن أسواق تداول الأوراق المالية يتميز بدرجة من الكفاءة والتنظيم التي لا نجدها في أنواع أو أسواق الاستثمار الأخرى.
- يجد المستثمر في الأسواق المالية مختصين من وسطاء وسماسرة لتقديم النصائح والإرشادات فيما يخص كيفية التعامل.

¹-الدكتور عبد الغفار حنفي: "بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية الجديدة للنشر 2003*ص43*
²-الدكتور عبد الغفار حنفي: "بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق *ص43*

- تتميز الأوراق المالية بخاصية التجانس وهذا ما يسهل عملية تقييمها وحساب العوائد المحققة منها.
- إن التعامل بالأوراق المالية لا يترتب عنه تكاليف كبيرة مقارنة مثلا مع تكاليف الاستثمارات الحقيقية كالشحن، التخزين، الصيانة.
- ولكن الاستثمار في الأوراق المالية يتمتع بدرجة مخاطرة كبيرة ، قد تكون أكبر من تلك المتوفرة في أدوات الاستثمار الأخرى.

1- الأسهم العادية:

تمثل الأسهم أموال ملكية ، فالسهم عبارة عن جزء من رأسمال الشركة، يعطي الحق لحامله في المشاركة في المؤسسة ، وتحمل الربح والخسارة كما له الحق في الانتخابات التي تقوم بها الشركة وكذا اتخاذ القرارات وذلك على أساس نسبة مشاركته ، وعند تصفية الشركة له الحق في الحصول على نصيبه من قيمة موجودات الشركة، ويتم نقل ملكية السهم عن طريق الاتجار بها أو عن طريق الهبة أو الهدية أو الإرث.

إن للسهم قيمة اسمية ، دفترية ، وسوقية ، فالقيمة الاسمية هي القيمة المدونة على السهم ، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق المالي. وأخيرا القيمة الدفترية وهي عبارة عن حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة وإنما الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم⁽¹⁾. ولكن لا القيمة الاسمية ولا الدفترية هي التي تمثل التقييم الحقيقي للسهم وإنما القيمة الحقيقية التي يتم على أساسها التعامل في السوق هي التي تمثل التقييم الحقيقي للسهم أما من ناحية المنشأة فإن الأسهم تعتبر مصدر تمويل دائم بما أنها غير مجبرة قانونيا بالقيام بتوزيع الأرباح حتى في السنوات التي تحقق فيها أرباح.

2- الأسهم الممتازة:

تمثل الأسهم الممتازة أموال ملكية أيضا ، حيث تقع ما بين السندات والأسهم العادية، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد وكذا الأولوية في الحصول على العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك في حالة التصفية ، وتشبه الأسهم العادية فهي دائمة وتدفع التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة بعد الضريبة كما هو الحال بالنسبة للأسهم العادية.

ولكن تختلف القيمة الدفترية للسهم الممتاز عن الخاصة بالسهم العادي ، فالقيمة الدفترية⁽²⁾ للسهم الممتاز هي عن قيمة الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة حيث أن الأسهم الممتازة ليس لها نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانيات العمومية ، وهناك عدة أنواع للأسهم الممتازة والتي تتمثل في كل من:⁽³⁾

¹ - موقع الأنترنت : www.arab-api.org-develop-bredge15.pdf

² - الدكتور منير إبراهيم هندي "الأوراق المالية و أسواق رأس المال" منشأة المعارف الإسكندرية 1999* ص7*

³ - الدكتور منير إبراهيم هندي "أدوات الاستثمار في الأوراق المالية" المكتب الغربي الحديث الإسكندرية 1999* ص69*

أ- الأسهم الممتازة المشاركة:

سميت هذه الأسهم الممتازة بالمشاركة لأنها تشارك الأسهم العادية فبعد أن يتحصل حملة الأسهم الممتازة على حقهم من الأرباح تعود لتشارك الأسهم العادية فيما تبقى لها من الأرباح ، أما الأسهم الممتازة غير المشاركة فليس لها الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية في حقهم أو نصيبهم من الأرباح فتكتفي فقط بالأرباح المخصصة لها.

ب- الأسهم المجمعّة للأرباح أو المتراكمة:

وتتمثل في الأسهم الممتازة التي لا يحصل حاملها على الأرباح إلا إذا حققت الشركة أرباح ، أو أعلنت عن توزيع هذه الأرباح ، فإذا لم تعلن الشركة عن توزيع الأرباح فإن يحصل حملة الأسهم العادية ولا حملة الأسهم الممتازة على الأرباح ، ولكن حملة الأسهم الممتازة المجمعّة للأرباح أو المتراكمة لا تضيع حقوقها في السنوات التي لم يتم فيها توزيع الأرباح بل يبقى محتفظ بها للسنوات المقبلة.

ج- القابلة للتحويل:

وتتمثل في الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية بعد مرور فترة زمنية محددة ، ولكن قرار التحويل يكون مسجلا في العقد، فإذا وجد حامل السهم الممتاز من مصلحته التحول إلى سهم عادي فالقرار بيده . أما الأسهم غير قابلة للتحويل فلا يمكن تحويلها.

د- المضمونة الأرباح:

وهي أسهم مضمونة الأرباح وهذا النوع يعتبر كاستثناء فهو نوع منتشر بكثرة :فمثلا " بنك الإنماء الصناعي" في الأردن يضمن أرباح حاملي الأسهم مضمونة الأرباح بمقدار 6% من قيمتها الاسمية.

2- السندات:

إن السند هو عبارة عن ورقة مالية ضمانا لدين فهو عقد التزام يتعمد فيه مصدر السند بدفع مبالغ محددة خلال أوقات محددة . وعادة حامل السند يحصل على فائدة معروفة سلفا . لكن ليس له الحق في المشاركة في تسيير المؤسسة كما هو الحال لحاملي الأسهم ، كما يتمتع حاملي السندات بميزة الحصول على حقوقهم قبل حملة الأسهم عند تصفية الشركة.

وللسندات عدة أنواع تتمثل في: (1)

أ-سندات المساهمة:

يتم إصدار هذه السندات من طرف الشركات بالأسهم التي تنتمي إلى القطاع العمومي والمؤسسات ذات الطابع الصناعي والتجاري . تتميز هذه السندات بأن لها معدل فائدة ثابت. وتحسب هذه

¹- الدكتور عبد الغفار حنفي" بورصة الأوراق المالية " الدار الجامعية الجديدة للنشر 2003*ص305*

الفوائد حسب نشاط الشركة ، أما بالنسبة للقيمة الإجمالية للمساهمة لا تدفع إلا في حالة تصفية الشركة أو عند انقضاء مدة لا تقل عن 7 سنوات بعد الإصدار.

ب- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

ويقصد بها أن من يملك سند عندما يلاحظ أن الأرباح التي يحصل عليها المساهمون تفوق الفوائد السنوية الاسمية فإنه باستطاعته أن يطلب من الشركة المصدرة تحويل سنده إلى سهم بشرط أن يكون هذا السند يتمتع بقابليته للتحويل.

ج- السندات المباشرة:

وهي السندات التي تصدر فائدة ثابت وبأجل معلوم وتستحق السداد عند موعدها الأصلي فقط ومعظم الشركات والحكومات تصدر هذا النوع من السندات الذي لا يكون مشروطا بأي شروط إضافية.

د- السندات ذات سعر الفائدة العائم:

وهي السندات التي تصدر فائدة عائم قابل للتغيير بحيث يعاد النظر في سعر الفائدة كل ربع أو نصف سنة حسب تغيير سعر الفائدة على الودائع لأجل.

و- السندات بضمان التملك:

وهي سندات ذات سعر فائدة ثابت واجل معلوم يعطي لحاملها الحق في الاكتتاب برأسمال الشركة المصدرة على أساس سعر محدد عند الإصدار.

ويتميز هذا النوع من السندات بإمكانية فصل الضمان بالتملك عن السند نفسه ، ويتم تداول مثل هذه السندات في السوق الثانوي، ويكون الحصول عليها مغريا كلما ارتفع سعر أسهم الشركة المقترضة لأن ذلك سيرفع السعر السوقي للسند والعكس صحيح ، ونجد غالب المتعاملين بهذا النوع من السندات من المضاربين

هـ- السندات القابلة للتמיד:

هي تلك السندات القابلة للتמיד في تاريخ الاستحقاق على أساس نفس الشروط المتعلقة بالفائدة السنوية ، بحيث يكون الخيار لحامل السند بتمديدها إلى أجل أخرى في تاريخ الاستحقاق على أساس نفس الشروط المتعلقة بالفائدة السنوية ، بحيث يكون الخيار لحامل السند بتمديدها إلى أجل أخرى في تاريخ الاستحقاق.

ك- السندات القابلة للدفع المسبق:

هي تلك السندات التي يكون فيها الخيار للمستثمر في تقديمها بعد عدد معين من السنين للمقترض لتسديدها أو الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق ، ونلاحظ أن المستثمر إذا لم يمارس خياره فإن هذه السندات تستحق بتاريخها الأصلي.

ن-السندات القابلة للاستدعاء:

السندات القابلة للاستدعاء أو الإطفاء هي سندات صادرة بشرط الاستدعاء وتصدر عادة بعلاوة استدعاء وذلك لتشجيع المستثمرين على شرائها . وهذه الميزة في مصلحة المقرض حيث يمكن استغلال هذه الميزة لاستدعاء السندات من أجل تسديدها عند ارتفاع أسعار السندات في السوق المالي لذلك توضع العلاوة لمقابلة هذه المخاطرة.

ق-السندات عالية المرادوية:

هي سندات ذات أسعار فائدة عالية أو التي مردودا عاليا لكن درجة المخاطرة في مثل هذه السندات قد تكون عالية ، وتكون الشركات المصدرة لمثل هذه السندات مصنفة بأقل من الدرجة الثانية ، فتكون تلك ذات النمو السريع أو التي تحتاج إلى تجهيزات متكررة ، وقد تكون هذه السندات قابلة للتحويل أو قابلة للاستدعاء.

المطلب الثالث :المحفظة الاستثمارية كأداة استثمارية:

ويقصد بالمحفظة الاستثمارية تشكيلة من الأصول التي قد تكون أصول حقيقة أو مالية هذا من حيث النوع ، أما من حيث الجودة فقد تكون أصول ذات عائد مرتفع ودرجة مخاطرة مرتفعة أو أصول ذات عائد منخفض و درجة مخاطرة منخفضة ، فكلمة محفظة تشير إلى وجود أكثر من استثمار ، فالمستثمر يسعى دائما إلى تكوين محفظة استثمارية تحقق له أكبر عائد ممكن بأقل مخاطرة ممكنة ، ولهذا فعليه أن يأخذ بعين الاعتبار في تكوين هذه المحفظة كل من: (1)

_ نوع الأصول التي تدخل في تركيب المحفظة .

_نسبة كل اصل بالنسبة لمجموع المحفظة.

فيقوم المستثمر باختيار مجالات الاستثمار ومن ثم تحديد نسبة تجزئة المحفظة بين الاستثمارات الحقيقية والمالية، كما يختار أدوات الاستثمار المستخدمة في كل مجال ويحدد نسبة تجزئة كل مجال من مجالات الاستثمار بين أدوات الاستثمار المختلفة.

مثال:

لو أراد مستثمر تكوين محفظة استثمارية برأس مال قدره 200 ألف دينار وذلك بالنسب التالية:- (2)

1- على مستوى المحفظة بنسبة 4/6 بين الأصول الحقيقية والأصول المالية.

2- على مستوى المجالات:

-تجزأ الأصول الحقيقية بين العقار والذهب بنسبة 6 ، 14 على الترتيب

-تجزأ الأصول المالية بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات بنسب 8 ، 14 ، 18 على الترتيب

¹- الدكتور محمد صالح الحناوي - نهال فريد مصطفى - جلال إبراهيم العبد " الاستثمار في الأسهم والسندات"الدار الجامعية 1999 * ص13*
²- الدكتور زياد رمضان " مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي"مرجع سابق *ص 76*

المطلوب: تكوين المحفظة الاستثمارية المذكورة.

الحل:

أ- مستوى المحفظة: أصول حقيقية ، أصول مالية 2/3 أو 4/6.
فتقسم الأموال المراد استثمارها أي 200 ألف دينار بين الأصول الحقيقية والأصول المالية بنسبة 2/3 كما يلي:

$$\text{مجموع الحصص} = 2+3 = 5$$

$$\text{مقدار الأصول الحقيقية} = \frac{3 \times 200000}{5} = 120000 \text{ دينار}$$

$$\text{ومقدار الأصول المالية} = \frac{2 \times 200000}{5} = 80000 \text{ دينار}$$

ب مستوى المجالات:

1- تقسم الأصول الحقيقية إلى عقار وذهب بنسبة: 14/6 أو بنسبة 7/3

$$\text{مجموع الحصص} = 7+3 = 10$$

$$\text{نصيب العقارات} = \frac{3 \times 120000}{10} = 36000 \text{ دينار}$$

$$\text{نصيب الذهب} = \frac{7 \times 120000}{10} = 84000 \text{ دينار}$$

2- تقسم الأصول المالية إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة وسندات بنسبة: 18/14/8 على الترتيب أو بنسبة 9/7/4 كما يلي:

$$\text{مجموع الأصول يساوي} = 9+7+4 = 20$$

$$\text{فيكون نصيب الأسهم العادية} = \frac{4 \times 80000}{20} = 16000 \text{ دينار}$$

$$\text{نصيب الأسهم الممتازة} = \frac{7 \times 80000}{20} = 28000 \text{ دينار}$$

$$\text{نصيب السندات} = \frac{9 \times 80000}{20} = 36000 \text{ دينار}$$

فالقيمة الإجمالية للمحفظة يمكن تلخيصها فيما يلي:

1- أصول حقيقية و التي تتمثل في ما يلي:

العقارات 36000

ذهب 84000

المجموع 120000

2- أصول مالية و التي تتمثل في :

أسهم عادية 16000

أسهم ممتازة	28000	فالمجموع	80000
سندات	36000		200000 دينار

ولكن قد نتساءل عن المحفظة الاستثمارية الملائمة أو المناسبة؟

إن كل محفظة استثمارية لها عوائدها ولها مخاطرها ، وكيفية اختيار المحفظة الاستثمارية الملائمة تكون على أساس درجة حساسية المستثمر للمخاطرة ، فهناك من يحب المخاطرة أي هو قادر على تحمل مخاطرة أكبر ولكن في المقابل عائد أكبر نظرا للعلاقة الفردية بين العائد والمخاطرة. وهناك من يكره المخاطرة فلا يستطيع تحمل ولو درجة قليلة من الخطر والمستثمر الثالث فموقفه حيادي.

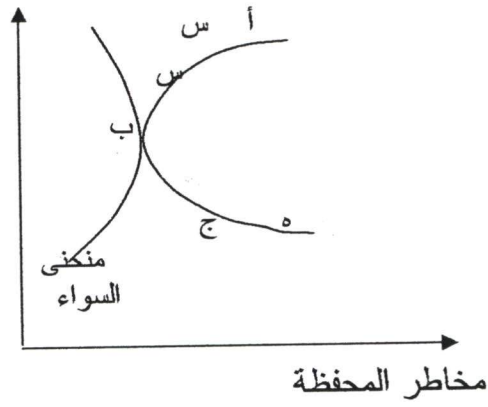
ولكن يتم تعيين المحفظة الاستثمارية الملائمة بحديد كل المحافظ الممكنة والمتمثلة في الرسم البياني فيمكن للمستثمر أن يختار من بين المحافظ التي تقع على الخط (أ، ب، ج، هـ) ما يشاء ، فلو تقارن بين المحفظة (أ) والمحفظة (هـ) نجد أن كلاهما يحقق نفس درجة المخاطرة ، ولكن عائد المحفظة (أ) أكبر من عائد المحفظة (هـ) فنقول أن المحفظة (أ) أفضل من (هـ)، نفس الشيء لو قارنا المحفظة (س) والمحفظة (ج) فنجد أنهما يحملان نفس درجة المخاطرة ولكن عائد المحفظة (س) أكبر من عائد المحفظة (ج) فنقول أن (س) أفضل من (ج). أما المستثمر الذي يخاف المخاطرة قد يختار المحفظة (ب) بما أنها تحمل أقل مخاطرة مقارنة بالمحافظ الأخرى.

ولكن يبقى المشكل هو تحديد المحفظة الاستثمارية الملائمة أو ما يعرف بالكفاءة والتي تحقق الشرطين معا ، أي عند أي مستوى من مستويات المخاطرة تحقق أقصى عائد ممكن . وعند أي مستوى من مستويات العائد تتعرض لأقل قدر من المخاطر.

فالمحفظة الاستثمارية الكفاءة تتمثل في نقطة التماس بين منحنى الاستثمارات المبين في الشكل (1) ومنحنى السواء الخاص بكل مستثمر بدافع أن كل مستثمر يهدف إلى تعظيم منفعه ، وهكذا يختار كل مستثمر المحفظة الاستثمارية الملائمة الخاصة به.

الشكل (1-1): المحفظة الإستثمارية الكفأة

عائد المحفظة



المصدر: د منير إبراهيم هندي "أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق *ص280*

المبحث الرابع: فرص استثمارية حديثة أخرى

بعض عرض كل الفرص الاستثمارية المعروفة و المعهودة والتي تمثلت في كل من أدوات الاستثمار الحقيقي كالسلع العقارات المباني الأراضي... الخ و أدوات الاستثمار المالي والتي تمثلت في كل أنواع الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال. ننتقل إلى فرص استثمارية حديثة أخذت مكانتها منذ السبعينيات. وأصبح لها شأن كبير مع حلول القرن الواحد و العشرين. وكانت استجابة لرغبات و احتياجات المستثمرين المستمرة واللامتناهية حيث قامت فئة من الباحثين يطلق عليهم اسم المهندسون الماليون ببذل جهود كبيرة لابتكار وابتداع هذه الأدوات المالية الجديد و التي أطلق عليها اسم المشتقات حيث تشتق قيمتها من قيمة أخرى تكون قيمة أي أداة استثمارية أخرى. وتشمل هذه المشتقات كل أدوات الاستثمار المالي والحقيقي، والهدف الأساسي منها هو التغطية ضد مخاطر الاستثمار المختلفة والتقلبات في الأسعار (القائدة، الصرف... الخ) وتضم هذه المشتقات كل من العقود المستقبلية، عقود الاختيار، عقود المبادلات. فالعقود المستقبلية عبارة عن عقود تدل على اتفاق بين طرفين يكون موضوع لشراء أو بيع أصل ما حقيقي أو مالي في وقت معين وبسعر معين.⁽¹⁾

أما عقود الاختيار فهي عبارة عن عقود تعطي لحاملها الحق في البيع أو الشراء أصل ما في تاريخ معين ومقابل سعر معين، فإن كان هذا الحق يعطي لحامله الحق في الشراء فهو خيار شراء، أما إذا كان يعطي لحامله الحق في البيع فهو خيار البيع، وللمستثمر الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد.⁽²⁾ أما عقود المبادلة فتختص بمبادلة أسعار الفائدة، أسعار الصرف وغيرها.⁽³⁾

فهذه الأدوات الجديدة توفر للمستثمر عنصر الحيلة ضد التقلبات التي تحدث، كما تسمح للمستثمر بتحقيق أرباح في حالة حدوث تقلبات في السوق الثانوية أين يتم تداول هذه الأدوات المالية الجديدة فهي أكثر ملائمة في البيئة العالمية الحديثة التي تتميز بالتقلبات الكبيرة و صعوبة التنبؤ بهذه التقلبات بنوع من الدقة. هذا ما يجعلها الأداة المناسبة والملائمة التي تساعد في اتخاذ القرارات المالية المختلفة⁽⁴⁾

¹ د. محمد صالح الحناوي / السيد عبد الفتاح عبد السلام " المؤسسات المالية البورصة و البنوك التجارية " الدار الجامعية الإبراهيمية 2000 ص325*

² د. محمد صالح الحناوي / السيد عبد الفتاح عبد السلام " المؤسسات المالية البورصة و البنوك التجارية " مرجع سابق ص326*

³ د. محمد صالح الحناوي / السيد عبد الفتاح عبد السلام " المؤسسات المالية البورصة و البنوك التجارية " مرجع سابق ص327*

⁴ الدكتور الأستاذ عبد المقصود وفار جب " العقود الاختيارية " مجلة المصارف العربية 1993 ص62*

خلاصة الفصل :

نستخلص من كل ما قدم في هذا الفصل أن الاستثمار ما هو عملية تضحية بأموال حاضرة مقابل الحصول على عوائد أكبر في المستقبل ، تتطلب هذه العملية عدة عوامل لنجاحها وبالتالي ستهيل الطريق أمام المستثمرين ، أهم هذه العوامل هو توفر الفوائض النقدية أي الأموال التي تزيد عن حاجة الأفراد ، وكذا المكان المناسب لتوظيفها والذي يتسم بالأمان والاستقرار ، دون أن ننسى الوعي الاستثماري للأفراد وخاصة عنصر الرغبة في الاستثمار وليس الادخار . فيمكن التفرقة بين الاستثمار والادخار ، فالادخار يعتبر خطوة أساسية للاستثمار ولكنه لا يحمل درجة عدم التأكد أو المخاطرة ، بينما الاستثمار تصاحبه درجة عدم التأكد أو المخاطرة.

أما عن اتخاذ قرار الاستثمار فإن المستثمر أن يفكر بتعقل ودقة لاتخاذ هذا القرار والذي يتوقف على عدة عوامل والتمثلة في كل الفرص الاستثمارية المتاحة ، العائد عن كل فرص استثمارية و كذا المخاطرة المصاحبة لذلك فعليه أن يقارن هذه الفرص ببعضها البعض ليتمكن من اختيار الفرصة المناسبة . وبذلك يكون قد اختار مجال الاستثمار الملائم . إما أن يستثمر أمواله في العقارات، السلع، المباني، الأرضي... الخ وهذا ما يعرف بالاستثمار الحقيقي وإما أن يستثمر أمواله في شراء الأسهم والسندات... الخ وهو الاستثمار المالي.

وبعد ذلك ما عليه إلا أن يختار الوسيلة المناسبة للاستثمار فله الاختيار بين الوسائل المعروفة أو الوسائل التي ابتكرت حديثا والتي تهدف أساسا على التقليل من عنصر المخاطرة دون التقليل من العائد. وبهذا تكون أما المستثمر عدة فرص لنفقة رأسماله.

وعليه فإن عملية الاستثمار هي عملية متكاملة، لها أبعاد سامية ورؤية مستقبلية تحمل في طياتها كل المتغيرات والمستجدات وتتطلب اكتساب المهارات والخبرات الفاعلة بمرور الزمن. والإحاطة بكل جديد، ويبقى الاستثمار دائما هو الطريق الأكثر ضمانا وسلامة لتنمية المال.

الفصل الثاني

ظلال فحرة المشنقات

المالكة

مقدمة الفصل :

إن الأسواق المالية هي مكان التقاء العرض والطلب على رؤوس الأموال، حيث يكون هذا الطلب من طرف المؤسسات وذلك لتمويل استثماراتها أو الدولة أو المنشآت العمومية وذلك لتغطية العجز في الميزانية أما عرض رؤوس الأموال فيكون من طرف العائلات التي تضمن استهلاكها المستقبلي عن طريق الادخار والذي تعمل في نفس الوقت عرض رؤوس الأموال.

يتداول فيها الأوراق المالية وهي بذلك شأنها شأن أي سوق لأي سلعة معينة، ولكنها يعتبر أكثر لحقاصا وكفاءة من الأسواق الأخرى، بينما تختلف عنها في كونها لا تتعامل على سلع منظورة أو ملموسة وإنما على أساس مواصفات هذه السلع المتداولة . هذا ما يؤدي إلى زيادة حجم المعاملات، فتعقد في البورصات صفقات كبيرة ومتكررة، لكنها تؤثر شكل كبير على الأسعار على عكس الأسواق الأخرى التي تتم فيها صفقات بحجم قليل ومتفرقة.

لقد وجدت هذه الأسواق لتشجيع حاجات ورغبات المستثمرين، وضمان حقوقهم، والقضاء على الخلافات التي تقع بين البائعين والمشتريين، فيمكن القول أنما حتمية استوجبها المعاملات بين البشر، كما أنها أكثر الأسواق اتحادا في العالم وذلك لتوفر وسائل الاتصال المختلفة. يمكن تقسيمها إلى قسمين رئيسيين وهما، السوق الأولي أو ما يعرف بسوق الإصدارات والذي يتم فيه طرح الأوراق المالية لأول مرة. أما القسم الثاني فهو السوق الثانوي أين يتم فيه تداول الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي.

لكن رغم هذه المزايا التي يقدمها السوق المالي هناك خطر كبير يتعرض له المستثمرين في هذا السوق، وهو خطر ناجم عن تقلبات الأسعار سواء كانت أسعار الأوراق المالية، أسعار القائدة، أو أسعار صرف العملات.. الخ

خاصة وان هذه التقلبات ليست ذات طبيعة فيزيائية أو رياضية أو كيميائية وعليه مهما أوتي المرء من خبرة أو حسن التقدير لا يستطيع التمييز وبشكل دقيق اتجاه هذه الأسعار إما هبوطا أو صعودا. فمن أجل هذا ظهرت بعض المستحدثات في الأسواق المالية، الهدف الأساسي منها هو السيطرة على المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، بل قد يصل الأمر إلى تحقيق عائد خالي من المخاطر risk free investment. أطلق عليها اسم الأسواق الآجلة في أول المطاف لأنها كانت تقتصر تعاملاتها إلا على المواد الأولية، المواد الزراعية... الخ.

حيث يتم التعامل فيها من خلال عقود واتفاقات، بعدها ظهرت عقود جديدة تتصل بالهياكل العظيمة للخنازير الخشب المعاكس وعصير البرتقال المركز.

لكن في بداية أعوام السبعينات لاحظ بعض الاختصاصيين الماليين أن الأصول المالية لما بعض الخصائص التي تمكنها من أن تكون محل هذه العقود، فتطورت هذه الأسواق الآجلة لتشمل حتى الأصول المالية، وأصبحت تعرف بالأسواق المالية المشتقة. حيث يتم تداول كل من العقود المستقبلية

future contract وعقود الاختيار options، وعقود المبادلة swaps. في هذه الأسواق وهي ما تعرف بالأدوات المالية المشتقة. تستخدم بالدرجة الأولى لتغطية مخاطر تقلبات الأسعار، أسعار الفائدة وأسعار الصرف، وأيضا للمضاربة وكذا للمراجعة. فلهذا ارتأينا أن تخص هذا الفصل للتكلم عن هذه المشتقات المالية وكذا التعريف بها. فخصصنا المبحث الأول لتعريف أسواق المال بصفة عامة مع إبراز أنواع هذه الأسواق وكذا طبيعة العمليات في هذه الأخيرة. لننتقل إلى نشأة الأسواق الآجلة وتطويرها لتصبح أسواق مشتقة، ثم أنهينا هذا الفصل بالتعريف بهذه الأسواق.

المبحث الأول: ماهية أسواق المال

المطلب الأول: تعريف أسواق المال

إن أسواق المال هي الوسيلة الوحيدة لضمان الاستخدام الأفضل لموارد المجتمع، فهي تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وهي بذلك تساهم في صناعة رأس مال والذي يعتبر أهم عامل.⁽¹⁾

فهناك وحدات اقتصادية لديها فائض في مواردها النقدية، ولكنها لا تستطيع استثمار هذه الفوائض قد يكون ذلك لعدم وجود خبرة للاستثمار، أو عدم وجود الوقت والجهد الكافيين، وبالمقابل توجد وحدات أخرى لها رغبة في الاستثمار ولكن لا تتوفر لديها رؤوس الأموال اللازمة لذلك. فالحل هو وجود هذه الأسواق التي تجمع بين الطرفين، فتوفر للطرف الأول المكان الملائم للاستثمار، والذي لا يتطلب أي خبرة، كما توفر للطرف الثاني رؤوس الأموال اللازمة لذلك، وذلك من خلال الأدوات المالية المتداولة في هذه الأسواق.

المطلب الثاني: أنواع أسواق المال

يمكن تقسيم أسواق المال إلى عدة أسواق وعلى أساس عدة أسس:⁽²⁾ من أهمها أسواق النقد وأسواق رأس المال، فأسواق النقد هي الأسواق التي يتم تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، أما أسواق رأس المال فتتقسم بدورها إلى سوقين وهي: أسواق مالية حاضرة وفورية وهي تلك الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية الطويلة الأجل ويتم تسليمها وتسلمها فوراً أو فور إتمام الصفقة. وأسواق مستقبلية، وهي أسواق تتعامل أيضاً في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود اتفاقيات يتم تنفيذها لاحقاً ويعتبر من المستحدثات في الأسواق المالية.

الأسواق الحاضرة بدورها تنقسم إلى أسواق منظمة أو ما يعرف بالبورصات وأسواق غير منظمة حيث يتم فيها التداول بشكل غير رسمي، أو من خلال بيوت السمسرة وغيرها.

1- أسواق النقد: (money market)

هي أسواق مفتوحة تنافسية يتم فيها تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل التي لا تتجاوز السنة، وتتسم بسرعة تحولها إلى سيولة، كما تتميز عن غيرها من الأسواق بأنها أسواق جملة، فهي تتم بأحجام كبيرة وقد تبلغ قيمتها مليون دولار فأكثر مع وجود عدد كبير من المتعاملين لهذا يطلق عليها اسم الأسواق العميقة " Deep Market " وهذا ما يخفف بشكل كبير المخاطر المتعلقة بتدهور

¹ الدكتور عمرو محي الدين "المال والصناعة" مجلة دورية العدد الثامن عشر بنك الكويت الصناعي 2000* ص 12
² الدكتور منير إبراهيم هندي "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال" المكتب العربي الحديث الإسكندرية 1999* ص 6

الأسعار، وتخفيض تكاليف إنجاز المعاملات أي عمليات البيع و الشراء .يتكون هذا السوق من البنوك التجارية و المركزية و المؤسسات الكبرى...الخ، التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل كالودائع، القروض، أدونات الخزنة، شهادات الإيداع، الأوراق التجارية وغيرها. حيث تمثل هذه الأوراق صك مديونية "debt securities" يدون عليها ما يفيد بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرق آخر وهي قابلة للتداول.⁽¹⁾ ترجع أهمية سوق النقد إلى طبيعة الخدمات المتعددة التي يقدمها لمختلف الوحدات الاقتصادية، فمن وجهة نظر الاقتصاد القومي يؤمن هذا السوق سرعة حصول المقرض على الأموال التي يحتاجها. كما يؤمن للمقرض إمكانية تحويل أصوله قصيرة الأجل بسرعة إلى نقدية سائلة. أما من وجهة نظر البنوك التجارية أي على مستويات الفائدة فهي تعتبر وسائل حاسمة منذ وضع السياسات النقدية الملائمة. لأنها تأثر نوعية السياسة النقدية المطبقة.

2- أسواق رأس المال: (capital market)

سوق رأس المال هو سوق لتمويل الاستثمارات لأجل متوسطة، وطويلة، حيث أن طبيعة استخدام هذا التمويل يتطلب أن يكون لفترة طويلة وهي فترة إنشاء المشروع حتى يبدأ الإنتاج، وتتدفق الموارد النقدية اللازمة لسداد القرض. يعتبر أهم الأسواق المكونة لأسواق المال، حيث تتم إجراءات التعامل فيها وفقا لقواعد ونظم معينة وذلك بهدف تجميع المدخرات طبقا لأشكالها وأجلها و ضمان استثمارها.⁽²⁾

المطلب الثالث: أنواع سوق رأس المال

يتم تداول الأدوات المالية طويلة الأجل في هذا السوق والتي تتمثل أساس في الأسهم والسندات. ويمكن التخلص من هذه الأدوات بسهولة وفي أي وقت وبأقل الخسائر الممكنة وقد تكون في بعض الأحيان بدون خسائر. ينقسم سوق رأس المال إلى قسمين: يتمثل القسم الأول في الأسواق الحاضرة (سوق الأوراق المالية) والقسم الثاني يتمثل في الأسواق المستقبلية.

1- السوق الحاضر (سوق الأوراق المالية) spot market

سوق الأوراق المالية هو ذلك السوق الذي يتم فيه إصدار وتداول أو بيع وشراء الأصول المالية كالأسهم والسندات، فهو المكان الذي يجمع فيه المتعاملون أو المستثمرون للبيع والشراء.⁽³⁾

1- د. هوشيار معروف كاكامولا "الاستثمار والأسواق المالية" دار صفاء للنشر والتوزيع 2003* ص 69
2- د. هوشيار معروف كاكامولا "الاستثمارات والأسواق المالية" مرجع سابق* ص 68
3- د. صلاح السيد جودة " بورصة الأوراق المالية" مكتبة ومطبعة الإشعاع الأولى 2000 *ص 19

أنشأ أول سوق لتداول الأوراق المالية سنة 1460 في بلجيكا⁽¹⁾ حيث كان لابد من ملاقة البائع والمشتري في جو تتأمن فيه حرية المنافسة التجارية، وتكون معاملاتهم بشكل منتظم.

يمكن أن تبين فكرة وجود هذه الأسواق من خلال المثال التالي:

لنفرض أن شخصا ما لديه فرصة استثمارية مربحة ولكنها تتطلب مبلغ من المال قدره 100 ألف جنيه لكن لا يوجد بحوزته كامل المبلغ وإنما فقط جزء والذي يقدر بـ 10 آلاف جنيه. فعليه تدبير المبلغ. لتفرض أنه التقى بصديقين آخرين وعرض عليهم فكرة هذا المشروع فوافق هذين الصديقين وقرر كل واحد المساهمة في تمويله. حيث وافق الصديق الأول على تقديم مبلغ قدره 60 ألف جنيه لكن بشرط حصوله على 50% من عائد المشروع، أما الصديق الثاني فوافق على تقديم 30 ألف جنيه بشرط حصوله على 30% كفاائدة سنوية، وبهذا يكون هذا الشخص قد حصل على المبلغ بأكمله أي 90 ألف جنيه من أصدقائه، إضافة إلى 10 آلاف جنيه مدخراته الخاصة.

إن من خلال هذا المثال قد نلاحظ انه قد نشأ عن هذه العملية ودون أن يعلم أي طرف إصدار أصليين ماليين. تم إصدار الأول من طرف الشخص وشراؤه من طرف الصديق الأول وهو يمثل أداة ملكية "equity instrument".

أما الثاني فيمثل أداة اقتراض debt instrument فيعتبر هذين الأصليين بمثابة وسيلة تم من خلالها تحويل الأموال الفائضة والتي تمثل المدخرات الخاصة بكلا الصديقين إلى استثمارات مربحة ونافعة بالنسبة لهم كما هي نافعة ومفيدة للمجتمع أيضا.

من هذا يتبين دور هذه الأصول المالية في زيادة الإنتاجية داخل المجتمع، لكن تم ذلك من خلال الصدقة البحتة التي مكنت ذلك الشخص الالتقاء بأصدقائه، فلولا هذه الصدقة لما لاقت هذه المدخرات المسلك أو الطريق لتصرفها. فلهذا لا يجب الاعتماد على الصدقة ولكن لا بد من وجود حل آخر هذا الحل هو وجود أسواق منظمة تلبي حاجة كل متعامل و هنا يتبين الدور الأساسي الذي تلعبه الأسواق المالية.

فأول دور هو التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء وبالتالي استثمار رؤوس الأموال بكل سهولة لأنه لا يتطلب أي خبرة خاصة. فأي شخص يمكنه استثمار أمواله سواء كانت مبالغ كبيرة أو صغيرة ولمدة طويلة أو قصيرة في الأسهم والسندات أو أي شركة زراعية كانت أم عقارية أم تجارية. محققين من وراء ذلك أرباحا.

كما يهدف إلى تجميع الأموال وذلك بتشجيع الادخار بما أن المدخر لا يهدف إلى إشباع رغبة عاجلة وإنما الاستفادة من أمواله لسد حاجة في المستقبل، الذي يكون عن طريق نشر الوعي الادخاري بين أفراد المجتمع وتوجيهه إلى سوق الأوراق المالية.

1- د. شمعون شمعون "البورصة" أطلس للنشر *ص 68*

بالمقابل فهي تضمن سيولة أموال المستثمرين، حيث يمكنهم استرداد أموالهم بكل سهولة عن طريق التخلص من الأسهم أو السندات التي يمتلكونها بالبيع. كما تعتبر أكثر الأسواق اتحادا في العالم ذلك لتوفر وسائل الاتصال المتقدمة، وتعاملها في سلع متجانسة وأكثر الأسواق اقترابا من النموذج الفكري لسوق المنافسة الكاملة.

تنقسم هذه الأخيرة بدورها إلى قسمين وهما: (1) السوق الأولي أو سوق الإصدار والسوق الثانوي .

1-1: السوق الأولي (سوق الإصدار) (primary market)

ويعرف أيضا بسوق الإصدار الأولية لأن فيه يتم إصدار الأوراق المالية لأول مرة، سواء كانت أسهم أو سندات من طرف شركات قائمة، ففي هذا السوق تنشأ العلاقة بين مصدر الورقة المالية لأول مرة فهو المقرض، والمكتب فيما أيضا لأول مرة وهو المقرض. وعليه يمكن تعريفه على أنه "سوق تخلقه مؤسسة مالية متخصصة كوسيط مالي، تعرض فيه للجمهور المستثمرين أوراقا مالية لشركة خاصة أو عامة لتصديرها لأول مرة". (2) وتعمل هذه المؤسسة على تقديم النصح والمشورة فيما يخص أنواع الأوراق المالية الملائمة، أوقات الإصدار، أسعار الإصدار، كمية الأوراق المصدرة. كما تضمن تصريف الأوراق المالية المصدرة. وقد تتمثل هذه المؤسسة في بنك استثماري أو تجاري أو وسيط مالي يتعامل في الأوراق المالية.

لكن في الدول التي يتميز سوق أوراقها المالية بالصغر تتولى القيام بهذه العملية البنوك التجارية أي عملية إصدار الأوراق المالية، أما في الدول المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية فهناك مؤسسات متخصصة تقوم بهذا الدور من أشهرها مؤسسة merril lynch. توجد طرق أخرى لإصدار الأوراق المالية وتصريفها وهما، (3) طريقة الأسلوب المباشر وأسلوب المزاد

أ- الأسلوب المباشر (direct approach)

من خلال هذا الأسلوب وطبقا لتسميته يكون اتصال مباشر بين الجهة المصدرة لهذه الأوراق بالمستثمرين لبيع إصدارتها من الأسهم والسندات.

ب- أسلوب المزاد: (auction approach)

طبقا لهذا الأسلوب لا تكون العملية بشكل مباشر وإنما يتم دعوة كل المستثمرين الذين لهم رغبة في شراء هذه الإصدارات بحيث يقوم كل مستثمر بتقديم عطاءات تشمل على الكميات المراد شراؤها وكذا السعر المفضل. لتقوم هذه المؤسسة بقبول هذه الطلبات ابتداء من أعلى سعر إلى أقل سعر وهكذا حتى يتم تصريف كل الإصدارات.

1- د. السيد البدوي عبد المحافظ "إدارة الأسواق والمؤسسات المالية" توزيع دار الفكر العربي القاهرة* ص 14*

2- د. السيد البدوي عبد المحافظ "إدارة الأسواق والمؤسسات المالية" مرجع سابق* ص 14*

3- د. خالد وهيب الراوي "الاستثمار - مفاهيم - تحليل - استراتيجيات" مرجع سابق* ص 8*

2- السوق الثانوي (secondary market)

في هذا السوق يتم الإصدارات الناشئة في السوق الأولي أي تداول الأوراق المالية طويلة الأجل بيعا وشراء وذلك بسعر السوق ، فهو يمثل المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية التي تستوجب نقل ملكية الأوراق المالية من البائع للمشتري.

تعمل في هذا السوق المؤسسات المالية التي تنشط عمليات التداول هذه، وأهم ميزة لهذا السوق هو أنه يوفر للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي عنصر السيولة، لهذا يقال أن السوق الأولي يستنبط فاعلية وكفاءة من فاعلية وكفاءة السوق الثانوي.

هذا وينقسم السوق الثانوي بدوره إلى قسمين: السوق المنظم والسوق غير المنظم، سنبدأ بتعريف السوق غير المنظم لننتقل إلى السوق المنظم.⁽¹⁾

2-1: السوق غير المنظم unorganized market

يقصد بها الأسواق التي يجري فيها التعامل بالأوراق المالية ولكن خارج مقصورة البورصة. زسمي أيضا بالمعاملات فوق المنضدة ، over the counter(otc) ، التي تتولاها بيوت السمسة. لا يوجد مكان لإجراء هذه المعاملات، حيث يتم التعامل من خلال شبكة اتصالات سريعة تجمع ما بين السماسرة والتجار. وتظهر طلبات الشراء والبيع لأسهم شركات مختلفة عبر شاشات الاتصال الالكتروني حيث يتم تنفيذ الصفقة عند أفضل عرض للشراء أو البيع.⁽²⁾ يتميز السوق المالي غير المنظم بعدة ميزات تمثل في: ⁽³⁾

- نظرا لتوفر وسائل الاتصال المتطورة والمتعددة، تتميز المعاملات في هذا السوق بالسرعة في إجرائها كما تمكن من تحليل وتخزين البيانات المالية.
- إن الأوراق المالية المتداولة بكثرة في هذه الأسواق تمثل في السندات والأسهم الممتازة. والأوراق المالية للشركات غير المسجلة في السوق المنظم، وكذا الشركات ذات الحجم الصغير.
- إن أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق تتحدد بأسلوب التفاوض بين البائع والمشتري بعكس أسلوب النداء العلني، وهذا ما لا يتطلب أية خبرة أو كفاءة للتعامل في هذا السوق.
- تتميز أيضا بكبير حجم المعاملات المبرمة في هذا السوق وبساطة إجرائها وتنفيذها وهذا ما يجعله سوق منافس للسوق المنظم.

1- د. صلاح السيد جودة" بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق* ص 22*

2- د. عبد الغفار حنفي " بورصات الأوراق المالية" دار الجامعة الجديدة للنشر 2002 *ص45*

3- د. عمر ومحي الدين "المال والصناعة" مرجع سابق* ص 15*

- لكن في حالات زيادة المضاربة على الأوراق المالية في هذا السوق، تنتشر حالات إفلاس الشركات وهذا ما يؤثر على الإقتصاد الوطني. وعليه من الواجب أن تعمل في هذا السوق إلا المنشآت التي يضمنها إتحاد وطني يرتكز على أسس عديدة والتي تمثل في القيود المالية، القانونية والتنظيمية .
- كما يجب أن تنشر يوميا الأسعار التي تعكس التعامل في هذا السوق.
- يتضمن هذا السوق غير المنظم سوقين آخرين: السوق الثالث، السوق الرابع.

أ- السوق الثالث: the third market

يمثل جزء من السوق غير المنظم، الذي يتضمن بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة. وهي على استعداد تام لشراء وبيع الأوراق المالية وبأي كمية مهما كانت كبيرة أو صغيرة. هذا عن بيوت السمسرة أما عن المتعاملين في هذا السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبرى، مثل: صناديق التقاعد، صناديق الاستثمار المشتركة، شركات التأمين، حسابات الأموال المؤمن عليها والتي تديرها البنوك التجارية.

توفر هذه الأسواق للمتعاملين بعض الميزات التي تمكنها من النجاح والتطور. حيث يمنحهم حق التفاوض في مقدار العمولة، وبالتالي السرعة في تنفيذ العمليات مقارنة مع ما تستغرقه هذه العمليات في السوق المنظم.⁽¹⁾

ب- السوق الرابع: the fourth market

للحد من العمولات التي تدفع للسمسرة من طرف المتعاملين، وجد هذا السوق الذي يتم فيه التعامل مباشرة وبدون وساطة، يضم جميع المؤسسات الاستثمارية الكبرى والأفراد الأغنياء، ويتم التعامل بينها من خلال شبكة اتصال إلكترونية والتي تمكنهم من معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل. وهذا بهدف تخفيض النفقات. خاصة في حالة الصفقات الكبيرة. كما يسمح في هذه الأسواق التعامل بشتى أنواع الأوراق المالية.⁽²⁾

2-2: السوق المنظم: organized market

يعتبر القسم الثاني للسوق الثانوي وأهم قسم أيضا. فهو عبارة عن "مكان اجتماع تجري فيه المعاملات في ساعات محدودة من قبل ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين، فالعامل يتم بصورة علنية فيما يخص الأوراق المالية وكذا الأسعار المتفق عليها.⁽³⁾

¹. منير إبراهيم هندي "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" توزيع منشأة المعارف - الإسكندرية 1999* ص 23*

². منير إبراهيم هندي "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" مرجع سابق * ص 23*

³. عبد الغفار حنفي "بورصات الأوراق المالية" مرجع سابق * ص 45*

كما هي السوق التي يتم فيها تبادل الأدوات الاستثمارية بسهولة وبأسعار قريبة من القيم الحقيقية، ويتحقق التوازن بقبول الطرفين بهذا السعر. (1)

تتمثل أهمية هذا السوق في ما يلي: (2)

- يعتبر الأسواق المالية المكان الوحيد لنشر سلوك الاستثمار، وذلك من خلال النشاطات التي تجري فيه من تداول الأسهم والسندات وأدوات أخرى، التي تصدرها مؤسسات لتمويل مشروعات معنية.

- فهو بذلك يحول المدخرات إلى استثمارات، وهذا أكبر حافز لكي يتخلى معظم الأشخاص عن السيولة المدخرة، خاصة إن اكتشف المستثمرين أن العوائد المحققة من مدخراتهم أكبر من تلك المحققة من التوفير العادي في المصارف المختلفة.

- هي مكان ربط بين الأطراف التي تتوفر لديها فوائض نقدية أي الدائنة بالأطراف التي هي بحاجة إلى هذه الفوائض وهي المدنية. فهي تسهل عملية تبادل الأصول المالية بين الوحدات الاقتصادية المختلفة.

- تضمن التوازن من خلال المحافظة على النمو المستقر لجانب هام من عوائد هذه الأدوات الاستثمارية وهي بذلك تعتبر أهم مصدر لمعرفة كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.

من أجل تنشيط وتطوير سوق الأوراق المالية تخصص البورصات الأوروبية أياما معينة لزيارة الجمهور بهذه الأسواق، وذلك لمعرفة ماهية هذه الأخيرة، وكذا الكيفية التي تعمل بها وهي تسعى من وراء ذلك إلى تنمية المدخرات وتوجيهها للاستثمار. ويسمى هذه العملية *popularisation des activités de bourse*.

إضافة إلى هذا يجب وجود أدنى من الاستقرار السياسي. هو أهم عامل لجذب رؤوس الأموال الأجنبية إضافة إلى مثيلاتها المحلية. والاهتمام أكثر بوسائل الإعلام وذلك لإعلام كل مستثمر وكل مدخل بالفرصة التي قد تتاح لتوظيف أمواله مع تمكنه من الحصول على عائد معقول من استثماراته هذه، والتي قد تتمثل في رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة مثلا، أو إعفاء العائد من الضرائب. وأيضا الحفاظ على استقرار وحدة النقد لطمأنة المستثمر الأجنبي خاصة.

وعليه كما اهتمت الدولة بالتنمية الاقتصادية، وزاد عدد الشركات المساهمة، وكان القطاع المصرفي قويا وأمكن السيطرة على التضخم كما نشطت السوق المالية.

2-3: أنواع الأسواق المالية المنظمة:

نميز أربعة أنواع للأسواق المالية المنظمة وهي تتمثل في: (3)

1- الدكتور خالد وهيب الراوي "الاستثمار" مرجع سابق *ص 9
2- الدكتور شمعون شمعون "البورصة" مرجع سابق *ص 13
3- د. شمعون شمعون "البورصة" مرجع سابق *ص 10

أ- بورصة الأوراق المالية:

إن التطور الذي وافق مراحل الإنتاج والصناعة، وقيام مشاريع ضخمة أدى إلى ضرورة وجود نظام مالي على درجة عالية من التنظيم يوافق التطور المذهل الذي عرفه العالم اقتصاديا . فكان من الضروري وجود سلع وأدوات جديدة تمثلت في الأوراق المالية، كما كان لا بد من وجود سوق لتداولها. ولهذا ظهرت بورصة الأوراق المالية التي يتم فيها تداولها الأسهم والسندات.

ب- بورصة البضائع:

تعرف أيضا بالبورصة التجارية لأنها السوق التي تتم فيها المبادلات التجارية لمنتجات طبيعية. ظهرت قبل ظهور بورصة الأوراق المالية. ويتم التعامل في هذه الأسواق عن طريق إبرام عقود بين البائع والمشتري لتسليم البضاعة في المستقبل. وتتم هذه العمليات من خلال سمسرة، حيث يتلقى السمسار طلبات العملاء وأوامرهم لقاء عمولة معينة.

ج: بورصة الذهب والمعادن النفيسة

تختلف طرق لحصول على المعادن، وشحنها، والتأمين عليها ودرجة الشوائب فيها، هذا ما يؤدي إلى اختلاف أسعارها. فقد يباع الذهب عادة على شكل سائر أو مسكوكات، كما تتألف النقود المعدنية من خلائط معدنية. ونظرا لما يلعبه الذهب من دور هام في النشاط الاقتصادي، وجدت بورصات خاصة بالذهب المعادن النفيسة.

د- بورصة العملة الصعبة:

نتيجة التقلبات التي تعرفها النشاطات الاقتصادية، من فترات إزدهار وكساد. فمثلا في فترات الكساد تتخفف الصادرات والواردات ويتعرض كل من المصدرين والمستوردين لهذه التقلبات، فمن أجل التحوط ضد هذه التقلبات وأيضا للحصول على العملات الصعبة على أساس سعر الصرف الذي يتحدد طبقا لعاملي العرض والطلب وجدت هذه البورصة.

المطلب الرابع: طبيعة العمليات في السوق المالي المنظم

تتمثل عمليات البورصة سواء كانت عمليات البيع أو الشراء في عمليات عاجلة وأخرى آجلة.

1- العمليات العاجلة: spot operation

وهي عمليات يتم تنفيذها فورا، حيث يتم دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة حالا أو خلال فترة وجيزة جدا. ومن خلال هذه العمليات أي العمليات العاجلة يجب أن يوضح كل أمر

نوع الصفقة طبيعة الورقة المالية موضوع الصفقة، والكمية المعروضة أو المطلوبة من هذه الأوراق المالية، دون أن تنسى السعر المرغوب فيه من طرف العميل لتنفيذ أوامره.

فتحديد سعر الورقة المالية يكون بدقة متناهية:

فمثلا إذا كانت الورقة المالية الراد بيعها أو شراؤها هي أسهم يجب تحديد ما إذا كانت هذه الأسهم عادية أو ممتازة. وأما إذا كانت سندات فيجب تحديد تاريخ الإصدار، معدل الفائدة، والحقوق المترتبة على السند، ويتحدد السعر طبقا لقانون العرض والطلب.

يوجد شرط أساسي في هذه العمليات وهو إلزامية حيازة الأوراق المالية موضوع الصفقة وذلك لتسليمها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في البورصة.⁽¹⁾

قد يقوم بعض المضاربيين بشراء الأوراق المالية من السوق العاجل أو الاحتفاظ بها بمثابة توظيف لرؤوس الأموال. والاستفادة بما قدره من فائدة أو أرباح. أو للقيام بعمليات المضاربة والاستفادة من التغيرات السعرية أو الغرضين معا. أي الحصول على عائد لدي بقائها بحوزتهم أو تحقيق أرباح عند بيعها.

2- العمليات الآجلة: forward operation

في العمليات الآجلة يكون التسليم والاستلام بعد فترة من الاتفاق على الصفقة، أي في تاريخ متفق عليه ومحدد مسبقا يعرف هذا الموعد بموعد التصفية، ويكون عادة مرة كل شهر. ولذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوى الصفقات نهائيا بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعا وشراء. ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية.

فالمشتري الذي لا يتوفر على أموال كافية يمكنه الشراء دون أن يدفع في إطار قواعد محددة، بهذه الطريقة يمكن شراء سند دون دفع أي مبلغ وبيعه للحصول على أرباح في حالة ارتفاع الأسعار. ولكن في حالة انخفاض الأسعار مع حلول أجل التصفية يمكن التأجيل ثانية مقابل دفع مبلغ بسيط كحق للتأجيل. وهذه الطريقة صالحة للذين لا يملكون أموال كافية للاستثمار في البورصة.⁽²⁾

بما أن عملية التسليم تكون آجلا فهناك خطر عدم الوفاء بالالتزامات. فهذا اشترطت أنظمة البورصة تقديم تامين مالي حتى بتنفيذ الصفقة نهائيا وهذا بمثابة تغطية وبقدر بـ 25% أو 85% من حجم العمليات. لا يشترط دفعها نقدا فقد يكون على شكل أوراق مالية أو سندات حكومية. فهي شكل القسم الأعظم لعمليات البورصة.

يتميز هذه العمليات بعدة مميزات والتي نذكر منها:⁽³⁾

1- الدكتور مروان عطون "الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال" ديوان المطبوعات الجامعية 1993 * ص 223

2- موقع الانترنت : www.alhandasa.net/forum/archive/index.php/t-37-310.html

3- مروان عطون "الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال" مرجع سابق * ص 224

- إن تنفيذ الصفقات الآجلة لا يتم عن طريق تسليم الأوراق المالية واستلام الثمن وإنما بتسوية الفرق بين سعر الورقة المالية عند إجراء الصفقة والسعر عند تنفيذ الصفقة أو انتهاء المدة المتفق عليها. فإذا حدث وارتفعت الأسعار خلال هذه الفترة أي المدة الفاصلة ما بين تاريخ الاتفاق وتاريخ التنفيذ يكون المشتري هو المستفيد في هذه الحالة. أما إذا حدث وانخفضت الأسعار فيكون في هذه الحالة البائع هو المستفيد.
 - عادة ما تتميز هذه المعاملات على أنها عمليات بيع وشراء للأوراق المالية ولكن عن طريق قروض. قد تسأل كيف ذلك؟ إن المستمر الذي لا يملك المقدار الكافي لشراء المقدار المرغوب فيه من الأوراق المالية، وخاصة المضاربين منهم على ارتفاع الأسعار. ففي هذه الحالة يقوم الوسطاء في البورصة بتقديم قروض لمتعاملهم وذلك لشراء الأوراق المالية المطلوبة، وفي نفس الوقت يقوم الوسطاء بالاقتراض من البنوك وذلك بضمان الأوراق المالية موضوع الصفقة. محققين من وراء ذلك ربح يتمثل في الفرق ما بين سعر الفائدة المدفوع للبنك وسعر الفائدة المحصل عليه من المتعاملين.
 - لكن هذه العملية لها تأثير كبير. فلو انخفضت أسعار الأوراق المالية المشتراة، فإن الوسطاء قد يطلبون من متعاملهم مبلغاً إضافياً وذلك لن البنك سيطلب من الوسطاء تسديد القروض. بما أن قيمة الضمان ستخف. وإذا لم يستطع المضارب دفع المبلغ اللازم للوسيط. سيضطر هنا الوسيط لبيع الأوراق المالية، وبهذا سيزيد عرض الأوراق المالية عن الطلب عليها. وبالتالي الإنخفاض الحاد في سعرها.
 - إن العمليات الآجلة تشجع بشكل كبير عمليات المضاربة. فهناك من يضارب على ارتفاع الأسعار، ومن يضارب على انخفاضها. فيقوم المضارب على ارتفاع الأسعار بشراء الأوراق المالية لأجل ليقوم ببيعها عند ارتفاع سعرها. أما المضارب على انخفاض الأسعار يقوم بالبيع لأجل، ليتمكن من شرائها عند انخفاض سعرها.
- وما يساعدهم في ذلك هو سهولة الحصول على الأوراق المالية في البورصة. والتأكيد من إلتزامات كل واحد في الدفع والتسليم وذلك عن طريق دفع الفارق ما بين السعر المتفق عليه والسعر حيث حلول الأجل. فالعمليات الآجلة تعتبر المثال الحي للمضاربة.

وتتألف العمليات الآجلة في البورصة من عدة عمليات والتي تتمثل في: (1)

- عمليات بسيطة: هي عمليات يتم إتمام الصفقة فيها في التاريخ المحدد وبالشرط المتفق عليها دون أي تغيير.

1- د. مروان عطون "الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال" مرجع سابق *ص 224*

- عمليات معقدة: من خلال هذه العمليات يسمح بإجراء تعديل في شروط الصفقة، وقد يكون في بعض الأحيان حق التراجع عنها ولكن مقابل دفع مبلغ معين.
- أما النوع الآخر فهو النوع الذي يعطي الحق لأحد الطرفين في الإختيار ما بين مركز البائع أو المشتري وذلك عند حلول الأجل المتفق عليه. ولكن مقابل دفع مبلغ معين للطرف الثاني.

المبحث الثاني: الأسواق الآجلة forward market

المطلب الأول: ظهور الأسواق الآجلة

إذا عدنا لتاريخ الأسواق الآجلة فإنه من الضروري أن نبين فائدة هذه الأسواق ونتفهم الميكانيزمات التي تكون في بعض الأحيان معقدة. فوظيفة التأمين، التغطية ضد المخاطر المتعلقة بتقلبات الأسعار هي أهم وظائف هذه الأسواق. إضافة إلى هذا فينصب اهتمامها أولاً على النشاطات الاقتصادية كالزراعة والصناعة.. الخ، لتنتقل إلى النشاطات المالية بعد ذلك، ولكن الربط بينهما ضروري ومؤكد.

فقد يرجع أصل هذه الأسواق الآجلة إلى بورصة البضائع أو البورصة التجارية، والتي أنشأت نتيجة لحاجة الإنسان وخاصة المزارعين لتبادل محاصيلهم الزراعية. فقد كان يتم اجتماعهم في أماكن معينة كملتقيات الطرق الرئيسية أو مجتمعات الأنهار الكبرى. ولكن مع التطور الاقتصادي وتطور الصناعة والإنتاج دعت الحاجة إلى وجود أسواق منظمة للتعامل. ولا يشترط التعامل أن تكون هذه البضائع حاضرة وإنما يتم التبادل بناء على صنف متفق عليه وكذا مواصفاته.

من أهم بورصات البضائع بورصة الولايات المتحدة الأمريكية، بورصة لندن، بورصة فلنדה، بومباي، بلجيكا، وفرنسا. فكانت العملية في بادئ الأمر تتم بشراء وبيع البضاعة في يوم ما وتسليم البضاعة. فيما بعد، فمثلاً: كان بعض المتعاملين يقومون بشراء محصول الحبوب من المزارعين قبل النضج وذلك توقعاً منهم بارتفاع سعر هذه الحبوب ما بين يوم الشراء ويوم التسليم، وبيعه في ما بعد محققين من وراء ذلك أرباحاً. ومتعاملين آخرين يقومون ببيع هذه الحبوب دون أن يمتلكوها توقعاً منهم بانخفاض سعر هذه الحبوب ما بين تاريخ الشراء وتاريخ التسليم.⁽¹⁾

فمنذ وقت كبير كان مزارعي middel west بشيكاغو يقومون ببيع محاصيلهم الزراعية للتجار محققين من ذلك أرباحاً أو معرضين لخسائر.

لكن هذه العمليات يتولد عنها عدة مخاطر قد تتمثل في إصابة المحصول الزراعي بوباء يؤدي إلى فسادة خاصة وأن شركات التأمين آنذاك لم تكن التأمين ضد هذه المخاطر. وكذا تقلبات الأسعار. فإذا كان مثلاً: منتج الحبوب يحصد مرة في السنة. وخوفاً من انخفاض السعر يبيع محصوله فوراً وسيحذو حذوه كل المنتجين الآخرين وبذلك سيزيد العرض عن الطلب وهذا ما يؤدي إلى تدهور الأسعار.

فالمنتج هنا أمام خيارين: إما أن يبيع بضاعته بسعر منخفض أو يقوم بتخزينها لمدة طويلة حتى يبيعهها ولكن الخيار الأول له مساوئ. فإذا باع البضاعة بسعر منخفض لن يتمكن من الحصول على المبالغ

¹ - jean- pierre Dex hanel et Bruno Gizard « A la découverte du monde de la bourses » presse universitaires de France 1991* p 265*

اللازمة لتسديد نفقات الإنتاج. إذن عليه أن يخزن بضاعته لفترة طويلة حتى يعرضها للبيع، وبهذا عليه تحمل تكاليف التخزين. هذا بالنسبة للبائع.⁽¹⁾

أما المشتري فهو يريد شراء هذه البضاعة ولكنه سيتحمل تكاليف التخزين التي سيضيفها البائع إلى السعر.

إذن لهذا وجدت الأسواق الآجلة لتحل مشاكل كل من البائع والمشتري. وكذا من أجل الانتقاء أو الاحتياط أو التغطية ضد مختلف المخاطر التي يتعرض لها كل من البائع والمشتري. والتي تعتبر كتطور للعمليات الآجلة أو إن صح التعبير امتدادا لشكلها الأول مع بعض الزيادة والمتمثلة في استعمال العقود الآجلة، وبالتالي ظهور السوق الآجل أو السوق العقود.

فقد نتساءل وأول سؤال يتبادر إلى أذهاننا هو: ماهي هذه الأسواق؟ وما الفائدة منها؟

إن الأسواق الآجلة هي عبارة عن مؤسسات مالية تسمح بشراء وبيع عقود وليست بضائع أو أوراق مالية. وهذه المعاملات لا تتم عن طريق تسليم البضاعة ولكن عن طريق شراء عقد يؤدي قبل نهاية الأجل إلى بيع عقد كما أن عملية البيع سوف تلغي قبل نهاية الأجل لعملية شراء عقد.⁽²⁾

أما عن الفائدة من هذه الأسواق لا تتمثل في الحصول على أرباح أو التعرض لخسارة نتيجة تقلبات الأسعار إنما الوظيفة الأساسية والرئيسية لهذه الأسواق هي حماية المشروع من تقلبات الأسعار، و لا يقتصر دورها على المضاربة فقط لأنه لو كانت كذلك لأمرت السلطات بإغلاقها.

وبهذا فهي تؤمن للمزارعين معرفة الموارد المالية نتيجة بيع محصولهم قبل نضجه. وهي بذلك تهدف إلى تسيير خطر تقلبات الأسعار. كما يوجد مشكل آخر يطرح. وهو هل يكون المزارع موجودا عند نضج محصوله الزراعي، وهل الطرف الآخر سيوفي بالتزاماته، وإذا كان المحصول غير جيد فماذا سيحصل للمشتري؟ فالإجابة عن هذه التساؤلات والقضاء على هذه المخاطر تحقق بوجود هذه الأسواق.

فيشير pdidier إلى ضرورة وجود هذا السوق والذي هو عبارة عن سوق يكون موضوع معاملاتها عقود تبرم بين طرفين من اجل بيع أو شراء بضائع نموذجية.

فعند عقد أي صفقة تجارية يتفق كلا الطرفين على كل من:⁽³⁾

- نوع، كمية، سعر الوحدة فيما يخص السلعة
- تاريخ التسليم وطريقة الشحن
- كيفية الدفع، إما كامل المبلغ أو عن طريق دفعات.

¹ - jean- pierre Dex hanel et Bruno Gizard « A la découverte du monde de la bourses » presse universitaires de France 1991* p265*

² - الدكتور شمعون شمعون "البورصة" مرجع سابق *ص 119

³ - الدكتور شمعون شمعون "البورصة" مرجع سابق *ص 119

فالعمليات الفورية تتطلب الاتفاق على جميع هذه العناصر، بينما العمليات الآجلة فيتم فيما تأجيل كل من الدفع والتسليم.

ففي أواسط القرن التاسع عشر في الولايات المتحدة الأمريكية نشأ السوق الآجل حيث كانت تقتصر عملياته في بداية الأمر على بعض المنتجات الزراعية (الصوجا، القمح، الذرة...) وبعض المواد الأولية (النحاس، الرصاص، الزنك). لتظهر عقود جديدة تتصل بالهياكل العظيمة للخنازير، والخشب المعاكس، وعصير البرتقال المركز دائما في بورصة شيكاغو، وبهدف حماية المنتجين من تقلبات الأسعار. وبالتحديد سنة 1840⁽¹⁾.

وبهذا يكون أمام أي تاجر يريد شراء سلعة معينة ثلاث طرق ممكنة :

- إما شراء السلعة المطلوبة الآن و تخزينها حتى يحين موعد استخدامها.
- وإما شراء هذه السلعة وقت حلول الحاجة إليها .
- وأخيرا التعامل في السوق الآجل، أي شراء سلعة بسعر متفق عليه فورا، وبتاريخ تسليم متفق عليه أيضا. فإذا اختير الطريقة الأولى سيتحمل تكاليف التخزين. وإذا اتبع الطريق التالي سيتعرض لمخاطر تغير الأسعار، ولكن إذا لجأ إلى السوق الآجل فلن يتحمل أية تكاليف ولا أية مخاطر، بل بالعكس سيخففها. فيمكن القول أن السببين الرئيسيين لوجود هذه الأسواق، هو التغطية ضد المخاطر أولا، والتغلب على صعوبة إيجاد الطرف الثاني للعقد، وكذا المكان المناسب ثانيا. فهي تشكل بذلك حملة إيداعات كبيرة استمرت 25 عاما التي ساهمت في تغير طبيعة البورصات العالمية.

وسنوضح فكرة هذه الأسواق من خلال المثال التالي:

مثال:

إذا قام شخص بالدخول في عقد آجل مع طرف آخر لشراء القمح بتاريخ تسليم أيار بسعر محدد يوم الاتفاق. فعليه في شهر أيار القادم أن يشري من الطرف الآخر أي البائع ما تم الإتفاق عليه بون الأخذ بعين الاعتبار السعر في ذلك التاريخ (أي تاريخ التسليم).

لتفرض أنه بحلول شهر أيار كان السعر السائد أكبر من السعر المتفق عليه. في هذه الحالة سيحقق هذا الشخص ربحا يتمثل في الفرق بين السعر السوقي و السعر المتفق عليه و لكن مضروبا في الكمية المشتراة من القمح ولتكن مثلا: 500 كغ.

فيكون ربح هذا الشخص كالتالي:

(السعر السوقي - السعر المتفق عليه) x 500 وهي نفسها خسارة الطرف البائع.

أما إذا كان السعر السوقي أقل من السعر المتفق عليه فهنا البائع هو من سيحقق أرباحا.

¹ - yves simon « les marchés dérivés » economica, 1997 *p 11*

المطلب الثاني: خصائص السوق الآجلة

تتميز السوق الآجلة بعدة مميزات والتي نجملها في ما يلي: (1)
- إن الميزة الأولى التي تميز هذه السوق هي أن البضائع التي يجري التعامل عليها نموذجية من حيث النوع. فمثلا في بورصة باريس يتم التعامل على نوع معين من السكر الأبيض، ونوع خاص من الدقيق، أما في هامبورغ فعلى نوع معين من القهوة يدعى ساندر، بينما في مصر على أنواع معينة من القطن، كالقطن طويل التيلة و متوسط التيلة.
لكن هناك بعض البضائع التي يصعب حديد أنواع نمطية لها، ومثالها الأثاث والألبسة. وبهذا لا يمكن تداولها في هذه البورصات.
- تتميز أيضا أن مضمون العقود المتداولة في هذه الأسواق يجب أن تتضمن كمية محددة مسبقا كحد أدنى : مثلا: (100 كيس سكر)

- كما أن تنظيم هذه الأسواق يهدف إلى توقيف مصالح كلا الطرفين، وتوفير أحسن الظروف.
- تختلف هذه الأسواق الآجلة عن الأسواق التجارية العادية في طريقة التنفيذ. فبينما يتطلب الأمر في العمليات العادية تسليم الطباخة واستلام المبلغ فإن المعاملات الآجلة قد تمكن التخلص من التنفيذ بدفع الفرق في السعر.

- يسود هذا السوق العلانية وذلك للإدلاء بكل العروض والطلبات وبالتالي توحيد السعر الذي يسجل على لوح خاص ويعلم به جميع المتعاملين.
- توفر العمليات العادية للمشتري إمكانية معاينة البضاعة المشراة واستخراج ما فيها من عيوب ومحاسن، بينما العمليات الآجلة لا توفر هذه الإمكانية، فقد تكون هذه الصفقة خاصة بمحصول قمح لم يقطف بعد، لكن يكون المشتري على دراية بالصف الذي سيشتريه، كما يكون البائع على دراية أيضا بالصف الذي يسلمه، لهذا استوجبت هذه الصفقات إبراز الصف عند إبرام العقود.

المطلب الثالث: طبيعة عمليات السوق الآجلة وأنواع المتعاملين فيها

يمكن تمييز عدة أنواع من العمليات التي تجري في هذا السوق وهي:

1- العمليات الباتة أو القطيعة: opération fermes

فهي نوع من العمليات الآجلة التي يحدد موعد تنفيذها والذي يسمى بموعد التسوية النهائية، فهي تشمل التزامات من قبل الطرفين لتنفيذ الصفقة المبرمة في الموعد المتفق عليه. ولا يجوز لأحد الطرفين الرجوع عن التزامه. فلهذا هم معرضون لخسارة غير محدودة. وبطول موعد التنفيذ يتم

1. شمعون شمعون "البورصة" مرجع سابق* ص102*

تقديم البضاعة من البائع واستلامها من المشتري مقابل دفع الثمن.⁽¹⁾ ويمكن تأجيل التنفيذ إلى وقت آخر إما:

- بعملية عكسية للعملية الأولى وتعتبر بمثابة تنفيذها.
- بعملية باتجاه العملية الأولى وتعتبر امتداد لها.

مثال:

نفترض أن أحد المتعاملين في سوق العقود اشترى 100 طن من القطن استحقاق جانفي، فإذا لم يرغب في تنفيذ هذه الصفقة فله مخرجين:

- إما يقوم ببيع 100 طن من القطن بتاريخ استحقاق جانفي.
- إما يشتري 100 طن من القطن بتاريخ استحقاق جويلية.

فالعلمية الأولى هي عبارة عن تصفية لعملية الشراء الأولى، أما عملية الشراء الثانية فتعتبر تأجيل العملية الأولى. فإذا ارتفعت الأسعار في موعد التصفية فإن عملية الشراء التي قام بها هذا المتعامل تكون مربحة report. أما إذا انخفضت الأسعار فإن هذه العملية تكون خاسرة deport.

2- العمليات الآجلة بشرط التعويض: opération a primes

طبقاً لهذه العمليات لا يكون المتعامل ملتزماً بتنفيذ العقد، وإنما له الخيار إما أن ينفذ الصفقة أو الامتناع عن التنفيذ. ولكن هذا لقاء تعويض عن الخسائر المترتبة عن اتخاذ قرار التنفيذ أو عدمه. ولكن في فرنسا يمنح هذا الحق في التنفيذ فقط للمشتري. أما في الدول الأخرى فيمنح هذا الحق لكلا الطرفين.⁽²⁾

مثال:

شخص اشترى عقد ذرة ببلغ 100 جنيه. ويدفع تعويض 10 جنيه ، فإذا كان سعر الذرة 100 جنيه يوم التصفية ففي هذه الحالة تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد لا يربح ولا يخسر.

-أما إذا كان السعر منخفضاً أو مرتفعاً فهنا المشتري أمام وضعيتين:

- إذا كان السعر مثلاً 80 جنيه فلا ينفذ المشتري العملية ويخسر قيمة التعويض فقط.
- إذا كان السعر مثلاً 120 جنيه ففي هذه الحالة سينفذ المشتري العملية محققاً بذلك ربح 10 جنيه.

وعليه يمكن أن نلاحظ أنه في هذا النوع من المعاملات لا يكون المتعامل ملتزماً بالتنفيذ وإنما له الحق ونفس الشيء بالنسبة للبائع. ففي حالة ارتفاع الأسعار عن السعر المتفق عليه لن ينفذ البائع العقد. وتكون خسارته متمثلة في مبلغ التعويض، والعكس إذا انخفضت الأسعار عن السعر المتفق عليه، ينفذ البائع العقد ويحقق أرباح.

1. عبد الغفار حنفي "بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق *ص 235*

2. عبد الغفار حنفي "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية الجديدة 2003 *ص 331*

3- أنواع المتعاملين في السوق الآجل:

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من المتعاملين وهم:⁽¹⁾

أ- الأعضاء المنضمون:

يتمثل هؤلاء الأعضاء خاصة في التجار المتعاملين في هذا السوق. ولا يجوز لهم التعامل إلا بواسطة سمسار، حيث يكون الإتصال بينهم عن طريق أجهزة الهاتف. ولكن هناك شروط يجب توفرها في السمسار. تتمثل أولا في كونه قد مارس مهنة التجارة على الأقل لمدة سنتين، ثانيا. يجب أن لا يكون قد أشهر إفلاسه. وثالث شرط هو حيازته على رأس مال لا يقل عن مبلغ معين محدد من طرف هذا السوق. وآخر شرط هو أن يكون لديه مكتب بالمدينة التي يتواجد فيها مقر البورصة.

ب- الأعضاء السماسرة:

يلعب السمسار دور الوسيط ما بين البائع والمشتري. ولا يقوم بعمليات البيع والشراء لحسابه الخاص بل فقط لحساب المتعاملين الآخرين ولهذا لا يمكنه تحقيق ربح جراء الفرق ما بين سعر البيع وسعر الشراء. و للسمسار أيضا بعض الشروط والمميزات لقبوله في البورصة. في ما يخص السمعة، التمرن والنجاح في الامتحان. ولا يجوز لهم مخالفة أوامر العملاء. أي لا يجوز له القيام بعملية الشراء إذا كان مكلفا بالبيع، أو البيع إذا كان مكلفا بالشراء.

ج- المساعدون في السوق:

وهم كل من الوسيط، مساعد الوسيط، المندوب الرئيسي.

-الوسيط:

يمثل الوسيط حلقة الوصل بين المتعامل والسمسار، فهو ينقل الأوامر من المتعامل إلى السماسرة. ويحصل على عمولة من بين السمسرة مقابل ذلك. وهو الآخر يجب أن تتوفر فيه شروط فيما يخص السمعة والتمرن والنجاح. له الحق في الإتصال ببيت سمسرة واحد.

-مساعد الوسيط :

يعتبر كمساعد له أهميته في بورصة العقود، يتعامل لحسابه الخاص. ومن الواجب حضوره في المقصورة باستمرار، فقد يكون بائعا أو مشتريا، كما قد يقوم بدور المضارب بحكم قدرته على تتبع اتجاهات السوق بماله من مهارة كبيرة. ولكن تمنع عليه بعض الوظائف. كأن يتعامل لحساب الغير، وأن يكون له أكثر من حساب واحد في بيت السمسرة المقيد لديه.

1د. شمعون شمعون "البورصة" مرجع سابق *ص 122-123*

-المندوب الرئيسي:

المندوب الرئيسي هو بمثابة مستخدم لدى أحد السماسرة، ويحصل مقابل ذلك على أجر، فهو مكلف بمعاونة السمسار في تنفيذ الأوامر. وهو الآخر يشترط توفر شروط فيه متعلقة بالسمعة والتمرن. ولكن إذا قام المندوب بعقد صفقة خارج المقصورة فالسمسار ليس مقيدا بذلك.

المطلب الرابع: الدور الذي تلعبه السوق الآجلة

إن الدور الأساسي لهذه السوق هو التغطية ضد مخاطر تقلبات الأسعار. كيف ذلك؟ نعلم أن أي تاجر يمتلك بضاعة أو يريد امتلاكها مستقبلا معرض لخطر تقلبات الأسعار. فإذا كان هذا التاجر يمتلك بضاعة هو معرض لخطر انخفاض سعر هذه البضاعة، ولكنه سيجني أرباحا إذا ارتفع سعرها. وإذا كان يريد امتلاكها مستقبلا. فهو معرض لخطر ارتفاع سعر هذه البضاعة، ولكن إذا انخفض السعر سيجني ربحا أيضا.

إن من أجل إتقاء هذه المخاطر يلجأ إلى السوق الآجلة وبالتالي التعامل بالعقود. فمثلا إذا قام تاجر بشراء بضاعة فورا بسعر 100 جنية. وبعد مدة انخفض السعر إلى 80 جنية. فهنا يمكن للمنافسين شراء هذه البضاعة بـ 80 جنية محققين بذلك ربح عكس التاجر الذي اشتراها بـ 100 جنية يمكنه تغطية ذلك بشراء إضافة للشراء الفوري عقد ينص على بيع هذه البضاعة بنفس السعر وبهذا يكون قد حقق ربح يقدر بالفرق بين سعر الشراء الفوري والسعر المتفق عليه في العقد. فمثلا إذا انخفض السعر إلى 80 جنية سيشتري البضاعة بـ 80 جنية ويقوم بالبيع بـ 100 جنية محققا بذلك ربح قدره 20 جنية، هذا طبقا للافتراض القائل أن السعر سينخفض، ولكن إذا لم يصدق الافتراض وارتفع السعر فإن التاجر في هذه الحالة يكون قد حقق ربح من جراء شرائه الفوري للطباعة. ولكن المستقبل مليء بالمفاجآت وأحسن طريقة للتأمين هي التعامل بالعقود.

قد يكون الدور الثاني هو الإجابة على هذه التساؤلات: ما الفائدة المتوخاة من التعامل في هذه الأسواق؟ وما هي الدوافع من وراء ذلك؟

فالإجابة الوحيدة على هذه التساؤلات هي أن هؤلاء المنتجين هم مضاربين بالدرجة الأولى. فهم يشترون ويبيعون دون الحصول على المواد الأولية موضوع العقد عند تاريخ انتهاء استحقاق هذه العقود و يحصلون من جراء ذلك على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع. وما يؤكد ذلك وجود عدد كبير من عمليات المضاربة. ولكن مختلف الدراسات تبين أن هذه الأسواق هدفها الأول ليس المضاربة وإنما التغطية و التحوط، مثلا منتج الحبوب متخوف من انخفاض أسعار هذه الحبوب، فأمامه إمكانية وحيدة و هي أنه يستطيع بيع عقد يمكنه من بيع الحبوب التي ينتجها بسعر محدد و بتاريخ معين و بكمية محددة ، هذا الالتزام واضح. وقد مكن المنتج من ضمان عملية البيع وكذا سعر البيع. وبهذا فإن

السوق الآجلة تؤدي وظيفتين في نفس الوقت: إدارة المخاطر المتعلقة بتقلبات الأسعار، وتنظيم المعلومات الخاصة بالأسعار وتسهيل مهمة إيجاد الطرق الثاني.

إن إجراء التغيرات في الأسعار و لضمان التبادل في أحسن الأحوال وجدت هذه الأسواق لتنظيم الأسعار، فمن خلال هذه الأسواق يستطيع المنتجين بيع محصولهم قبل نضجه وتأمين المبلغ والذي يكون ثابت. والمشتريين يتحملون خطر هذه التقلبات في الأسعار محققين من وراء ذلك أرباح إذا كانت الحالة ملائمة.(1)

إن معظم الدراسات التي جرت عن هذا السوق تبين انه يلعب دورا فعالا. ونظرا لنجاح هذه العقود لأجل المتصلة بالمنتجات الزراعية والمواد الأولية، في بداية أعوام السبعينات تبين لإختصاصي الأسواق لأجل المتصلة بالمواد الأولية والمنتجات الزراعية، أن الموجودات المالية والعملات تبرز من الخصائص ما يسمح بتكثيف التقنيات المستخدمة بنجاح في سوق المنتجات الطبيعية. فهذا ما ساهم في تطوير هذا السوق.

سبب آخر ساهم في تطوير هذا السوق، هو أن الشكوك المتعلقة بالأسعار ومستوى تغيرها كان من الطبيعي أن يؤدي إلى عرض وسائل جديدة، والطلب عليها، والتي ستخدم بموازاة مع الوسائل التقليدية أو كبديل عنها للوصول إلى الأهداف المرجوة.

وبالفعل أبرم أو عقد يتصل بأوراق مالية ذات الدخل الثابت سنة 1975، كما جرى التفاوض على أول عقد لأجل للعملات سنة 1972. ثم ظهرت عقود جديدة تتعلق بوسائل مالية أخرى كالمؤشرات معدلات الفائدة... الخ. وأصبحت تعرف بالمشتقات المالية.(2)

¹ - jean- pierre dexhanel – bruno gizard « a la découverte du monde de la bourse ref . op. cit *p 265*

² . فرانسوا لروا ترجمة حسن الضيقة "الأسواق الدولية للرساميل" المؤسسة الجامعية 1991 *ص290*

المبحث الثالث: المشتقات المالية: *derivatives*

لقد عرفت العقود الآجلة *forward contract* بعض السلبيات، فهي عقود متعلقة بالطرف الآخر أي المتعاقد. وتتمثل هذه السلبيات في ما يلي: (1)

- المخاطر الائتمانية: أو مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات من كلا الطرفين.
- مخاطر السوق وتتمثل أساس في سلوك الأسعار واتجاهها.
- مخاطر التسوية وهي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها.
- مخاطر التشغيل، ويتعلق هذه المخاطر بسوء الإدارة.

لكن يمكن التغلب على هذه المخاطر من خلال إجراءات معينة. فلقضاء على المخاطر الائتمانية يجب أولا دراسة أوضاع الطرف الآخر قبل التعاقد معه. وكذا توفير الضمانات الكافية. وأهم شيء هو توثيق المعاملات بشكل قانوني. ومن هنا ظهرت الحاجة إلى تقنين العقود الآجلة أي توحيدها وهذا ما يسهل عملية انتقاله من متعامل لآخر، كما يجب أن تكون مظهرة. وبهذا أصبحت العقود الآجلة عبارة عن عود يحدد فيها نوع البضاعة، مكان التنفيذ، والكمية المتداولة.

أما المخاطر الأخرى فلقضاء عليها لا بد من وجود وسيلة تضمن السير الحسن لهذه العمليات. بالفعل ثم إنشاء ما يعرف بغرفة المقاصة أو بيت التسوية *clearing house* وهي مؤسسة تتوسط العملية بين البائعين والمشتريين للعقود، وتضمن النهاية المرغوب فيها للعقود، وهي بذلك أيضا تقضي على خطر عدم الوفاء بالالتزامات.

ففي نهاية سنة 1960⁽²⁾، لوحظ زيادة التقلبات الحادة في معدلات الفائدة وأسعار الصرف بشكل كبير مقارنة مع تقلبات أسعار الموارد الأولية، هذا ما أدى إلى خلق مشكل عويص أثار اهتمام الكثير من الاقتصاديين، وبالتالي التفكير في إنشاء أسواق جديدة يتم فيها تداول عقود آجلة ولكن يكون موضوعها أصولا مالية وليست مواد أولية. تهدف أساسا إلى التغطية ضد مخاطر معدلات الفائدة وأسعار الصرف إضافة إلى التقلبات السعرية.

فكانت فكرة الأخصائيين أنه ممكن أن يحل محل المواد الأولية، البضائع، كل ما هو معرض للتقلبات السعرية، فتم إدماج الأصول المالية (الأسهم، السندات، العملات، معدلات الفائدة، المؤشرات.. الخ) فالمتعامل الذي يريد تأمين محفظته المالية التي تضم مثلا سندات ضد انخفاض الأسعار الناتجة عن ارتفاع معدلات الفائدة، فيقوم ببيع لجل عقد يتضمن هذه السندات. فإذا تحقق الإنخفاض ففي هذه الحالة. قيمة المحفظة المالية ستخف ولكن بالنسبة للمتعامل الذي قام ببيع العقد سيحقق ربح. أما إذا حدث ارتفاع في الأسعار فإن قيمة محفظته المالية سترتفع، وهو بهذا عوض الخسارة المحققة من جراء بيع العقد.

¹ - Michel fleuriet / yves simon « bourse et marches financier » economica 2003 * p 120*

² -yves simon « les marches dérivés » economica 1997 *p 21*

مقابل هذا المستثمر الذي يهدف أساسا للتغطية يجد مضارب والذي قام بتحليل السوق وتوقعا منه بأن قيمة السندات سترتفع قام بشراء العقد المباح ولكن إذا لم تتحقق توقعاته سيتعرض لخسارة وبهذا نلاحظ كيف أن هذا المضارب قد تحمل الخطر المرفوض من قبل المستثمر.

إن هذه الأسواق المشتقة تشبه إلى حد كبير الأسواق الآجلة، ولكن الفرق الوحيد بينهما هو اختلاف الأصل محل العقد. فالأولى يكون موضوع عقودها أصول حقيقية والثانية إضافة إلى هذه الأصول الحقيقية توجد أصول مالية. فابتداء من سنة 1975⁽¹⁾ أصبحت بورصات شيكاغو تمنح للمتعاملين إمكانية التغطية ضد مخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف دون أن تسعى تقلبات الأسعار. وكان حجم المعاملات يتجاوز إلى حد كبير حجم المعاملات في بورصة القيم المنقولة. فالأمر لم يعد يهم فقط المزارعين والفلاحين وإنما أيضا مسيري المحافظ المالية.

المطلب الأول: تعريف الأدوات المالية المشتقة وأنواعها

1- تعريف:

بدأ استعمال هذه الأدوات المالية المشتقة في أوائل عقد السبعينات من القرن العشرين، وتطور استعمالها ويمكن تعريفها على أنها عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصل المالي محل العقد أي قيمة الأصول المعينة والتي قد تكون أسهم، سندات، سلع، عملات أجنبية.. الخ. فهي بمثابة التأمين ضد المخاطر المالية.⁽²⁾

كما هي عبارة عن مجموعة الأدوات أو المنتوجات المالية التي تقدم عن طريق عقد آجل سواء كان عقد شراء أو عقد بيع لكمية معينة من الأصول المالية في تاريخ محدد و بسعر محدد عند بداية الإتفاق.⁽³⁾

فهي تقدم إمكانية التغطية ضد التقلبات غير المنتظرة لأسعار الأصول، ولاستغلال التقلبات المنتظرة كما يمكن من إعادة توزيع مخاطر السوق ما بين المتعاملين الاقتصاديين، ولتقريب كل واحد من الوضعية التي يراها مثالية لمواجهة الخطر.

في نظر عدة اقتصاديين فإن التطور السريع للمشتقات المالية، نتيجة تبعية قيمتها لقيمة الأصل محل العقد ولكنها في نفس الوقت خطيرة. خاصة إذا كان هذا الأصل يحمل مخاطر غير واضحة. أو لا يمكن مراقبتها جيدا. فقد تساءل لأي خطر يستعمل هذه الأوقات؟

قد يظهر أن هذه الأدوات معقدة، ويتطلب الأمر استشارة بعض الرياضيين المختصين، ولكن هذا لا يثير التعجب، لأن الوظيفة الأساسية لهذه العقود ليست لإخافة العالم وإنما لتمكين المؤسسات من التقليل من المخاطر وتكاليف التمويل. فهي ليست مجرد مؤسسات ليس لها أي أهمية اقتصادية وإنما بالعكس

¹ - jean- pierre dexhanel – bruno gizard « a la découverte du monde de la bourse ref . op. cit* p 267*

² - Michel de mourguen « macroeconomie monétaire » economica 2000*p171*

³ - christian descamps –jacques soichet « gestion financière internationale » litec 1995* p 45*

فهي تشهد تطوراً كبيراً نتيجة تطور احتياجات المستثمرين لتسيير مخاطر معدلات الصرف..الخ. في جو يتسم بتغيرات كبيرة ودرجة كبيرة من عدم التأكد. فهي تستطيع أن تخلق جو ملائم للتبادل بين المستثمرين ومن كل أنحاء العالم بما أن المؤسسات التي تستعمل هذه الأدوات يمكنها تجاوز مخاطر السوق والاستثمار بكل الاستراتيجيات الممكنة.

2- أنواعها:

الورقة المالية المشتقة هي أداة مالية تشتق قيمتها من قيمة متغير آخر. كما تعرف بأنها "مطالبات محتملة" contingents claims.

لقد اكتسبت المشتقات المالية في السنوات الأخيرة مكانة كبيرة في عالم الاستثمار. فهي يعتبر من أهم التطورات التي حدثت في الأسواق المالية. ويمكن أن نميز عدة أنواع من هذه المشتقات⁽¹⁾ وهي العقود المستقبلية futures، الخيارات options، والمبادلات swaps. إضافة إلى أنواع أخرى. ولكن موضوع بحثنا سيرتكز على هذه الأنواع الثلاثة.

أ- العقود المستقبلية: futures

إن العقود المستقبلية هي عبارة عن عقود تتيح لحاملها المجال لشراء أو بيع كمية محددة من السلع أو الأسهم أو المعادن أو العملات...الخ. يكون متفق عليها بسعر يسمى السعر المستقبلي future price وفي تاريخ محدد مسبقاً أيضاً، وهو استحقاق العقد contract maturity وعلى هذا يسمى بالعقد المستقبلي، وهي تتميز بالتزام الطرفين تنفيذ العقد the obligation throught with the agreed on agreement، فهي عقود تلزم حاملها بشراء أو بيع أصل ما بتاريخ محدد وبسعر محدد. ولكنها تختلف عن العقود الآجلة في كونها تتداول في بورصات منظمة.⁽²⁾ ويتعدد أنواع العقود المستقبلية حسب نوع الأصل محل العقد فنجد كل من:⁽³⁾

-العقود المستقبلية المالية: financial futures، وهي عقود يكون موضوعها أصول مالية كأوراق مالية...الخ

-العقود المستقبلية للمحاصيل الزراعية والتي تتضمن المحاصيل الزراعية agricultar .commodites futures

-العقود المستقبلية للمعادن الثمينة والخام metals and meneral futufes، والتي تتضمن المعادن النفيسة والمواد الخام.

¹ - christian descamps -jacques soichet « gestion famiancière internationale » litec 1995* p 45*

² د. زياد رمضان "مبادئ الاستثمار لمالي والحقيقي" مرجع سابق *ص 97*

³ د. زياد رمضان "مبادئ الاستثمار لمالي والحقيقي" مرجع سابق *ص 97*

-العقود المستقبلية لل عملات الأجنبية foreign currencies futures، والتي يتضمن العملات الأجنبية.

ب- الخيارات: options

هي نوع آخر من الأدوات المالية المشتقة ولكنها توفر لحاملها الحق في التنفيذ وليس الإلتزام. كما تمكنه من شراء أو بيع مجموعة من الأصول المالية بتاريخ محدد مسبقا وبسعر محدد. معنى هذا أن حامل الإختيار له الحق في بيع أو شراء الأوراق المالية مثلا the right but not the obligation، ولكنه غير ملزم بذلك إذا لم يرغب في ذلك وطبعاً تكون رغبته حسب المصلحة المحققة من هذا العقد. ونميز نوعين أساسيين من حق الإختيار، اختيار الشراء واختيار البيع فحق اختيار الشراء هو الحق الذي يمكن من الشراء. أما حق اختيار البيع فهو الذي يمكن من البيع.⁽¹⁾

ج- عقود المقايضة: swaps

قد تختلف قليلاً عن العقود المستقبلية، وكذا الخيارات بأنها إلتزام يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد⁽²⁾، وهناك أنواع أخرى للمشتقات حيث لجأت بعض البنوك والمؤسسات المالية إلى إبداع بعض الأنواع الأخرى من المشتقات وذلك دائماً لتلبية حاجة العملاء، وهي عبارة عن أدوات تضاف إلى إصدارات كل من الأسهم والسندات تسمى هذه الأدوات "بالمشتقات المعيارية" plain vanilla وهناك ثلاثة أمثلة منها:⁽³⁾

أ- العقود الآجلة المرنة: range forward contract

يمكن تفهم فكرة العقود الآجلة المرنة من المثال التالي: نفترض أن شركة أمريكية ستحتاج الجنيه الاستريلي خلال 90 يوماً. فهي أمام خطر تقلبات أسعار الصرف. ويمكنها أن تشتري عقد مستقبلي لمدة 3 أشهر. بسعر صرف 1.6056، هذا بالنسبة للعقد المستقبلي. أما عن العقد المرن فيتمثل في تحديد مجال لأسعار الصرف. ولنفترض أن المجال المختار هو ما بين 1.5700 و1.6400. فالدور الذي يلعبه العقد المرن هو أنه، إذا كان السعر بعد 3 أشهر أقل من 1.5700 تدفع الشركة 15700 وإذا أوقع ما بين 1.5700 و1.6400 تدفع الشركة السعر الفوري، أما إذا كان أكبر من 1.6400 فإنها تدفع 1.6400 وتستعمل هذه العقود بكثرة في أسواق الصرف، ويتم قبولها بشكل كبير من قبل المستثمرين.⁽⁴⁾

1- د. عبد الغفار حنفي "البورصات الأوراق المالية" مرجع سابق *ص 403
2- د. زياد رمضان "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي" مرجع سابق *ص 107
3- طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية" مرجع سابق *ص 26
4- طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية" مرجع سابق *ص 26

ب- ICON: index currency option notes

وهي عبارة عن سندات ولكن يختلف المبلغ المحصل منها وقعا لتغيرات سعر الصرف. ظهرت سنة 1985 وقام اتحاد المصرفين بتطويرها بعد ذلك. ويأخذ كمرجع سعرين من أسعار الصرف وليكن A1, A2.

- إذا كان سعر الصرف في تاريخ الاستحقاق أكبر من A1 (سعر الصرف الأول) في هذه الحالة لحامل السند الحق في الحصول على كامل القيمة الاسمية للسند.

- أما إذا كان أقل من A2 ففي هذه الحالة لا يحصل حامل السند على أي مبالغ.

- وإذا كان يقع ما بين A1, A2 ففي هذه الحالة يحصل على جزء من القيمة الاسمية للسند.⁽¹⁾ وطبقت هذه الوسيلة لأول مرة في بنك اليابان باستعمال قاعدة خاصة، وهي:

- إذا كان سعر صرف الين الياباني- الدولار الأمريكي أكبر من 1.691 ين للدولار يحصل حامل السند على 1000 دولار

- إذا كان أقل من 1.69 ين للدولار الأمريكي يكون المبلغ الذي يحصل عليه حامل السند هو:

$$1000 - \max(0.1 \times 169/5 - 1)$$

ج - إصدارات سندات شركات ستاندراد أويل:

هذه الإصدارات كانت من طرف شركة ستاندراد أويل سنة 1986، وهي عبارة عن إصدار سندات ولكن دون معدل الفائدة. وإضافة إلى هذا وعند حلول تاريخ استحقاق هذا السند تعد الشركة بصرف مبلغ 100 دولار. مع دفع أيضا مبلغ إضافي يتحدد على أساس سعر البترول في ذلك الوقت. وقد حدد حد أقصى لهذا المبلغ بـ 2550 دولار (وهو ما يساوي سعر 40 دولار للبرميل الواحد).⁽²⁾

المطلب الثاني: ظهور العقود المستقبلية

رغم الدور الذي تلعبه العقود المستقبلية حتى يومنا هذا فإن الأصل يرجع للعقود الآجلة التي كانت تخص المواد الأولية والسلع الزراعية وغيرها. وكان الهدف الأساسي من هذه العقود هو حماية التجار والمزارعين والصناع من التقلبات السعرية التي تكون في غير صالحهم. ولكن هذه العقود الآجلة كانت بمثابة اتفاق بين تاجرين لتبادل شيء معين في وقت مستقبلا، حيث ينشأ هذا الاتفاق بالوجود طرفين يلتقيان ببعضهما البعض دون وجود أي قواعد أو نظم.

¹- د. طارق عبد العال حماد " المشتقات المالية" مرجع سابق *ص 26

²- د. طارق عبد العال حماد " المشتقات المالية" مرجع سابق *ص 26

إلا أنه ابتداءً من سنة 1972⁽¹⁾ أنشأت أول بورصة للتعامل بالعقود المستقبلية وهي IMM international monetary market، وهي فرع لبورصة شيكاغو chicago marcantile exchange، وبعدها في لندن سوق LIFFE, London international financial future exchange، وكان هذا التحول من العقود الآجلة إلى العقود المستقبلية بفضل عاملين: أول عامل هو شمولها أدوات مالية مختلفة، وتداولها في أسواق منظمة، كما يتم تحديد كل من الكمية، النوع، السعر، تاريخ التسليم في كل عقد.

أما ثاني عامل فهو إنشاء ما يسمى غرفة المقاصة. وهذا ما يسهل انتقالها من متعامل لآخر خاصة وان أغلبية معاملات الشراء في الأسواق المستقبلية تتحول إلى معاملات بيع قبل تاريخ التسليم. لكن بإنشاء هذه المؤسسة، سيتطلب الأمر دفع مبلغ يعرف بالهامش المبدئي كضمان من الطرفين لتنفيذ العقد، وهي بذلك تعتبر أكثر أماناً من الأسواق الآجلة.

وفي نهاية سنة 1960، التغيرات الكبيرة في معدلات الفائدة وأسعار الصرف أثار اهتمام الكثير من البورصات العالمية، وخاصة بورصة شيكاغو، ففي تاريخ 16 ماي 1972 أصبحت هذه العقود تشمل العملات⁽²⁾ ففي بداية الأمر تم تسعير هذه العقود بالدولار الأمريكي، لتشمل بعدها عملات أخرى كالين، الفرنك السويسري، الدولار الكندي، الليرة الإسترلينية... الخ، فكان مستوى التعامل في هذا السوق يفوق بكثير مستوى التعامل ما بين البنوك، لأنه استجاب لاحتياجات أكبر المتعاملين، وخاصة المصدرين والمستوردين. وذلك للتغطية ضد تقلبات سعر الصرف وأيضا للمستثمرين المحترفين كالمضاربيين والمراجحين.

أما في ما يخص معدلات الفائدة فكانت موضوع أو محل العقود المستقبلية في نهاية سنة 1975⁽³⁾ دائما في بورصة شيكاغو، وبعدها تم افتتاح سوقين آخرين والذان يعتبران كأهم الأسواق المالية المشتقة. وهما الخاص بالعقود المستقبلية لسندات الخزينة الأمريكية، و الخاص بالودائع لمدة 3 أشهر المحررة بالأورو دولار وتم افتتاح هاذين السوقين يوم 22 أوت 1977 و 9 ديسمبر 1981⁽⁴⁾.

بعدها ظهرت فكرة وجود عقود مستقبلية خاصة بالمؤشرات، في سنة 1977 ولكنها لم يصبح حقيقة إلا بعد مرور 5 سنوات، حيث تم إبرام أول عقد مستقبلي خاص بالمؤشرات في بورصة kansas city bord of trade يوم 24 فيفري 1982، وكان يخص مؤشر value line average، وبعد مرور شهرين وبالضبط يوم 21 أفريل 1982 وفي بورصة شيكاغو للتجارة أبرم أول عقد يخص مؤشر standard and poor 500، لينتشر بعدها ظهور العقود المستقبلية على المؤشرات البورصية

¹ - فرانسوا لروا ترجمة حسن الضيقة "الأسواق الدولية للرساميل" مرجع سابق* ص 290*

² - yves simon « les marchés dérivés » ref op.cit *p22*

³ - michel fluriet- yves simon « bourses et marchés financier » ref op. cit *p 129*

⁴ - michel fluriet- yves simion « bourses et marchés financier » ref op. cit *p 129*

في أسواق عالمية أخرى.⁽¹⁾ و في جانفي 1998 ظهر عقد مستقبلي يسمى بعقد volax على مؤشر vdax.⁽²⁾

المطلب الثالث: ظهور الخيارات

ما بين سنتي 1960-1970، إضافة إلى الأسواق المستقبلية للمواد الأولية وكذا الأدوات المالية، ومن أجل تنويع وتوسيع مجموعة الأدوات المالية المتاحة للمتعامين، قامت البورصات الأمريكية بتكثيف جهودها لذلك وكانت نتيجة هذه الجهود ابتكار عقود الاختيار على العقود المستقبلية، ولكن بإصدار قانون من طرف الكونغرس الأمريكي آنذاك تم منع تداول هذه العقود. فكان من المستحيل فتح هذه الأسواق وخاصة بورصات شيكاغو.⁽³⁾

وخلال سنة 1973 وبالضبط يوم 26 أفريل تم إنشاء chicago board option exchange CBOT وتم فيها تداول أول معاملات على الخيارات، والتي كان موضوعها القيم المنقولة، وهي بذلك قد تجاوزن القانون الصارم. ولقد عرفت تطورا ملحوظا وهذا ما أثار اهتمام البورصات الأخرى وافتتح أول سوق أوروبي للخيارات في فرنسا MONEP يوم 10 سبتمبر 1987، وفي أمستردام يوم 14 أفريل 1978⁽⁴⁾

أما في مجال العملات فأول الخيارات على العملات كان يوم 24 جانفي 1982⁽⁵⁾، ببورصة شيكاغو. و أما الخيارات الخاصة بالمؤشرات البورصية فتم ابتكارها يوم 11 مارس 1983.⁽⁶⁾ ولتفهم جيدا فكرة ظهور هذه الخيارات سنتطرق للمثال التالي:

نفترض أن شخص ما يملك منزل، ويريد أن يبيع منزله هذا، وبالمقابل هناك شخص آخر يريد شراء منزل ولتكن مواصفاته تنطبق مع مواصفات هذا المنزل، ولكنه لا يتوفر على المبلغ الكافي لشراء هذا المنزل مع العلم أن سعر هذا الأخير يقدر بـ 75000 جنيه.

سيقوم الشخص الثاني بتقديم عرض لمالك المنزل و المتمثل في أن يدفع له مبلغ 3000 جنيه مقابل إعطائه الحق في شراء المنزل بنفس المبلغ (85000 جنيه) ولكن بعد 60 يوما من الآن. لنفترض أن مالك المنزل قد وافق على ذلك.

وبعد مرور 30 يوما لو حدث وارتفعت أسعار العقارات مثلا إلى 90000 جنيه ففي هذه الحالة مشتري المنزل من الأنسب له شراء المنزل بسعر 85000 جنيه محققا بذلك مكسب 5000 جنيه مخصصا منه المبلغ المدفوع 2000 جنيه و لكن إذا وجد المشتري منزلا آخر و بسعر أقل مثلا بسعر

¹ - Jean pierre deschanel – bruno gizard « a la découverte du monde de bourse » ref op .cit*p 268*

² -philippe /spieser « information economique et marches financiers » economica *p187*

³ - yves simon « les marchés dérivés » ref op cit *p 61*

⁴ - jean- pierre deschanel- bruno- gizard « a la découverte du monde de la bourse » ref op cit *p 267*

⁵ -j-peyrard « risque de change »librairie vuibert 1986*p128*

⁶ - michel feleuriet- yves simon « bourse et marchés financiers » ref op cit *p 146*

5700 جنيهه ، ففي هذه الحالة من الأفضل له شراء هذا المنزل ولكنه يخسر المبلغ 2000 جنيهه، ويقوم مالك المنزل الأول بالبحث عن شخص آخر.

لعل هذا المثال قد وضح فكرة الخيارات، وعليه يمكن التمييز بين نوعين من الخيارات، فهناك خيارات الشراء والتي يعطي لحاملها الحق في الشراء، وخيارات البيع التي تعطي لحاملها الحق في البيع. كما يمكن أن ستخلص أن مشتري الخيار يدفع للبائع مبلغ معين يعرف بالعلوة وهي غير قابلة للرد سواء تم تنفيذ العقد أم لا، إضافة لهذا فإن مشتري الخيار غير ملزم بعمل أي شيء في خياره، أي هو غير ملزم بالاستمرار في حيازته، إذا لم يجد في هذا الاستمرار نفعاً.

المطلب الرابع: ظهور المبادلات

تعد المبادلات النوع الثالث للمشتقات المالية، يكون موضوع العقود خاصة العملات وأسعار الفائدة، والمؤشرات يعود أصلها لعملية المقايضة LE TROC أي مبادلة سلعة بسلعة أخرى. بدأ انتشار هذه الأداة المالية منذ نهاية سنة 1970 لغاية سنة 1980⁽¹⁾ دائماً بهدف توفير عامل التغطية للمتعاملين وخاصة ضد معدلات الفائدة وأسعار الصرف، ويكون هذا العقد ما بين متعاملين، فيلتزم احدهما بدفع معدل فائدة ثابت والآخر بدفع معدل فائدة متغير. وهذا ما يعرف بعقد مبادلة سعر فائدة، أو قد يلتزم أحد المتعاملين بدفع عملة معينة والآخر بدفع عملة أخرى وهذا ما يعرف بعقد مبادلة العملات، ولكن تميزت سنة 1981⁽²⁾ بإبرام أو عقد مبادلة بين شركة IBM والبنك العالمي BIRD. والذي عرف نجاحاً كبيراً. رغم وجود هذه العمليات منذ سنة 1979⁽³⁾ وبمرور السنين ظهرت مبادلات السلع، الرهونات، الضرائب، وتطور استعمالها لتشمل مجالات مختلفة للاستثمار.

فمثلاً: إذا كان لأحد المستثمرين سندات محررة بالمبارك الألماني وبالتالي هو سيحصل على فوائد بالمبارك الألماني، ولكنه يرغب في مقايضة هذه التدفقات النقدية أي الفوائد المحصل عليها بتدفقات ولكن بالدولار الأمريكي أو بالدينار الأردني مثلاً، ولكن عليه إيجاد شخص ثاني لتحقيق هذه الرغبة، ويكون هذا بوجود سوق للمبادلات نشيط.

فتلعب هذه العقود دوراً فعالاً عند التحوط ضد المخاطر بما أنها تجمع ما بين العوامل الثابتة والمتغيرة. وهذا ما يتسم بالتأكد مقارنة بالعقود المستقبلية، فإذا كان طرفان يواجهان مخاطر الفائدة ولكن بصورتين متعاكستين كأن يكون من الصعب على الطرف الأول الاقتراض لأجل طويلة لأن معظم قروضه قصيرة الأجل، أما الطرف الثاني فيمكنه الاقتراض لأجل طويلة. وعليه قد يجد الطرف الأول رغبته عند هذا الطرف وبهذا قد يساهمان في تحقيق تكاليف الإئتمان وتحقيق عوائد استثمارية أعلى. وما يجب الإشارة إليه هنا هو أن كلا الطرفين لا يبرم بينهما أي عقد إلا إذا توفر لدى كل واحد

¹ - yves simion « les marchés dérivés » ref op cit * p 81*

² - فرانسوا لروا ترجمة حسن الضيقة "الأسواق الدولية للرساميل" مرجع سابق * ص 280*

³ - michel feleuriet – yves simion « bourses et marchés financiers » ref op cit* p 148*

وبشكل مستقل ميزة نسبية (مثلا في ما يخص معدل الفائدة أي إن كان ثانيا أو متغيرا) لكي يتمكن الطرفين من الحصول على العوائد المتوقعة . فبنهاية 1980 كل أنواع المذكورة من المشتقات المالية كانت متداولة في الأسواق.

قد نتساءل ما الهدف من ظهور هذه الأدوات المالية الجديدة والتي أدى إلى تطويرها وتوسيعها؟ إن الهدف الرئيسي من هذه الأدوات هو التغطية ضد المخاطر وبالتالي تحويلها إلى المتعاملين القادرين على تحمل مثل هذه المخاطر.

كما تهدف إلى تحسين السيولة حيث توفر عنصر السيولة الإمكانية لدى المتعاملين بتغيير مراكز اتخاذها بسرعة ودون أية حواجز، وهذه السيولة تتواجد في الأسواق الثانوية المنظمة.

سهولة الوصول إلى الأسواق المختلفة، وتجلت هذه الأهمية خاصة في ما يخص عمليات المبادلة والتي مكنت المتعاملين من اقتحام الأسواق المختلفة، وبالتالي الاستفادة من مزايا هذه الأسواق .

تتبع المحافظ المالية، فالتركيز على استثمار واحد معرض للخطر فللقضاء على الخطر وجب التنويع وذلك للتقليل من المخاطر، فهذه الأسواق توفر وسائل نموذجية تهدف أساس إلى تجزئة المخاطر كما تمكن المتعاملين من فصل مخاطر السيولة والاعتماد عن المخاطر المتعلقة بالأسعار، أسعار الفائدة، أسعار الصرف كما تلبى، احتياجات المستثمرين المتزايدة. هذا عن الأهداف . أما عن ما لذي أدى إلى تطويرها فهذا راجع للخصائص التي تتميز بها والتي تتمثل في ما يلي:⁽¹⁾

- العمليات: إن أساس العمليات المستقبلية هو أن تنفيذها لا يتم إلا مستقبلا، فالمشتري يحدد المبلغ المتفق عليه عند الاتفاق توقعاً منه أن السعر سيرتفع مستقبلا. فهو يعرف في هذه الحالة ذو توقعات صعودية haussier.

فمثلا: يقوم مستثمر شراء عقد مستقبلي لأسهم بسعر 75 دولار توقعاً منه أن الأسعار سترتفع مستقبلا، أما البائع فينفذ العقد بتسليم المنتج أو الأصل محل العقد في تاريخ التنفيذ، وبالسعر المتفق عليه والذي يكون ثابت. فهو يتوقع أن السعر سينخفض فنقول أنه ذو توقعات هبوطية baisseur ، والبائع في سوق العقود عكس البائع في السوق الحاضر.

فمن غير الضروري أن تكون بحوزة البائع في سوق العقود الأصول محل العقد عند إبرام الإتفاق وإنما حتى تاريخ الإستحقاق.

فمثلا: قد يقوم مستثمر ما ببيع عقود لأجل على أسهم في تاريخ محدد وبسعر محدد وقد يكون ثابت بسعر 75 دولار مثلا توقعاً منه بانخفاض الأسعار.

في الأسواق المستقبلية ليست المنتجات أو الأصول المعطاة هي التي يتم تداولها وإنما فقط العقود التي تمثل هذه الأصول. وبما أن تنفيذ العمليات في هذه الأسواق يكون مستقبلا، فيجب أن تكون

¹ -Paul -jacques lehman « bourse et marchés financiers » dunob 2002*p 89*

الأصول المالية محل العقود قابلة للتداول *fongible*، كما يمكن التأكد منها والتحقق أيضا، فلا توجد أسواق مستقبلية تتداول فيها أصولا معروفة بالعلامة التجارية فقط.

-إن الأسعار تعرف تقلبات بكل حرية، فلا توجد لهذه التغيرات أية حواجز تنظيمية أو اقتصادية. ولهذا فالمؤسسة التي تريد التغطية ضد التقلبات الأسعار، فهي تتخذ مركز معاكس للمركز الذي اتخذته في السوق الحاضر.

وعليه يمكن القول أن الأسواق المالية المشتقة أو بالأحرى الأدوات المتداولة في هذه الأسواق قد عرفت من سنة 1960 حتى يومنا هذا تطورا ملحوظا والتي مثلت أحد أهم الإبتكارات المالية، خاصة وأنها توفر عنصر السيولة والذي يعتبر أهم عنصر في الأسواق المالية بصفة عامة. والسيولة في الأسواق المشتقة تعادل إمكانية وجود متعامل والذي يمثل الطرف الآخر. ليس هذا فقط وإنما أيضا قبول هذا الطرف إحتلاله هذا المركز.

فمشكل السيولة مطروح بشدة في الأسواق الأخرى، ولكن في الأسواق التي تتواجد فيها غرفة المقاصة. لا يطرح هذا المشكل بشكل كبير. فسيولة الأسواق المستقبلية هي أكبر مقارنة بأسواق الإختيار . وكلما ظهرت أداة مالية جديدة كلما زادت الحاجة إلى السيولة.

فهذه الأسواق تمنح الفرصة لأي متعامل وبكل سهولة وبأقل التكاليف الممكنة التعامل فيها سامحة له بتقليل المخاطر أو القضاء عليها كلية.

المبحث الرابع: استعمالات المشتقات المالية

إن الأدوات المالية المشتقة لها هدف رئيسي وهو ضمان التسيير الأمثل للمخاطر، وتحويل هذه المخاطر لمختصين للسير الحسن. بالإضافة إلى ضمان التوازن نظرا للجو الذي كان سائدا في سنوات السبعينات والتي تمثلت في إفلاس بنك baring bank والأزمات المالية، كأزمة المكسيك، وأزمة الآسوية..... الخ.

ولا يقتصر استعمال هذه الأدوات إلا للتغطية أو للتحوط أي للتقليل من المخاطر أو للقضاء عليها كلية وإنما لأغراض أخرى كالمضاربة، والمراجحة.

المطلب الأول: التغطية hedging

إن الأدوات المالية المشتقة تستخدم أساسا لتغطية مخاطر تقلبات الأسعار، أسعار الفائدة، أسعار الصرف... الخ ويكون ذلك من خلال اتخاذ مركز معاكس لما هو عليه في السوق الحاضر contracting position فمن يرغب في شراء أصولا مالية مستقبلا، في السوق الحاضر فهو معرض لتقلبات الأسعار مستقبلا. وبفضل هذه العقود يمكن التغلب على هذه المخاطر.

وعليه يمكن تعريف التغطية أو التحوط على أنها استخدام أداة مالية للتحوط لأية تغيرات في القيمة العادلة أو التدفقات النقدية. فهي تغطية مخاطر تعرض القيمة العادلة لأصل أو التزام أو جزء منه لمخاطر معينة تؤثر على صافي الدخل المتولد منه.

أو التغطية ضد مخاطر تتعلق بأداة يتولد عنها تدفعا نقديا مثلا: كدفعات معدلات الفائدة المستقبلية وبهذا أصبحت الأدوات المشتقة أهم الأدوات استعمالا وذلك راجع لأن حسن استخدامها ومراقبتها يمكن المنشآت من إدارة المخاطر التي تواجهها في أعمالها المختلفة، كما أنه من الممكن القضاء على المخاطر من خلال استعمال أكثر من أداة.⁽¹⁾

ولكن السبب الرئيسي لزيادة إمكانية التغطية هذه هو ترميم العقود الآجل وذلك بإبراز العوامل التالية في كل عقد:

- وحدة التعامل unit of trading
- شهر التسليم delivery month
- تاريخ التسليم delivery date
- الحد الأدنى لتقلب السعر النقطة (TICK) minimum price
- قيمة النقطة TICK value
- الهامش المبدئي initial margin

¹- مدحت صادق "النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي" دار غريب للنشر 1997* ص183*

وهذا ما يوضحه الجدول (1-2) التالي:

الجدول (1-2): الشروط المحدد في العقود المستقبلية للعملات

Currency Against Us Dollar				
Japanese Yen	Swiss Franc	Deutsche Mark	Sterling	
y12500.00	sfr 125000	DM 125000	25000	Unit Of Trading
For All Contracts: March June Sept; Dec.				Delivery Months
For All Contracts : 3 rd Wednesday Of Delivery Month				Delivery Date
US\$ perDm	US\$ per SFr	US\$ perY100	Us \$ per	Quotation
0.01 c perDM	0.01c per SFr	0.01 Minimum Price Movement		0.01 cent per£ perY100
\$12.50	\$12.50	\$12.50	\$2.50	Tick Size And Value
\$1000	\$1000	\$1000	\$1000	Initial Margin

مصدر: مدحت صالح " النقود الدولية و عمليات الصرف الأجنبي " دار غريب 1997 * ص 187 *

وبتطبيق ما يوضحه الجدول (1-2) فإنه يخص عقد مستقبلي خاص بالعملات كالدولار، الين، المارك الألماني، كما يحدد تاريخ التنفيذ، وكذا شهر التنفيذ، وفي ما يخص لحد الأدنى لتقلبات السعر يقدر بـ 0,01 .

فمثلاً: إذا اشترى شخص ثلاثة عقود بالمارك الألماني بسعر 1,6800 دولار. ولنفترض أن السعر قد وصل إلى 1.7300 دولار فهذا يكون قد حقق ربح 500 نقطة في كل عقد.

وبما أن قيمة النقطة حسب العقد هي 12,50 دولار فإن الربح الكلي يكون كالتالي:

$$\frac{12.5 \times (1.6800 - 1.7300)}{0.0001} = 6250 \text{ دولار}$$

مثال 2:

إذا كانت شركة أمريكية عليها التزام بعد ثلاثة أشهر والذي يتمثل في دفع مليون جنيه إسترليني ولكنها معرضة لخطر تقلبات أسعار الصرف. فالتحوط يستطيع الدخول في عقد مستقبلي لشراء مليون جنيه إسترليني خلال 3 أشهر بمبلغ 1605600 دولار أمريكي. وبهذا فهي قد ثبتت سعر الصرف الاستريلي مقابل الدولار.

بعد مرور 3 أشهر إذا حصل وارتفع الصرف إلى 17000 فهذا الارتفاع قد تستفيد المؤسسة من عملية التحوط التي قامت بها محققة بذلك ربح 94400 دولار و لكن إذا إنخفض سعر الصرف إلى 15000 ففي هذه الحالة لن تستفيد المؤسسة من عملية التحوط التي قامت بها معرضة بذلك إلى خسارة

105600 و من هذا المثل نستنتج أن عملية التحوط تهدف أساسا إلى التأكد من النتائج وليس للحصول على نتائج في كل الأحوال.

لكن أمام هذه الشركة حل آخر أو بالأحرى فرصة أخرى والتي تتمثل في شراء عقد اختيار شراء دائما لشراء مليون جنيه إسترليني بسعر صرف معين وليكن 1.600 لمدة 3 أشهر. فإذا إنخفض سعر الصرف بعد مرور 3 أشهر فإن مشتري الاختيار لا ينفذ الاختيار. وبالتالي شراء الاستريلي الذي يحتاجه من السوق مباشرة.

إن نلاحظ أن حقوق الاختيار مكنت المؤسسة من الاستفادة من التقلبات السعرية المواتية، والتأمين ضد التقلبات غير المواتية. لكن هذا التأمين يكون له مقابل يتمثل في المكافأة المدفوعة لشراء هذا الاختيار عكس العقود المستقبلية التي تتطلب إيداع مبلغ كهامش مبدئي.

المطلب الثاني: المضاربة speculation

لا يقتصر استخدام الأدوات المالية المشتقة للتغطية فقط وإنما أيضا للمضاربة إما على ارتفاع الأسعار أو العكس على انخفاضها محققين من وراء ذلك أرباح، فالمضارب عكس المتحوط، فبينما نلاحظ أن المتحوط يهدف إلى تفادي التقلبات السعرية. وامتلاك أصل ما فإن المضارب لا يهمله أمر امتلاك أي أصل وإنما تحقيق الربح نتيجة التقلبات السعرية، والمضاربة في سوق العقود المستقبلية أو باستخدام الأدوات المالية المشتقة تكون لو أن المضارب توقع أن أسعار العقود على أصل ما في تاريخ معين ستكون أقل من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل العقد في السوق الحاضر ولكن في نفس التاريخ والذي يتمثل في تاريخ التنفيذ أو العكس.

تكون المضاربة في السوق المستقبلي عن طريق اتخاذ مركز طويل أو مركز قصير أي الشراء أو البيع، كيف ذلك؟

ففي الحالة الأولى أي الحالة التي يتوقع فيها المضارب أن أسعار العقود ستكون أقل من السعر في السوق الحاضر فهنا يقوم المضارب باتخاذ مركز طويل أي شراء عقد مستقبلي. أما إذا كان يتوقع أن سعر العقد المستقبلي سيكون أعلى من السعر في السوق الحاضر فهنا يتخذ مركز قصير أي البيع (بيع عقود مستقبلية)⁽¹⁾

فتبعا للمثال السابق المضارب الذي يعتقد أن سعر صرف الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي سيرتفع يقوم باتخاذ مركز طويل أي شراء عقد مستقبلي مدته 3 أشهر لشراء الإسترليني بسعر 1.6056 مع العلم أن قيمة الإسترليني حاليا هي 1.7000 دولار محققا بذلك ربح قدره 0.944 في جنيه الإسترليني الواحد.

¹ -graig Alescander voir site web :

www.stat.com.ca/francais/research/13-604-mif/13-604-mibi1995034.pdf

لكن المضاربة في الأسواق المشتقة تختلف عن عملية المضاربة في الأسواق الحاضرة. فبينما يتطلب الأمر في الأسواق الحاضرة إيداع مبالغ مبدئية، فإن العملية في الأسواق المستقبلية لا يتطلب إيداع أي مبلغ، وتكون المضاربة في هذا الأخير أعلى بكثير من الرافعة المالية. ويكون أثر الرافعة المالية أكبر في حالة الخيارات، فمثلا إذا كان السعر السوقي لسهم ما هو 32 دولار ومستثمر ما يتوقع أنه سيرتفع فلماذا يقوم بشراء خيار شراء بسعر تنفيذ 35 دولار بعلاوة للخيار الواحد. فإذا ارتفع السعر 35 دولار ففي هذه الحالة سيحقق المستثمر ربحا متمثلا في الفرق ما بين السعرين، أما إذا انخفض السعر عن 35 دولار ففي هذه الحالة سيخسر.

المطلب الثالث: المراجحة arbitrage

تعتبر المراجحة كنوع من المضاربة ولكن بتحفيز أي بنسب الربح، وهي تتمثل في التعامل في سوقين أو أكثر على أصل مالي له سعرين مختلفين. أو عند عدم تساوي أسعار العمليات المستقبلية والسعر الحاضر لهذا الأصل. فمفهوم المراجحة البسيط هو قيام المستثمر بشراء الورقة المالية مثلا بسعر منخفض ثم يقوم فوراً ببيعها بسعر مرتفع، ولكن إذا قام عدد من المستثمرين بهذه العملية وعلى نفس الورقة المالية فإن السعر المرتفع سوف ينخفض والسعر المنخفض سيرتفع، وذلك لزيادة الطلب عليها في السوق الذي يكون فيه سعرها منخفضا، ويزيد عرضها في السوق الذي يكون فيه سعرها مرتفعا.⁽¹⁾ و تستمر هذه العملية إلى أن يتم الوصول إلى سعر واحد للورقة المالية وهو ما يعرف بقانون السعر الواحد the Law of one price⁽²⁾

مثلا: إذا كان السعر السوقي لسهم معين يختلف من سوق لآخر، فمثلا 172 دولار في سوق نيويورك، 100 جنيه إسترليني في لندن، مع العلم أن السعر صرف الدولار والجنيه الاسترليني هو: 1 جنيه = 1.75 دولار وبما أن السعر مختلف في كلا السوقين، يستطيع مستثمر ما أن يشري عدد من الأسهم في سوق نيويورك وبيعها في سوق لندن محققا بذلك ربحا متمثلا في:

$$100 \text{ دولار} (1.75 \times 100 - 172) \times 100 \text{ سهم}$$

وبهذه العملية يزيد الطلب على هذه الأسهم في سوق نيويورك وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع سعرها وبالتالي ارتفاع سعر صرف الدولار وبالمقابل زيادة عرض الأسهم في سوق لندن وبالتالي انخفاض سعرها وانخفاض سعر صرف الجنيه الاسترليني هذا عن المراجحة في السوق الحاضر لكن ماذا عنها في الأسواق المستقبلية؟

سنوضح ذلك من خلال عملية مراجحة أسعار مؤشر في السوق الآجل والفوري.

*p38 1989 edicef « les marches des change et la zone franc » xavier brukert/didier marteau/dahlia tang -1

2- د. طارق حماد عبد العال "المشتقات المالية" مرجع سابق *ص32

إذا كان سعر مؤشر ستاندر أند بور 500 للعمليات الآجلة أكبر بالنسبة لمؤشر ستاندر أند بور 500 الفوري يستطيع المستثمرون بيع عقد العمليات الآجلة وشراء الأسهم الداخلة في المؤشر. أما إذا كان سعر العمليات لأجل لستاندر اند بور 500 منخفضا جدا ففي هذه الحالة يقوم المستثمرون بشراء عقد العمليات الآجلة وبيع الأسهم وذلك لإستغلال الفروق في الأسعار. لكن هذه العملية أو هذا التصرف يجب أن يكون بسرعة، كما قد تكون عمليات المراجعة بين العقود المستقبلية على أسهم مثلا، والقيمة السوقية لهاته الأسهم.

فإذا ارتفعت أسعار العقود المستقبلية المبرمة على الأسهم عن القيمة الجارية لهذه الأسهم، فيقوم المستثمرون في هذه الحالة ببيع العقود وشراء الأسهم، وبهذا يسعى المراجحون إلى تحقيق عوائد مرتفعة وبدون مخاطرة وذلك عن طريق الاستفادة ما بين الفرق بين أسعار العقود والأسعار الجارية للأصول محل العقد.

المطلب الرابع: الرافعة المالية leverage

ويقصد بالرافعة المالية تضخم أو توسيع المكاسب المحققة أو حتى الخسائر وذلك بسهولة ، حيث يمكن للأفراد أن يشتروا أو يبيعوا عقودا محققين بذلك رافعة مالية هائلة خاصة وإن كانت توقعاتهم بشأن الأسعار صحيحة. فيعتبر التعامل في هذه الأسواق بمثابة الفوز الذي لا يكلف إلا القليل فتحقق هذه الرافعة المالية عن طريق اتخاذ المستثمر مركز طويل أو قصير أي الشراء أو البيع في سوق العقود أي على أوراق مالية مشتقة، وبالمقابل يتخذ مركز معاكس للمركز الذي أخذه وذلك في السوق الحاضر، وهذا ما يمكنه من تخفيض المخاطر التي يتعرض لها⁽¹⁾ وسنوضح فكرة الرفع المالي هذه من خلال المثال التالي:

السعر السوقي لورقة مالية هو 95.45 جنيه وبالمقابل حق اختيار شراء على نفس الورقة المالية بسعر تنفيذ 100 جنيه وبعلاوة 6.54 جنيه.

- فإذا انخفض سعر السهم إلى 80 جنيه من الأفضل للمستثمر شراء الأسهم من السوق. ولكنه بذلك يخسر قيمة العلاوة لحق الاختيار بما أنه لن يحقق الاختيار.
- أما إذا وصل السعر إلى 90 جنيه فنفس الشيء.
- وإذا وصل السعر إلى 100 جنيه فتنفيذ حق الاختيار أو شراء السهم من السوق يؤدي إلى نفس النتيجة.
- أما إذا زاد السعر عن 100 جنيه ووصل مثلا إلى 110 جنيه في هذه الحالة من الأفضل له تنفيذ حق الاختيار محققا ربح 10 جنيه لكن مخصوما منه قيمة المكافأة.
- وإذا وصل السعر إلى 150 جنيه ستزيد مكاسب المستثمر.

¹ - محمد صالح الحناوي "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" جامعة الإسكندرية 1999 *ص983*

وهكذا تتوضح فكرة تعظيم المكاسب في حالة زيادة السعر وأيضا في حالة انخفاضه بما أن المستثمر اتخذ المركز المعاكس للمركز الذي اتخذه في السوق الحاضر، ويساعد في ذلك عدة عوامل والتي نذكر منها ما يلي: (1)

سهولة التعامل ease of transaction فالمستثمر الذي يهدف إلى بيع سندات مثلا معرض لخطر انخفاض الأسعار وبالتالي من السهل عليه أن يتخذ مركزا قصيرا في السوق المستقبلي. -تكاليف المعاملات: إن تكاليف المعاملات في الأسواق المستقبلية تعد منخفضة مقارنة بمثيلاتها في الأسواق الحاضرة. وهذا ما يشجع المستثمرين على التعامل في هذه الأسواق.

-كما يتميز الاستثمار باستخدام المشتقات بمثابة الاستثمار الخالي من المخاطرة. كيف ذلك؟ إن الاستثمار في الأوراق المالية يكون بشرائها والاحتفاظ لها حتى يرتفع سعرها لبيعها وبالتالي تحقيق أرباح- ولكن هناك خطر تقلبات الأسعار، الذي يهدد هذا الاحتفاظ بالأوراق المالية، فلهذا تعد المشتقات أهم آليات تخفيض مخاطر الاحتفاظ أو الإمتلاك، فهي تقدم الوسيلة لبيع تلك الأوراق مستقبلا وبسعر معين.

وتعد المشتقات أيضا وسيلة هامة للتنبؤ بالأسعار و بصفة خاصة العقود المستقبلية التي تعتبر وسيلة فعالة للحصول على معلومات عن توقعات المستثمرين في ما يخص الأسعار في المستقبل، كما تعتبر هذه المعلومات التي توفرها معلومات مجانية إلى حد كبير .

أما عقود الإختيار فلا تقدم معلومات سعرية و إنما معلومات عن التقلب في الأسعار ومخاطر الأوراق المالية في الأسواق الحاضرة.

فهي بذلك تساهم في تحقيق كفاءة السوق، حيث أن كفاءة السوق تتحقق بغض النظر عن وجود الأوراق المالية المشتقة، ولكن هذا لا يمنع من تحقيق أرباح غير عادية لكن بوجود المشتقات وخاصة بانخفاض تكاليف المعاملات فيها تزيد عمليات المراجعة بين السوقين والتي تؤدي إلى تغير الأسعار وبشكل سريع، وهذا ما يمنع فرصة تحقيق أرباح غير عادلة.

1- محمد صالح الحلوي "أساسيات الاستثمار في البورصة الأوراق المالية" جامعة الإسكندرية 1999 *ص983*

الفصل الثالث
ع ر ر ر ر ر ر ر ر ر ر ر ر ر ر ر ر

العقود المستقبلة
ر ر ر ر ر ر ر ر ر ر ر ر ر ر ر ر

مقدمة الفصل

المبحث الأول : ماهية العقود المستقبلية

المطلب الأول: تعريف العقود الآجلة و المستقبلية

المطلب الثاني: خصائصها

المطلب الثالث: أركان العقود المستقبلية

المطلب الرابع: الاختلافات بين العقود المستقبلية و الفورية

المطلب الخامس: الاختلافات بين العقود الآجلة و المستقبلية

المبحث الثاني: سوق العقود المستقبلية

المطلب الأول: هيكل سوق العقود

المطلب الثاني: أنواع المتعاملين في سوق العقود

المطلب الثالث: نظام الهوامش و التسوية السعرية اليومية

المطلب الرابع: إقفال العقود

المبحث الثالث: تسعير العقود المستقبلية

المطلب الأول: نموذج الراجحة لتحديد سعر العقد المستقبلي

المطلب الثاني: عوامل اختلاف السعر النظري عن الفعلي

المطلب الثالث: كيفية نشر أسعار العقود في الصحف

المبحث الرابع: الحماية و التحوط في سوق العقود المستقبلية

المطلب الأول: التحوط القصير

المطلب الثاني: التحوط الطويل

المطلب الثالث: الشروط الأساسية لعملية التحوط

خلاصة الفصل

مقدمة الفصل:

إن العقود المستقبلية تعتبر من أهم المستحدثات الرئيسية التي تستخدم لإدارة المخاطر بالدرجة الأولى، ولهذا فهي تلعب دورا هاما في عالم الاستثمارات اليوم حتى يومنا هذا. فهذه العقود ما هي إلا تعاقدات يتم بين طرفين البائع و المشتري وذلك بهدف تسليم سلعة أو أصل مالي ولكن قد تكون سلعا زراعية مثل القمح و الذرة، الموارد الطبيعية كالذهب و البترول، ولكن العقود المستقبلية المالية أو المستقبلية المالية Financial futures هي محور هذا خاصة. كانت العقود الآجلة هي الصورة الأولى لهذه العقود ولكن بتتميط هذه العقود أي تحديد شروط العقد بدقة أصبحت تعرف بالعقود المستقبلية وهي عقود نمطية يتم تداولها في بورصات منظمة، فكانت أول بورصة هي بورصة شيكاغو حيث يتم في هذه الأسواق تداول هذه العقود عن طريق ما يعرف بغرفة المقاصة أو التسوية، فهي تلعب دور البائع بالنسبة للمشتري، و دور المشتري بالنسبة للبائع وبذلك تضمن السير الحسن لعمليتي البيع و الشراء، و الوفاء بالتزامات كلا الطرفين كل هذا عن طريق قيام نظام يعرف بنظام الهامش وهو المبلغ الذي يدفعه كلا الطرفين لإبداء حسن نيتهم واستعدادهم لتنفيذ العقد و يتم تسوية هذه العقود يوميا و ذلك بإضافة الأرباح و خصم الخسائر من حساب كل مستثمر.

ستعمل هذه العقود من قبل المستثمرين إما للمضاربة أي شراء و بيع هذه العقود لتحقيق أرباح أو للتغطية ضد مخاطر تقلبات الأسعار، وذلك باتخاذهم إما مركز قصير و هو البيع أو مركز طويل و هو الشراء، رغم قدم هذه العقود إلا أنها مازالت تستمد نشاطا كبيرا. فنظرا لهذا التطور و لتفهم أساسيات التعامل لهذه العقود. ارتأينا أن نخصص هذا الفصل للتعرف على هذه العقود، فسنبداً بماهية هذه العقود أي تعريفها، خصائصها، ظهورها و تطورها لننتقل إلى تبيان كيفية تنظيم و إدارة سوق العقود المستقبلية، أي مكونات هذا السوق، أنواع المتعاملين فيه، كيفية تسوية هذه العقود يوميا و كذا إقفالها. بعد ذلك سنتطرق في المبحث الثالث إلى كيفية تحديد السعر المستقبلي أي السعر النظري، محاولين الإجابة على سبب اختلاف هذا السعر عن السعر الفعلي. و أخيرا سيتضمن المبحث الرابع كيفية استعمال هذه العقود لإدارة المخاطر.

المبحث الأول : ماهية العقود المستقبلية

المطلب الأول : تعريف العقود الآجلة و المستقبلية:

إن العقد الفوري هو عبارة عن اتفاق بين مشتري و بائع في زمن معين أو زمن صفر حيث يوافق بائع الأصل فوراً و يوافق المشتري على دفع ثمن الأصل فوراً مثلاً: إذا اشترت كتاباً من مكتبة فيدفع المبلغ فوراً و تستلم الكتاب⁽¹⁾.

ولكن العقد الآجل (forward contract) هو اتفاق تعاقدى بين مشتري و بائع دائماً يحدث الآن (أو في زمن صفر) و ذلك لتبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق وسعر يحدد الآن⁽²⁾ بينما العقد المستقبلي (future contract) هو عقد معياري منظم بواسطة بورصة منظمة، وهو أيضاً اتفاق بين مشتري و بائع الآن (أي في زمن صفر) لتبادل أصل مقابل نقد وذلك في تاريخ لاحق حسب العقد و بسعر يحدد الآن.

أو يمكن تعريفه على أنه التزام نمطي إما لبيع أو شراء أصل معين بسعر محدد و بتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل و العنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر و الأصل و الكمية يتم الاتفاق عليهما عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن و تسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل و من هنا جاء تعبير (المستقبلي) لوصف العقد⁽³⁾.

ومن خلال هذه التعاريف نلاحظ أنه بينما تتطلب العقود الفورية تسليم الأصل محل التعاقد و مبلغ الأصل فوراً فإن التسليم في العقود المستقبلية يكون في تاريخ لاحق حسب العقد، أما فيما يخص السعر فيحدد في كلا العقدين لحظة التعاقد و التعامل بالعقود المستقبلية ليس له نفس المعنى الخاص بالمعاملات في السوق الحاضر "أي التعامل بالأسهم و السندات" فهو عبارة عن التزامات تلزم كل من البائع و المشتري بتنفيذ ما نص عليه العقد، فهي تعتبر عقود قانونية حيث لا يمكن للبائع أو المشتري إلغاء التزامه ببساطة.

و إن كانت الاختلافات بين العقود المستقبلية و العقود الفورية واضحة و جوهرية فإن الأمر ليس كذلك بالنسبة للعقود الآجلة، فهي لا تختلف بشكل واضح و جوهري عن العقود المستقبلية و إنما الاختلاف غير واضح.

¹⁻ bertrand jorquillat. Bruno solnik « marchés financiers, gestion de porte feuille et de risques » dunob 2002, p : 89

²⁻ bertrand jorquillat. Bruno solnik « marchés financiers, gestion de porte feuille et de risques » dunob 2002, p : 89

³⁻ محمد صالح الحناوي/ نهال فريد مصطفى/ جلال إبراهيم العبد "الاستثمار في الأسهم و السندات" الدار الجامعية 2003-2004. *97.

و الجدول الأول يبين عقود المستقبلية المتداولة في الولايات المتحدة الأمريكية و المقسمة إلى مجموعتين رئيسيتين هما: السلع و تتمثل في السلع الزراعية، اللحوم و السلع المتعلقة بالطاقة و الأدوات المالية و التي تتمثل في العملات الأجنبية، أدوات المديونية و حقوق الملكية. وكل عقد له مواعيد التسليم تختلف عن العقود أخرى كما يحدد في كل عقد وحدة التداول، الصنف، الدرجة القابلة للتسليم، ضرورة الوفاء بالعقد. ونلاحظ من خلال الجدول (1-3) زيادة عدد العقود المستقبلية الأجنبية في بورصات العمليات المستقبلية الأمريكية.

الجدول(1-3):أهم العقود المستقبلية المتداولة في الو.م.أ

عقود المستقبلية في الولايات المتحدة و التي يمكن تصنيفها إلى المجموعات التالية (وكما هو موضح في مجلة وول ستريت)	
1- السلع Commodities	
الحبوب و البذور	قمح، ذرة، شوفان، فول صويا، زيوت، بذر كتان، برز اللفت.
الماشية و اللحوم	الماشية، الخنازير.
الأغذية	ككاو، قهوة، عصير البرتقال، السكر.
الألياف	القطن.
المعادن	النحاس، الذهب، البلاتين، الفضة، بلاديوم.
البتترول	الجازولين، زيت التدفئة، البترول الخام، زيت الغاز، البروبين.
الأخشاب	خشب منشور (على شكل ألواح).
2- أدوات مالية Financials	
أسعار الفائدة	أذون الخزانة و سندات الخزانة، مؤشر السندات البلدية، اليورو والدولار، ليبور ومدته شهر واحد، sterling, long gilt، يورو مارك، يورو سويسري، يورو ليرة، سندات الحكومة الألمانية، سند الحكومة الإيطالية، سند الحكومة الفرنسية، سند الحكومة الكندية.
العملات الأجنبية	ين ياباني، مارك ألماني، دولار كندي، جنيه بريطاني، فرنك سويسري، دولار استرالي، دولار أمريكي.
مؤشرات الأسهم	s/p500 استاندراند بورد 500، 400 Midcap nyse مؤشر السوق الرئيسي، Russell 2000، مؤشر 35 Toront، مؤشر Nikkie GSCI 225، مؤشر FT-SE100.

مصدره: طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية: مفاهيم- إدارة المخاطر- الحاسبة"، الدار الجامعية 2001 ص 129*

المطلب الثاني: خصائصها:

1- خصائص العقود الآجلة:

بما أن العقود الآجلة هي عبارة عن اتفاق طرفين لتبادل أصل بسعر محدد في تاريخ محدد، فعلى كل من البائع و المشتري تنفيذ التزاماته، فهذه تعتبر أول خاصية للعقود الآجلة أما الخصائص الأخرى تتمثل فيما يلي(1):

أولاً: العقود الآجلة لا تكون معيارية أي ليس لها معيار محدد تحدد على أساسه، فلبائع و المشتري حق التفاوض على شروط العقد، كما لهم الحق في إضافة شروط جديدة يرونها مناسبة لأي سلعة وهذا دليل على مرونة في التعامل بين طرفي العقد.

ثانياً: لا تتوفر درجة السيولة في العقود الآجلة، فإذا أراد مثلاً: البائع أو المشتري التخلي عن هذا الاتفاق فعليه أن يجد شخصاً يحل محله و يقبل شراء العقد.

ثالثاً: إن التعامل بالعقود الآجلة يتعرض لمشكلة تتعلق بالمخاطر الائتمانية، أو مخاطر العجز و التي تنشأ عن عدم وفاء أحد الأطراف بالتزاماته فقد يعجز البائع عن تسليم الأصل محل العقد كما قد يعجز المشتري عن تدبير المبلغ اللازم.

رابعاً: يتحقق الربح أو الخسارة من العقد الآجل على أساس العلاقة بين السعر السوقي للأصل محل العقد وسعر التنفيذ المتفق عليه، فإذا ارتفع السعر السوقي عن سعر التنفيذ، يحقق المشتري أرباحاً بينما البائع فيتعرض لخسائر، أما إذا انخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ يحقق البائع أرباحاً بينما يتعرض المشتري لخسائر.

خامساً: إن قيمة العقد الآجل تتحقق فقط في تاريخ انتهاء العقد، فلا تدفع أية مبالغ في بداية العقد كما لا تدفع أيضاً قبل تاريخ انتهاء العقد.

2- خصائص العقود المستقبلية:

إن للعقود المستقبلية خصائص تميزها عن العقود الآجلة و التي تتمثل في ما يلي(2):

أولاً: يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق منظمة، فمن أكبر البورصات التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها هي بورصة شيكاغو التي تتضمن مجموعة عريضة من السلع و الأصول المالية المكونة لعقود مختلفة.

وقد تمثل السلع كل من: اللحوم، الماشية الحية، السكر، الصوف، الأخشاب، النحاس، الألمنيوم، الذهب، القصدير... الخ، أما الأصول المالية فقد تمثل: المؤشرات، العملات، الأسهم، أدوات الخزانة... الخ.

1- د. منير إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" منشأة المعارف الإسكندرية 1999 *ص 680.
2- د. صالح الحناوي- نهال فريد مصطفى- جلال العبد "الاستثمار في الأسهم و السندات" الدار الجامعية 2002-2003 *ص 304.

ثانيا: إن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحدها البورصة، فقد لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض، وتقوم البورصة بتوفير آلية تعطي كل منهما ضمانا بأن العقد سيفيد وهذه الآلية تعرف بيت التسوية.

ثالثا: يتطلب التعامل في العقود المستقبلية إيداع مبلغ يعرف بالهامش المبدئي كضمان لتنفيذ العقد.

رابعا: إضافة إلى مخاطر الائتمان و العجز تحمل العقود المستقبلية مخاطر السيولة ولكنها بدرجة أقل لأنها تتداول في أسواق منظمة، كما تتخفف فيها مخاطر الائتمان ذلك أنه إذا ما تعذر على أحد الطرفين الوفاء بالتزاماته فإن البورصة تتولى عملية الوفاء.

خامسا: يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تختص جريدة "وول ستريت" بذلك.

وعليه يمكن وصف العقود المستقبلية بأنها "سلسلة العقود الآجلة كل يوم"⁽¹⁾ series of foward contract each day

المطلب الثالث : أركان العقود المستقبلية

تتمثل أركان العقود المستقبلية في الأسس التي يتم بها بناء العقد المستقبلي و تتمثل في (2):

- السعر في المستقبل: Future price.

وهو السعر المتفق عليه من الطرفين المتعاقدين أي البائع و المشتري لإتمام هذه لصفقة في المستقبل.

- تاريخ التسليم أو التسوية: setlement or delivery date.

وهو تاريخ التسليم المتفق عليه لتسليم أو إتمام الصفقة.

- محل العقد: cunderlying.

و المقصود به هو الشيء المتفق عليه و على بيعه أو شرائه من الطرفين (البائع والمشتري). و الذي قد يتمثل في أصول حقيقية او مالية.

- مشتري العقد: (Buyer).

وهو الطرف الذي يلزم بدفع المبلغ أي السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل مقابل استلامه الشيء محل العقد.

- بائع العقد: (Seller) .

¹- طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية" الدار الجامعية 2001* ص 119*.

²- * 89 p 2002* « bourses et marchés financiers » dunob Paul-jacques hehman

ـ وهو الطرف الذي يلتزم بتسليم الشيء محل العقد للطرف الآخر (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل مقابل حصوله على المبلغ أو السعر المتفق عليه.

المطلب الرابع : الاختلافات بين العقود المستقبلية و العقود الفورية:

إن ظهور هذه العقود المستقبلية كان استجابة لرغبات و احتياجات المستثمرين المتزايدة، و عليه فقد نتساءل عن النواقص التي كانت تعاني منها العقود الفورية المتداولة في الأسواق الحاضرة، و الإجابة على هذا السؤال تكون من خلال توضيح أوجه الاختلاف بين كل منهما⁽¹⁾.
أولاً: بينما تتطلب العقود الفورية (النقدية) تسليم فوري للأصل محل التقاعد سواء كانت سلعة أو ورقة مالية فإن التسليم في العقود المستقبلية يكون في تاريخ لاحق وهذا ما يسهل الحصول على الأصل محل العقد و تدبير المبلغ اللازم لإتمام الصفقة ولكن السعر يتحدد لحظة التقاعد في كلا العقدين.

ثانياً: إن التعامل بالعقود المستقبلية تتم في أسواق منظمة ويتطلب من كلا الطرفين إيداع مبلغ كضمان و لكنه أقل مقارنة مع ما يحدث في السوق الحاضر أين يجب إيداع المبلغ كله.

ثالثاً: إن سعر الأصل محل العقد المستقبلي (يتم في أسواق منظمة ويتطلب من كلا الطرفين إيداع مبلغ كضمان) ما هو إلا تقدير للسعر الذي سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر في تاريخ التنفيذ فيعتبر العقد المستقبلي كآلية لاكتشاف السعر في السوق الحاضر مستقبلاً في تاريخ التسليم.

رابعاً: إن الارتفاع أو الانخفاض في قيمة الأصل الذي يتضمنه العقد تغير أرباح أو خسائر حقيقية ولكن في حالة العقد الفوري فإنها أرباح أو خسائر ورقية لا تتحقق إلا إذا تم بيع فعلي للأصل.

خامساً: إن التعامل بالعقود المستقبلية يتسم بانخفاض تكاليف المعاملات مقارنة بالعقود الفردية.

المطلب الخامس : الاختلافات بين العقود الآجلة و المستقبلية:

تشابه العقود المستقبلية مع العقود الآجلة لدرجة كبيرة، هذا وقد تعتبر العقود المستقبلية كنوع من العقود الآجلة ولكنها منظمة و نمطية، ولكن توجد بعض الاختلافات الغير جوهرية بينهما و التي تتمثل في خمسة فروق تتعلق بكل من⁽²⁾: نوع العقد، ثبات السعر المحدد في العقد، تسليم الأصل محل العقد، تسوية المكاسب و الخسائر ضمانات تنفيذ الالتزامات.

¹ - bertrand jaquillat brunosolmik « Marchés financières » gestion de porte feuille et de risques Dunod 2002* p 224.*

² -Michel fleuriet – yves simon « bourses et marchés financiers » economica 2003 *p120 *

- نوع العقد:

إن العقود المستقبلية نمطية وتتداول في أسواق منظمة بينما العقود الآجلة فهي شخصية و يتم التوصل إليها بالتفاوض بين طرفي العقد.

- ثبات السعر المحدد في العقد:

يتم مراقبة الأسعار بصفة يومية فيما يخص العقود المستقبلية، أما العقود الآجلة فيظل السعر ثابت خلال فترة العقد، ويتم دفع المبلغ من البائع إلى المشتري في نهاية مدة العقد.

- تسليم الأصل محل العقد:

إن كلا العقدين يتضمن شروط ومواصفات للتسليم، فلا يتم عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل في العقود المستقبلية بينما يتم الإنهاء في العقود الآجلة بالتسليم.

- تسوية المكاسب أو الخسارة:

فيما يخص العقود المستقبلية يتم مراقبة التغيرات السعرية كل يوم، كما يتطلب الأمر إيداع هامش لكل من البائع و المشتري، ومع كل تغير في السعر يحقق أحد أطراف العقد مكسب يضاف للهامش و يجوز سحبه بينما يحقق الطرف الآخر خسارة التي يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش لحدده المطلوب بالمقابل لا تتم أي مراقبة ولا يتطلب الأمر إيداع أي مبلغ في العقود الآجلة.

- ضمانات تنفيذ الالتزامات الواردة في العقد:

إن غرفة المقاصة أو بيت التسوية يلعب دور الطرف الآخر في أي عقد مستقبلي وهو ما يضمن تنفيذ الالتزامات إذا ما تعذر على أحد الطرفين القيام بذلك بينما فيما يخص العقود الآجلة فيكون الضمان هو نوايا طرفي العقد ولا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه إلا بموافقة الطرفين. وإضافة إلى كل هذا فإن العقود المستقبلية تحمل مخاطرة ائتمان قليلة مقارنة بالعقود الآجلة كما تكون أكثر سيولة من العقود الآجلة بينما تتميز هذه الأخيرة بمرونة التفاوض بين طرفي العقد على أي شروط معينة.

المبحث الثاني: سوق العقود المستقبلية: «Futurs Markets».

إن سوق العقود المستقبلية ما هو إلا مؤسسة ولكنها لا تستهدف إلى تحقيق الربح، وإنما تحصل على التمويل اللازم من الاشتراكات التي يدفعها أعضائها إضافة إلى الرسوم التي تحصل عليها نتيجة تقديمها لخدمات و تلعب هذه الأخيرة دورا كبيرا في حياة المستثمرين اليوم حيث أصبحت العمليات المالية المستقبلية فرصة جيدة بالنسبة للعديد من المستثمرين.⁽¹⁾ وقد نتساءل لماذا ؟

وللإجابة على هذا السؤال ستعمل المثال التالي لتوضيح أهمية هذه الأسواق.

فإذا كان مثلا شخص يمارس مهنة صانع لخواتم، وله عدة طلبيات فيما يخص صنع الخواتم من الذهب ولكنه لا يحصل على الذهب الا لازم إلا بعد 6 أشهر من الآن أي حتى يتم تصنيع الذهب فهنا هو معرض لخطر التقلب في سعر الذهب فمن أجل حماية نفسه من المخاطر أو تقليلها عليه أن يجد شخصا وليكن مثلا مورد الذهب ليتعاقد معه من أجل استلام الذهب بعد 6 أشهر ولكن بسعر يتحدد الآن، ويكون هذا الشخص مستعدا لتنفيذ هذا التعاقد وذلك بتسليمه الذهب واستلامه المبلغ. فبهذا الاتفاق يكون كلا الطرفين قد قللا نوعا ما من الخاطرة أو درجة عدم التأكد، فالمورد يعرف جيدا ما سوف يتسلمه من مبالغ مقابل الذهب الذي سيسلمه بعد مضي 6 أشهر، ونفس الشيء بالنسبة للصانع فهو يعرف جيدا ما سوف يدفعه من مبالغ نظير الذهب الذي يحتاجه لصنع الخواتم. فبعد مرور 6 أشهر إن أحد الطرفين سيصاب بخيبة امل وذلك لتغير سعر الذهب لغير صالحه ولكن هذه هي ميزة العقود تؤمن الحدث بعد وقوعه، فإذا كان يعلم المستثمرون ما سيحدث في المستقبل لأمكنهم معرفة ما يقومون به في البداية، وما كانوا يقلقون بشأن المخاطرة التي يواجهونها و لهذا وجدت هذه العقود لتمكن الأفراد من التعامل مع المخاطرة وكذا الأسواق المستقبلية لتنظم تداول هذه العقود وتوفر جهد البحث عن الطرف الآخر، وتحدد في هذه الأسواق كل من حجم العقود، مواعيد التسليم، الأصناف الممكن تسليمها... الخ وتضمن هذه الأسواق الاتصال ما بين الطرفين وكذا التزام كلاهما بالتنفيذ وذلك بفضل وجود غرفة المقاصة أو بيت التسوية التي تتولى عمليات التنفيذ فهي تشكل ضمانا للمتعاملين من أي خوف أو قلق الناتج عن عدم قيام أي الطرفين الوفاء بالتزامه وعلى هذا سيكون للأسواق المستقبلية هدفا اقتصاديا ذو قيمة وهو السماح للمتعاملين بالتحوط ضد المخاطر وتنتشر هذه الأسواق في جميع أنحاء العالم، فالجدول (2-3) يبين عدة أسواق للعقود في دول مختلفة كأمثلة لتلك الأسواق.

¹- د. منير إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" منشأة المعارف الإسكندرية 1999* ص688.

الجدول (2-3): أهم الأسواق المستقبلية المنتشرة عبر أنحاء العالم

أهم العقود المتفاوض عليها	تاريخ منشأة هذه الأسواق	مكان التفاوض وأسواق الـ"فوتور"
سندات خزينة (T.Bonds) لـ 20 عاما		شيكاغو
(GNMA) لـ 12 عاما. (CD) محلية لمدة 90 يوما. "نوت" خزينة (T-Notes) لمدة 10 أعوام	1975	(CBT)
(T-bills) لمدة 90 يوما. (CD) محلية بالدولار الأوروبي لمدة 90 يوما	1976/1975	(IMM)
سندات عامة لمدة 15 عاما		نيويورك
(T-Bonds) لمدة 20 عاما	1979	(NYFE)
(T-Notes) لمدة عامين	1979	(COMEX)
(Options) قابلة للتفاوض	1975	فيلادلفيا
عقود لأجل بمؤشرات البورصة	1982	كنساس سيتي
(T-Bonds) لمدة 10 أعوام		أستراليا
(Bank Bills) لمدة 90 يوما	1980	(Sydney)
(T-Bills) لمدة 91 يوما		كندا
سندات عامة لمدة 15 سنة	1981	(Tronto)
سندات حكومة لمدة 20 عاما		المملكة المتحدة
(T-Bonds) بالدولار الأمريكي (CD) بالدولار-الأوروبي الإسترليني-الأوروبي لمدة 90 يوما	1982	(LIFFE)
(CD) لمدة 90 يوما		نيوزلندا
(5 سنوات Government Stocks)		(Auckland)
(CD) بالدولار-الأوروبي لمدة 90 يوما		سنغافورة
	1984	(SIMEX)
(T-Bonds) لمدة 10 أعوام		طوكيو

	1985	(Stock Exchange)
أوراق حكومية لمدة 10 أعوام		باريس
أذونات خزينة لمدة 90 يوما	1986	(Matif)
		المجموع %100

مصدره: فرانسو لروا ترجمة حسن الضيقة "الأسواق الدولية للرساميل" المؤسسة الجامعية 1991، *ص293*.

المطلب الأول : هيكل سوق العقود المستقبلية:

إن المقصود بهيكل سوق العقود هو كيفية تنظيم إدارة هذا السوق، فيوجد به بورصة للعقود وبيت التسوية أو غرفة المقاصة⁽¹⁾.

1- بورصة العقود:

هي المكان الذي يتم فيه تداول العقود المستقبلية، فهي عبارة عن سوق منظمة تحكمها قواعد محددة تتعلق بكل من الرسوم و الأتعاب لقاء الخدمات المقدمة، فهي الأصل عبارة عن اتحادات تطوعية لا تهدف إلى تحقيق الربح تتكون هذه البورصة من عدد من الأعضاء أفرادا كانوا أو منشآت، وحتى يكون الفرد عضوا في هذا السوق يجب أن يدفع ثمنا لعضويته، فمثلا في بورصة شيكاغو للتجارة تقدر هذه العضوية بـ410 ألف دولار و يحق لكل عضو أن يبيع عضويته لأي شخص آخر كما له أيضا حق التصويت في ما يخص إدارة عمليات البورصة وذلك باختيار لجنة لإدارة البورصة ووضع القوانين التي يتم التعامل بها⁽²⁾.

ويعمل في سوق العقود ما يسمى بتجار العمولة للعقود المستقبلية future commission marchants الذين يقومون بوظيفة الوكلاء المتعاملين وذلك عن طريق سمسارة (FCM) وعليه فعلى كل عميل أ يفتح حسابا مع أحد هؤلاء التجار.

وتتكون أيضا هذه البورصة من عدد من الصالات أو المقصورات floors أو غرف التعامل trading rooms التي تتضمن حلقات pits وتخصص كل حلقة للتعامل في العقود على سلعة معينة، أما في النظام المستعمل فهو نظام المناذاة أو المزاد وهذا يعني ان الأسعار تعلن شفويا على كل الحاضرين، ويتم الاتصال بين المتعاملين بإشارات يدوية متفق عليها، فمثلا رفع أحد أصابع الكف في اتجاه الوجه فهذا يعني إشارة شراء، أما إذا تم رفعها في الاتجاه المعاكس فهذا يعني إشارة بيع و أخيرا وضع إصبع بين الحاجبين يعني رفع السعر بمعدل 10 دولار⁽³⁾.

1- د. محمد صالح الحناوي "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية الإبراهيمية، 1997 *ص417*.

2- طارق حماد عبد العال "المشتقات المالية" مرجع سابق *ص131*.

3- محمد صالح الحناوي/ نهال فريد مصطفى/ جلال إبراهيم العبد "الاستثمار في الأسهم و السندات" مرجع سابق *ص333*.

2- بيت التسوية: (غرفة المقاصة) Clearing House.

بيت التسوية هي عبارة عن هيئة تكون منفصلة عن البورصة ولكنها مرتبطة بها من خلال الدور الذي تلعبه في كل عملية آجلة، فمن خلال التسمية فهي تقوم بعملية التسوية بين طرفي العقد فهدفها الأساسي هو ضمان تنفيذ الصفقات وكذا تسهيل المعاملات، كما تحتل مركز البائع بالنسبة للمشتري ومركز المشتري بالنسبة للبائع، وهذا هو أهم سبب لنجاح الأسواق الآجلة المستقبلية التي لا يكون فيها العلاقة بين الطرفين شخصية، فكل من البائع و المشتري يقوم بتسوية معاملاته مع بيت التسوية، ولهذا إذا تعذر على أحدهم الوفاء بالتزاماته فإن بيت التسوية يقوم بتنفيذ هذه الالتزامات⁽¹⁾.

إضافة إلى ذلك فهي تقوم أيضا بتسهيل المعاملات التي تتضمن العقود وذلك من خلال متابعة حركات هذه الأخيرة أي ييعة و شراء ولما يحل تاريخ الاستحقاق فتقوم بين التسوية باتخاذ الإجراءات اللازمة من أجل حصول المالك الأخير للعقد على الأصول محل العقد من البائع الأصلي للعقد فهي ترصد وتراقب التزامات كل مشتري و كل بائع ، وقد نتساءل كيف يقوم بيت التسوية بعمله هذا ؟ وكيف يتولى عملية الوفاء بالتزامات الطرف الذي تعذر عليه الالتزام ؟ سنجيب عن هذا السؤال من خلال توضيح إجراءات التسليم في حالة عقود أدونات الخزانة والتي يتبين من خلاله دور بيت التسوية في هذه العملية.

إن إجراءات التسليم دقيقة وتتم على يد بيت التسوية مساعدة بعض السماسرة الذي يشترط أن يكونوا أعضاء في بيت السمسرة وعملية التسليم تتم بين أربعة أطراف إضافة إلى بيت التسوية وهم: سمسار البائع، سمسار المشتري، بنك البائع، بنك المشتري، ويحدد تاريخ التسليم مثلا: بظهر (منتصف النهار) آخر يوم للعقد.

يقوم سمسار البائع بإرسال تعهد ينص على تسليم أدونات الخزانة إلى بيت التسوية، ويبرز هذا التعهد اسم البنك الذي يتعامل معه البائع و يكون له حسابا فيه لتحويل إليه قيمة العقد، كما يرسل لبنك البائع تعليمات بأن ينفذ أي اوامر من بيت التسوية⁽²⁾.

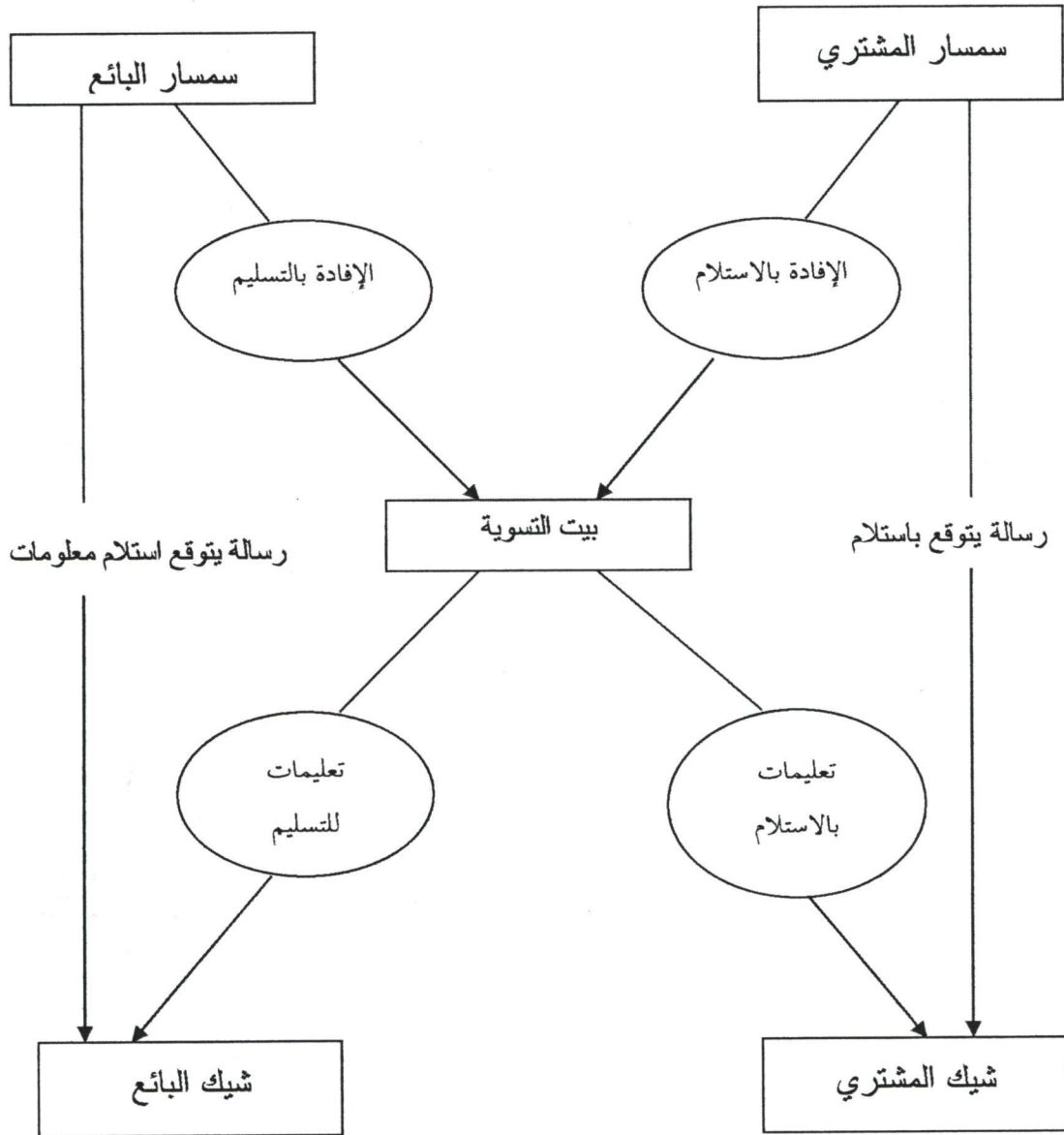
بالمقابل يقوم سمسار المشتري بإرسال تعهد بتسليم قيمة العقد إلى بيت التسوية و يبرز أيضا هذا التعهد اسم البنك الذي يتعامل معه المشتري ويكون له حسابا فيه، كما يرسل أيضا لبنك المشتري تعليمات باستلام الأدونات و تسليم المبلغ وتنفيذ كل أوامر بيت التسوية.

ومن هنا يحين دور بيت التسوية حيث يرسل تعليمات لبنك البائع بتسليم الأدونات إلى بنك المشتري، و تعليمات أخرى لبنك المشتري بقبول الأدونات و دفع المبلغ (قيمة العقد) و بهذا يحصل البائع على المبلغ ويمكن تمثيل هذه العملية بيانيا وهو ما يوضحه الشكل (1-3).

1- الدكتور موشيار المعروف ككامولا "الاستثمارات و الأسواق المالية" دار الصفاء و للنشر و التوزيع 2003 *ص153*.

2- د. منير. إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق *ص 690*.

الشكل (3-1): إجراءات التسليم في حالة العقود على اودونات الخزنة



مصدره: د. منير إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق *ص 691*.

المطلب الثاني :أنواع المتعاملين في سوق العقود المستقبلية

يمكن أن نفرق بين نوعين من المتعاملين في سوق العقود وذلك بناء على أساسين، أولاً على أساس أعضاء البورصة فنجد كل من⁽¹⁾: السمسارة الوكلاء، المحليون، المستقلون، ثانياً على أساس استراتيجية التعامل فنجد كل من : المستثمرون لأغراض التغطية، المستثمرون لأغراض المضاربة، المستثمرون باستخدام استراتيجية المدى.

أ- السمسارة الوكلاء:

وهم السمسارة الذين يقومون بتنفيذ الأوامر التي يتلقونها من عملائهم فهم يعملون كوكلاء لبيوت السمسرة ولكن يتمتع السمسارة الوكلاء بنوع من الاستقلالية حيث يمكنهم التعامل بشكل مباشر مع العملاء بدلاً من تبعيتهم لبيوت السمسرة.

ب- المحليون:

على عكس السمسارة الوكلاء، فإن وظيفة المحليون تتمثل في تنفيذ الأوامر لحسابهم ويطلق عليهم اسم تجار الصالة (floors trade) ويحققون عائد من خلال شراء عقود بأسعار منخفضة وبيعها بأسعار مرتفعة فهم يوفرون عنصر السيولة للسوق.

ج- المستقلون:

إن المستقلين يجمعون وظائف كل من السمسارة الوكلاء و المحليون فيقومون بتنفيذ أوامر العملاء الصادرة عن طريق بيوت السمسرة، ويتوفر لديه معلومات أن تنفيذ هذا الأمر يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وفي هذه الحالة يقوم المستقل بشراء عقود لحسابه الخاص، ثم ينفذ الأوامر التي تلقاه وبعد ارتفاع الأسعار الناتج عن تنفيذ الأمر يبيع هذه العقود ويحقق ربح.

د-المستثمرون لأغراض التغطية: (hedgers)

المستثمر قد يتعرض إلى بعض المخاطر نتيجة امتلاكه أصل ما أو يريد أن يمتلكه و المتمثلة في تغيير السعر فيهدف إلى تخفيض هذه المخاطر و لذلك يلجأ للتعامل في سوق العقود المستقبلية، حيث يتعاقد لشراء أو بيع أصل ما في المستقبل ففي كلتا الحالتين هو يقوم بعملية التغطية.

و-المستثمرون بأغراض المضاربة:

يكون هدف هؤلاء المستثمرون هو تحقيق الأرباح، ويمثلون الجانب الأكبر من المتعاملين في سوق العقود كما يعتبرون المصدر الأكبر للسيولة.

¹ Graig Alexander voir site Web:-

www.stat.com.ca/français/resssearch/13-604-mif

هـ-المستثمرون باستخدام استراتيجية المدى:

وتتضمن هذه الإستراتيجية قيام المستثمر باتخاذ مركز قصير الأجل (أي بيع عقد) ومركز طويل الأجل (أي شراء عقد) لأجل تغطية مركزه أو تخفيض مخاطره.

المطلب الثالث : نظام الهوامش و السنوية السعرية اليومية

إن ما يحققه بيت التسوية من ضمان لتنفيذ الصفقات وكذا تخفيض المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها طرفي العقد يؤدي بنا إلى التساؤل عن إمكانية تحمل هذا الأخير بنفسه مخاطر توقف أحد الطرفين عن الوفاء بالتزاماته.

نفس الشيء بالنسبة لمسؤولية بيت السمسرة الممثلة في حماية المستثمرين في سوق العقود ودفع تكاليف التعاقد أيضا في حالة توقف أحد الأطراف عن الوفاء بالتزاماته، يؤدي بنا إلى طرح نفس السؤال، إن كلا من بيت التسوية، و السمسرة يحمي نفسه من خلال نظام يعرف بنظام يعرف بنظام الهوامش الذي تدعمه التسوية اليومية للعقد.

وعليه ما هو نظام الهوامش ؟

وما هو نظام السنوية السعرية اليومية للعقد ؟

وكيف يحمي كل من بيت التسوية و السمسرة نفسه من خلال هذا النظام ؟

1-نظام الهوامش:

هو نظام صارم لضمان نجاح سوق العقود المستقبلية من خلال تأمين وفاء جميع المتعاملين في هذا السوق بالتزاماتهم، وبهذا النظام تكون مخاطرة عدم الوفاء بعيدة عن بيت التسوية وذلك بفضل ثلاثة أدوات أساسية و التي تتمثل في⁽¹⁾: الهامش المبدئي هامش الوقاية (الصيانة)، التسوية السعرية اليومية.

أ- الهامش المبدئي: initial margin

ويقصد بالهامش المبدئي "حسن النية" « Good Faith »، فهو مبلغ التأمين أو الوديعة التي تدفع من طرف البائع و المشتري لضمان إكمال العقد، ويسرى هذا الهامش على جميع المتعاملين في السوق سواء كانوا طرفي التعاقد (البائع والمشتري) أو حتى السماسرة المتعاملين معهم، فالمتعامل لأول مرة في سوق العقود قبل أن يقوم بأي تعامل يجب عليه فتح حساب لدى بيت السمسرة الذي سيوجب عليه إيداع هامش مبدئي لدى هذه الأخيرة وهذا طبعا لتضمن أنه سينفذ العقد في تاريخ التسليم و يختلف هذا الهامش باختلاف طبيعة الأصل محل العقد، فمثلا في حالة أدوات الخزانة تشكل قيمة الهامش 5% من العقد⁽²⁾.

¹ -Paul Jacques Helman « bourses et marchés financières » Dunod 2002* p 93*.

² -محدث صانق "العقود الأجنبية وعمليات الصرف الأجنبي" دار غريب للطباعة 1997 *ص 179*.

مثال 1:

إذا تم التعاقد بين شخصين (البائع و المشتري) على 10000 من أسهم إحدى الشركات حيث يتم تنفيذ هذا العقد في 01 أكتوبر 1997 مثلاً فعند حلول هذا التاريخ يقوم المشتري بشراء الأسهم مقابل 100 جنيه للسهم كما يقوم البائع بالبيع مقابل 100 جنيه للسهم، فإذا كان الهامش المبدئي مثلاً: يمثل 10% من العقد فإن كلا من البائع و المشتري يقوم بإيداع مبلغ 100000 جنيه لدى بيت السمسرة.

مثال 2:

إذا أراد شخص شراء 100 سهم من أسهم شركة معينة، حيث يبلغ سعرها السوقي الحالي 150 جنيه فيقوم هذا الشخص بإصدار أوامر السمسار بتنفيذ العملية و لكن هذا الأخير لن ينفذ العملية إلا بعد تحصل على قيمة العملية الكلية (100 سهم x 150) = 15000 جنيه، وهو بهذا يضمن عدم تراجع المشتري في أمره وعدم تسديده المبلغ في حالة مثلاً تراجع السعر و بالتالي دخوله في مشاكل كبيرة.

بالمقابل في حالة العقود المستقبلية، إذا كان هناك اتصال بين المتعاملين بشكل مباشر و اتفاق بينهما على تداول عقد معين، فتظهر مخاطرة كبيرة وواضحة، وقد يتراجع أحد الطرفين عن اتفائه بسبب اتجاه الأسعار في غير صالحه أو عدم توفره على الموارد المالية اللازمة لتنفيذ العقد في الوقت المحدد، وهنا يأتي دور البورصة في تنظيم التداول و التخلص من حالات عدم الوفاء و بالتالي الوظيفة الأساسية للهامش المبدئي.

ب- التسوية للسعرية اليومية:

إن الهامش المبدئي يتغير حسب التقلبات السعرية للأصل محل العقد، فالطرف الذي تكون التقلبات السعرية لصالحه يزيد هامشه المبدئي، أما الطرف الذي تكون التغيرات السعرية لغير صالحه فينقص هامشه المبدئي، وبما أن هذه الأخيرة تكون يومية وخوفاً من أن تؤدي إلى تآكل جزء من الهامش المبدئي أو القضاء عليه ومع إجراء تسوية سعرية يومية لمراكز طرفي العقد، فبمجرد تحرك أسعار العقود يبدأ السماسرة بمتابعة الهامش المبدئي لمعرفة التغير الذي سوف يطرأ عليه و بالتالي القيام بتعديلات الهوامش الناتجة عن التحركات السعرية فإذا افترضنا في المثال الأول: أنه بعد إبرام العقد حدث في اليوم الثاني انخفاض في أسعار تلك العقود فأصبح سعر التسليم 98 جنيه فإن المشتري سوف يحقق خسارة قدرها $(100 - 98) \times 100 = 2000$ جنيه وهذا ما سيؤدي إلى انخفاض هامشه المبدئي إلى 8000 جنيه و بالتالي يقوم بيت السمسرة بتعديل حساب البائع ليعكس الخسارة وحساب المشتري ليعكس الربح⁽¹⁾.

¹ - د. محمد صالح الحناوي " أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" كلية التجارة جامعة الإسكندرية 1999* ص 413.

ج- هامش الوقاية: « Maintenance Margin »

بما أن الهامش المبدئي يتغير كلما تتغير الأسعار السوقية للأصل محل التعاقد، فقد وضعت قواعد لهذا التغير و المتمثلة في قاعدتين.

- **بالنسبة للقاعدة الأولى:** إذا كانت تحركات الأسعار السوقية للأصل محل العقد في صالح المستثمر فإن الهامش المبدئي سيزيد و بالتالي يمكن سحبه لبقاء الهامش على حاله أي له الحق في سحب تلك الزيادة⁽¹⁾.

- **بالنسبة للقاعدة الثانية:** إذا كانت تحركات الأسعار السوقية للأصل محل العقد في غير صالح المستثمر فإن الهامش المبدئي سينقص و بالتالي يطلب السمسار من العميل أن يدفع مبالغ إضافية يطلق عليها اسم "طلب تعلية الهامش"، ولكن هناك حد معين لا يجوز للهامش المبدئي أن يقل عنه يعرف هذا الحد "بهامش الوقاية أو الصيانة". يتحدد هذا الهامش بنسبة من الهامش المبدئي، فقد يمثل أكثر من 60% من الهامش المبدئي، وتتجلى أهميته في الأسواق المستقبلية على انه يمثل الحد الأدنى للهامش، وإذا لم يحترم المتعامل هذا الحد من الهامش فيضطر هنا السمسار لتصفية مركزه دون استشارته، كذلك في حالة عدم استجابته لطلب تعلية الهامش.

دائما تابع للمثال(1):

بانخفاض الهامش المبدئي للمشتري إلى 80000 جنيه يقوم بيت السمسرة بوضع هامش وقاية يمثل حوالي 75% من قيمة الهامش المبدئي، و عليه فإن هامش الوقاية لكل من البائع و المشتري هو عبارة عن:

$$\text{الهامش المبدئي} \times \text{نسبة هامش الوقاية} = 100000 \times 75\% = 75000 \text{ جنيه.}$$

المطلب الرابع: إقفال العقود

إن من خلال المثال السابق نلاحظ أنه رغم انخفاض الهامش المبدئي إلا أنه لم يصل لأقل من هامش الوقاية، ولهذا لم تطالب بيت السمسرة بأي مبالغ نقدية اظافية ولكن لو افترضنا أنه حدث انخفاض ثاني في سعر العقود يوم 03 مارس حيث وصل إلى 96 جنيه فماذا سيحصل لحساب البائع بأنه هو الخاسر ؟

$$\text{يقدر مقدار الخسارة ب: } (96-98) \times 10000 = 20000 \text{ جنيه.}$$

$$\text{و يصيح رصيده } = 80000 - 20000 = 60000 \text{ جنيه.}$$

¹ د. محمد صالح الحناوي " أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" كلية التجارة جامعة الإسكندرية 1999* ص413.

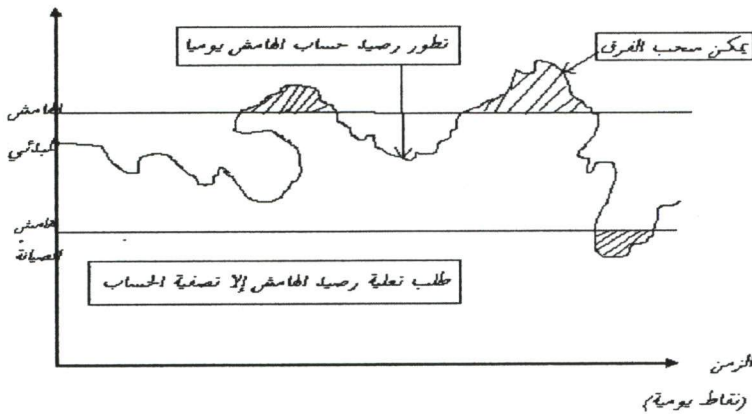
وهنا نلاحظ أن رصيد حساب البائع أصبح أقل من هامش الوقاية، وهنا يتدخل بيت السمسرة ليطلب من المشتري إيداع هذا المبلغ بمقدار 40000 جنيه حتى يصل رصيد حسابه إلى الهامش المبدئي، فإذا لم يستطع المشتري إيداع هذا المبلغ، فيضطر هنا بيت السمسرة لإقفال هذا الحساب وذلك عن طريق ما يسمى بالصفقة العكسية. كيف ذلك؟

بما أن تاريخ تنفيذ العقد هو اول أكتوبر فلا يستطيع بيت السمسرة إقفال الحساب في 03 مارس فيكون الإقفال من خلال الصفقة العكسية و التي تتمثل في شراء بيت السمسرة عقد باسم المشتري و بنفس الكمية و التي تتمثل في 10000 سهم من أسهم نفس الشركة بسعر 960000 جنيه (96x10000) ويصبح رصيد حساب المشتري (60000 - 40000) = 20000.

و بالتالي يتم إقفال حساب المشتري لدى السمسار و يحصل المشتري على المبلغ المتبقي في رصيده وهو 20000 جنيه و يمكن تلخيص نظام الهوامش و التسوية السعرية اليومية في النقاط التالية:

- ✓ إيداع هامش مبدئي لكلا طرفي العقد كضمان لحسن النية.
 - ✓ مراقبة يومية لتحركات الأسعار السوقية للأصل محل العقد.
 - ✓ وضع حد أدنى للهامش المبدئي يجب أن لا يقل عنه وهو هامش الوقاية
 - ✓ إذا انخفض الهامش المبدئي عن هامش الصيانة يطلب تعليه الهامش وإذا لم يلبي الطلب فيتم إقفال حساب العميل دون استشارته.
- ويمكن التعبير عن هذه النقاط بيانيا في الشكل (2-3):

الشكل (2-3): نظام الهوامش بيانيا



ولفهم جيدا كيفية عمل نظام الهامش سوف نوضح ذلك من خلال مثال شامل لكل الخطوات الأساسية نفترض أن هناك مستثمرا يريد شراء عقود آجلة للذهب فيتصل بسمساره يوم الاثنين 03 يونيو 1996 لشراء عقدين حيث تاريخ التسليم هو ديسمبر 1996 و السعر الجاري يقدر بـ 400 دولار للأونس، وحجم العقد يقدر ب 100 أونس معناه أن على المستثمر إيداع مبلغ الهامش المبدئي الذي يحدده السمسار بنسبة معينة من قيمة العقد التي تقدر بـ 2000 دولار للعقد الواحد أو 4000 دولار للعقدين في نهاية كل يوم تداول يتم تسوية حساب الهامش حسب مكاسب أو خسائر المستثمر.

1- يفترض أنه في 03 يونيو انخفض السعر من 400 دولار إلى 397 دولار وبهذا يكون المستثمر قد حقق خسارة بـ $(420-397) \times 200 = 600$ دولار وبهذا سينخفض الهامش المبدئي بمقدار 600 دولار.

2- ولكن إذا ارتفع السعر إلى 403 دولار يكون المستثمر قد حقق أرباح وبهذا سيرتفع الهامش المبدئي بنفس المقدار أي ب 600 دولار لأن أرباح المستثمر تقدر بـ :
 $(400-403) \times 200 = 600$ دولار وفي نهاية كل يوم يضاف المكسب وتخصم الخسارة لحساب الهامش، وخوفا من زيادة انخفاض قيمة الهامش وضع هامش صيانة يقدر بـ 1500 دولار للعقد أو 3000 دولار للعقدين، وفي 11 يونيو انخفض رصيد حساب الهامش إلى 340 دولار عن مستوى الهامش مثلا، أما في 17 يونيو انخفض رصيد حساب الهامش إلى ما دون هامش الصيانة، فهنا يتم إجراء طلب تعليية الهامش و في 24 يونيو تم تصفية حساب المستثمر وليكن بذلك معرضا لخسارة تراكمية و يبين الجدول التالي(3-3) أسلوب عمل الهامش طبقا لسلسلة محتملة من الأسعار المستقبلية في حالة المستثمر المذكور في المثال السابق:

الجدول (3-3): كيفية عمل الهامش

اليوم	سعر العمليات الآجلة بالدولار	المكسب (الخسارة) التراكمية بالدولار	المكسب (الخسارة) التراكمية بالدولار	رصيد حساب الهامش بالدولار	طلب رصيد الهامش بالدولار	تعليقة
	400			4000		
03 يونيو	397	600	(600)	3400		
04 يونيو	396.10	180	780	3220		
05 يونيو	398.20	420	360	3640		
06 يونيو	397.10	220	580	3420		
07 يونيو	396.70	80	660	3340		
10 يونيو	395.40	260	920	3080		
11 يونيو	393.30	420	1340	2660	1340	
12 يونيو	393.60	60	1280	4060		
13 يونيو	391.80	360	1640	3700		
14 يونيو	392.70	180	1640	3880		
17 يونيو	387.00	1140	2600	2740	1260	
18 يونيو	387.00	0	2600	4000		
19 يونيو	388.10	220	2380	4220		
20 يونيو	388.70	120	2260	4340		
21 يونيو	391.00	460	1800	4800		
24 يونيو	392.30	260	1540	5060		

مصدره: طارق حماد عبد العال "المشتقات المالية" مرجع سابق *ص 156.

المبحث الثالث : تسعير العقود المستقبلية (تقدير السعر المستقبلي في العقود المستقبلية)

إن السعر المستقبلي لكل عقد هو السعر الذي تنفذ به الصفقة أي سعر التسليم أو التنفيذ فعند اتفاق كل من البائع و المشتري على العقد يكون السعر المستقبلي مساويا لسعر التنفيذ ولكن مع مرور الأيام قد يتغير السعر المستقبلي فيما يبقى سعر التسليم على حاله وذلك لأن السعر المستقبلي ما هو إلا تقدير السعر الذي سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر أو بالأحرى السعر المتوقع للأصل في السوق الحاضر يوم التسليم⁽¹⁾.

فإذا كان سعر الأصل في السوق الحاضر مساويا لسعر العقد المستقبلي يوم التسليم فلن يتعرض أي من الطرفين لأية خسارة، أما إذا اختلف السعر الحاضر عن السعر المستقبلي فقد يؤدي هذا إلى تعرض أحد الطرفين إلى خسائر، ولكن رغم هذا يبقى العقد المستقبلي صمام أمان اد يضمن تنفيذ العقد بنفس السعر المتفق ، وهنا قد يثار السؤال حول كيفية تحديد هذا السعر المستقبلي أو على أي أساس يحدد السعر المستقبلي؟.

الإجابة على هذا السؤال ستكون من خلال تطرقنا لهذا المثال الذي سيمكننا من الوصول إلى وضع إطار نظري لكيفية تحديد هذا السعر.

- إن مستثمر ما قد قام بشراء عقد لأحد الأصول المالية حيث يحقق هذا الأصل عائدا يقدر بـ 3 جنيه كل ثلاثة أشهر وقد يباع في السوق الحاضر بسعر 100 جنيه بينما هذا العقد يتم تسليمه بعد مرور ثلاثة أشهر من تاريخ الإتفاق، وهناك ملاحظة وهي أن المبلغ الذي تنفذ به الصفقة قد يقوم المستثمر باقتراضه وعلى هذا يحدد معدل الإقراض والاقتراض بـ 8% سنويا عليها ادن السؤال المطروح ما هو السعر المستقبلي تبعا لهذه المعطيات؟ للوصول إلى تحديد السعر المستقبلي سنقوم بافتراض الأسعار لهذا العقد و نقارن النتائج المتحصل عليها و بالتالي الوصول إلى نتيجة حتمية.

1- يفترض أن سعر العقد يبلغ 107 جنيه، إذن في ظل هذا السعر يقوم المستثمر ببيع العقد بمبلغ 107 جنيه، و بالمقابل يشتري الأصل المالي ب 100 جنيه ولكن بما أن العقد سيحقق بعد ثلاثة أشهر فإن المستثمر يقوم باقتراض مبلغ 100 جنيه بفائدة 2% لثلاثة أشهر الأصل المالي الذي يحقق له عائد 3 جنيه لنفس المدة.

و إذا قمنا بحساب كل من مدفوعات و متحصلات هذه العملية فيكون كالتالي:

متحصلات المستثمر = 107 (بيع العقد).

3 (العائد المحقق من الأصل المالي).

متحصلات المستثمر = 110.

¹- د. زياد رمضان "مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي" دار وائل للنشر 1998* ص98*.

أما مدفوعاته = 100 (مبلغ القرض).
2% (الفوائد).

مدفوعاته = 102

و بالتالي يحقق لمستثمر جراء هذه العملية ربح يقدر بـ 8 جنيهات (110-102) و يعتبر ربح صافي أي دون نفقات استثمارية، ولكن هذه الأرباح تحققت بعيدا عن سعر العقد المستقبلي في تاريخ التسليم، فتعرف هذه العملية بعملية مراجعة خالية من الخطر يقوم بها الراجحون وذلك لتحقيق أرباح خالية من الخطر من جهة ودون نفقة استثمارية من جهة أخرى، ولكن بزيادة عمليات المراجعة هذه أي بيع العقود المستقبلية وشراء الأصول المالية، يزيد عرض العقود المستقبلية عن الطلب عليها، وبالتالي انخفاض أسعارها، و بالمقابل ارتفاع الطلب على الأصول المالية التي تؤدي إلى ارتفاع سعرها.

2- يفترض أن سعر العقد بلغ 96 جنيه، إذن في ظل هذا السعر يقوم المستثمر بشراء عقد مستقبلي بسعر 96 جنيه، وبيع على المكشوف⁽¹⁾ للأصل المالي بسعر 100 جنيه ففي هذه الحالة تكون كل متحصلات ومدفوعات المستثمر كالتالي:

متحصلاته تتمثل في:	100	(نتيجة بيع على المكشوف الأصل).
	2	(العائد على القرض).
	102	

أما مدفوعاته:	92	(السعر المدفوع لشراء العقد).
	3	(العائد على الأصل المالي).
	95	

فتكون أرباحه في هذه الحالة عبارة عن 7 جنيه (102-95) وأيضا نلاحظ أن هذه الأرباح هي بمثابة أرباح خالية من الخطر وتؤدي إلى زيادة عمليات شراء الراجحون للعقود وبيع الأصول فترتفع أسعار العقود و تنخفض أسعار الأصول.

ولكن إلى أي حد ستتوقف عمليات المراجعة هذه ؟

أو ما هو السعر المستقبلي الذي يتوقف عنده الراجحون ؟

3- سنفترض أن السعر يصل إلى 99 جنيه وستأكد ما إذا كان هو السعر المطلوب أولا.

I- الحالة الأولى: المستثمر يبيع العقد بـ: 99 جنيه.

ويشتري أصل مالي بمبلغ 100 جنيه.

ولذلك سيقترض مبلغ 100 جنيه.

¹ - البيع على المكشوف هو نوع من المعاملات التي يتم فيها بيع الورقة المالية أو لتشتري فيما بعد عندما ينخفض سعرها فهو بمثابة إقراض للورقة المالية.

بفائدة 2%

فسيحصل المستثمر على: $(99+3 \text{ عائد الأصل})=102$.

وسيدفع: $(2+100)=102$.

وبالتالي تكون أرباحه في هذه الحالة وطبقا لهذا السعر معدومة (متساوية للصفر).

II- الحالة الثانية: سيشتري المستثمر عقده بـ: 99 جنيه.

ويبيع على المكشوف أصل بـ: 100 جنيه.

وبهذا فهو قام بإقراض مبلغ 100 جنيه بفائدة 2%.

فسيحصل على مبلغ $(2+100)$ 102 ويدفع $(3+99)$ 102.

وتكون أرباحه أيضا في هذه الحالة منعدمة، وعلى هذا نستنتج أن 99 جنيه هو السعر الذي يتوقف عنده المراجحون ويطلق عليه اسم سعر التوازن.

المطلب الأول: نموذج المراجعة سعر العقد المستقبلي:

طبقا للمثال السابق يتبين لنا بناء على فكرة المراجعة العوامل التي تدخل في تحديد سعر العقد

المستقبلي و التي تعتبر بدورها العوامل المؤثرة فيه و التي تتمثل في: (1)

- سعر الأصل في السوق الحاضر.

- العائد الذي يحققه الأصل حتى تاريخ التسليم.

- تكاليف التمويل و التي تتمثل في معدل الفائدة كل من عمليتي الإقراض و الاقتراض.

ويهدف هذا النموذج إلى وضع إطار نظري لكيفية تحديد السعر المستقبلي على أساس هذه العوامل التي سوف نعطي لكل منها رمز خاص به و بتتبع الخطوات السابقة، سنصل إلى نموذج نظري للسعر المستقبلي.

- سعر العقد المستقبلي برمز له بالرمز: F

- السعر في السوق الحاضر: S

- معدل الفائدة: i

- العائد على الأصل في السوق الحاضر: R

و بتطبيق الخطوات السابقة نجد:

I- الحالة الأولى:

شراء الأصل المالي بمبلغ S

بيع العقد المستقبلي: F

¹ - د. محمد صالح الحناوي "تحليل وتقييم الأسهم و المندات" الدار الجامعية 2001-2002 *ص422*.

ومن أجل ذلك افترض مبلغ S بمعدل فائدة i فيحصل المستثمر على:
جاء بيع العقد F .

$$S \times R + F = \text{العائد على الأصل}$$

أما ما دفعه: لسداد القرض: S

$$i \times S = \text{الفائدة}$$

$$i \times S + S =$$

فيقدر ربحه بـ: ما حصل عليه، و ما دفعه

$$(1) \dots\dots\dots (i \times S + S) - (S \times R + F) =$$

وبما أن في سعر التوازن تصبح الأرباح متساوية للصفر فتصبح العلاقة (1) كالتالي:

$$i \times S + S = S \times R + F$$

$$(2) \dots\dots\dots (R-i)S + S = F \leq 0 = (i \times S + S) - (R \times S + F)$$

وتبين هذه العلاقة (2) أن سعر التوازن للعقد المستقبلي هو دالة لكل من السعر الحاضر وتكلفة التمويل ومعدل العائد على الأصل المالي في السوق الحاضر.

II- الحالة الثانية:

- شراء العقد المستقبلي بمبلغ: F

بيع على المكشوف الأصل بمبلغ: S

و عليه تكون متحصلاته متمثلة في:

S (القرض)

$S \times i$ (الفائدة)

$S \times i + S$

أما ما دفعه فيتمثل في :

F (شراء)

$S \times R$ المدفوعات لمفترض الأصل

$$S \times R + F =$$

$$\text{والربح} = (R \times S + F) - (S \times i + F) \dots\dots\dots (3).$$

وبما أنه عند سعر التوازن ينعلم الربح فتصبح العلاقة (3) كالتالي:

$$(4) \dots\dots\dots (R-i)S + S = F \leq S \times R + F = S \times i + S$$

وهي نفس المعادلة المحصل عليها في الحالة (1).

والآن سنتأكد طبقاً لهذه العلاقة ما إذا كان السعر 99 جنيه هو حقا سعر التوازن وذلك بتطبيق هذه

العلاقة تبعا للمعطيات السابقة إذا كان لدينا:

- معدل الفائدة: $i = 0.02$

- معدل العائد على الأصل: $R = 0.03$

- سعر الأصل في السوق: $S = 100$

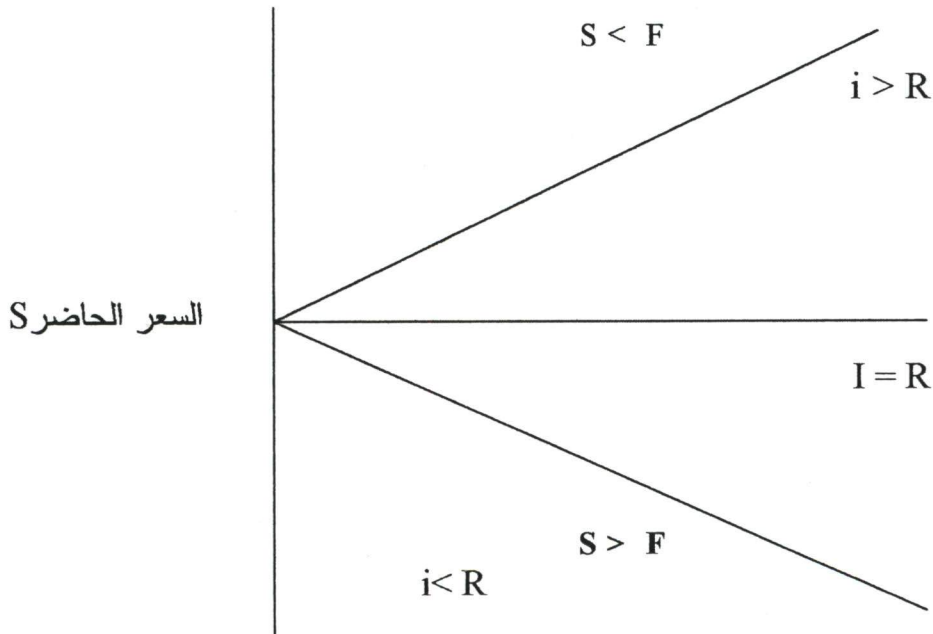
وتبعاً للعلاقة (4) فإن: $F = 100 + 100(0.03 - 0.02) = 99$ جنيه. و بالفعل هو حقا سعر التوازن، و الذي نلاحظ أنه أقل من سعر الأصل في السوق الحاضر هذا ليس شرط فقط يكون أكبر أو يساوي سعر الأصل في السوق الحاضر، وهذا تبعاً للقيم التي نأخذها $(R - i)$ فهي أيضاً تدخل في تحديد السعر النظري للعقد المستقبلي و التي يطلق عليها اسم "تكلفة الاحتفاظ" أو Carry cost. **تكلفة التمويل** Net financing cost و التي يتجلى أثرها في ما يلي⁽¹⁾:

- إذا كانت تكلفة الاحتفاظ موجبة و حسب العلاقة (2) فإن سعر العقد المستقبلي يكون أقل من السعر الحاضر.

- إذا كانت تكلفة الاحتفاظ سالبة و حسب العلاقة (2) فإن سعر العقد المستقبلي يكون أعلى من السعر الحاضر.

- أما إذا كانت تكلفة الاحتفاظ مساوية للصفر، فإن سعر العقد المستقبلي يكون متساوياً للسعر الحاضر و يمكن توضيح ذلك بيانياً من خلال الشكل (3-3).

الشكل (3-3): أثر تكلفة الاحتفاظ على سعر العقد المستقبلي



مصدره: محمد صالح الحناوي "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق *ص 322*

1- د. محمد صالح الحناوي "تحليل و تقييم الأسهم و السندات" مرجع سابق *ص 322*.

المطلب الثاني : عوامل اختلاف السعر النظري عن السعر الفعلي

إن السعر النظري المحدد في النموذج السابق وعلى أساس العلاقات السابقة قد يختلف عن السعر الفعلي للعقد المستقبلي وذلك نتيجة لتفاعل عدة عوامل و التي تتمثل في كل من⁽¹⁾:

أ- التدفقات النقدية:

إن هذه التدفقات نشأت من التغيرات في الهامش الإضافي في حالة انخفاض الهامش المبدئي دون مستوى هامش الوقاية، وكذا التغيرات في أسعار العقود التي تحددها بورصة العقود، بالإضافة إلى هذا قد تتمثل التدفقات في التوزيعات أو الفوائد و التي افترضناها في مثلنا السابق أنها تتم حتى تاريخ التسليم، و لكنها لو تمت ما بين تاريخ التعاقد و تاريخ التسليم أي أثناء الفترة المنقضية حتى تاريخ التسليم بإمكان المستثمر إعادة استثماره وهذا ما ينتج عنه عائد إضافي، وإذا ما أضيف لنموذج التسعير السابق سيظهر أثره جليا على السعر النظري للعقد.

ب- اختلاف معدل الاقتراض عن معدل الإقراض:

في النموذج السابق كان كل من معدل الإقراض و الاقتراض متساويين ولكن لو اختلف أحدهما عن الآخر قد نتساءل ماذا يحدث ؟ إذا فصلنا معدل الاقتراض عن معدل الإقراض وذلك بإعطائهما رمزين مختلفين وليكن مثلا:

معدل الاقتراض i^1

معدل الإقراض i^2

تصبح المعادلة (2) بالشكل التالي: $(R-i^1) S + S = F$(5)

$$(6)..... (R-i^2) S+S = F$$

حيث تمثل المعادلة (5) الحد الأعلى لهذا السعر و المعادلة (6) تمثل الحد الأدنى لهذا السعر ولتبيين ذلك بوضوح نأخذ مثال عددي $i^1 = 8\%$ (2% كل ثلاثة أشهر)، $i^2 = 6\%$ (1.5% في 3 أشهر).

$$(5) \Rightarrow 100 + 100(0.03 - 0.02) = 99 \text{ جنيه}$$

$$(6) \Rightarrow 100 + 100(0.03 - 0.015) = 98.5 \text{ جنيها}$$

وهنا سعر التوازن يتغير فيصبح محدد بقيمتين أي $98.5 \leq F \leq 99$.

¹ - محمد صالح الحناوي "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق* ص426.

ج- تكلفة المعاملات:

عند بناء النموذج السابق أهملنا عنصر تكاليف المعاملات، ولكن إذا أخذنا في الحساب هذا العنصر فسيؤثر حتماً السعر النظري للعقد حتى يبقى دائماً محصور بين قيمتين ولكن بشكل أوسع مقارنة مع حالة اختلاف معدلي الإقراض والاقتراض.

د- البيع على المكشوف:

فيما يخص عملية البيع على المكشوف، أفترضنا في النموذج السابق أن المستثمر قد استعمل كل متحصلات البيع على المكشوف ولكن في الواقع المستثمر لا يستطيع القيام بهذا لأن عليه إيداع هامش مبدئي لدى بيت السمسرة، وهذا يؤثر حتماً على السعر النظري للعقد المستقبلي.

و- الضرائب:

لقد تم إهمال الضرائب كلية في النموذج السابق، و التي لها تأثير هي الأخرى على السعر النظري خاصة و أن معدلات الضرائب على التعامل في السوق المستقبلي تختلف عن مثيلتها في السوق الحاضر فإذا أخذنا هذه العوامل بالاعتبار يمكن أن يقترب السعر الفعلي من السعر النظري.

المطلب الثالث : كيفية نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف

يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في صحف كثيرة، ففي الولايات المتحدة الأمريكية يتم نشر هذه العقود في صحيفة Wall street في قسم المال والأعمال فيتم توضيح نوع الأصل، محل العقد، البورصة التي يتداول فيها و حجمه.

فعادة يخص العمود الأول للشهور التي يتم فيها تداول عقود معينة، أما العمود الثاني فيخصص لسعر الإفتتاح وهو السعر الذي تم به تداول العقود فور قرع جرس بدء التداول، بينما العمود الثالث فيمثل أعلى و أدنى سعر جرى عليه التعامل، وفيما يخص العمود الرابع فيبين سعر التسوية و الذي يعبر عن معدل الأسعار التي تم بها تداول العقود قبل قرع جرس الإقفال للتداول خلال اليوم.

أما العمود الخامس فيخص التغير في سعر التسوية مقارنة باليوم السابق، وسعر التسوية مهم جداً لأنه يستخدم لحساب المكاسب و الخسائر المحققة أثناء اليوم، وكذا متطلبات الهامش.

و العمود الأخير فيبين عدد العقود القائمة التي لم يحن موعد تنفيذها ما بعد وهذا ما تبينه

الجدول التالي(3-4):

الجدول (3-4): كيفية نشر أسعار العقود في صحيفة " وول ستريت "

TREASURY BILLS (IMM)-SLmil.; Pts. Of 100% Discontn Open								
	Open	HIGH	IOW	Settle	Chg	Settle	Shg	Interest
Dec	91.00	91.03	90.97	91.02-	.05	8.98+	.05	26.004
Marx4	90.59	90.61	90.55	90.60-	.06	9.40+	.06	18.742
June	90.29	90.29	90.25	90.28-	.06	9.28+	.06	4.637
Sept	90.03	90.03	89.99	90.03-	.06	9.97+	.06	1.262
Dec	89.81	89.81	89.78	89.81-	.06	10.19+	.06	470
Marx5	89.61	89.62	89.58	89.61	.06	10.39+	.06	178
June	89.41	89.41	89.37	89.41-	.07	10.59+	.07	124
Sept	89.32+	.02	10.68-	.02	12
Est Vol 12.489 ; Vol Wed 14.475 ; Open int 51.732, - 749.								

مصدره: د. منير إبراهيم هندي "اساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق *ص152*

المبحث الرابع : الحماية و التحوط في سوق العقود المستقبلية

إن الهدف الأساسي لعملية التحوط هو تخفيض المخاطر أي الخسارة، و تقوم عملية التحوط عندما يكون المستثمر غير متأكد من التحركات المستقبلية للأسعار فبعملية التحوط يحمي نفسه عند حدوث هذه التحركات، و يكون التحوط أساسا في سوق العقود المستقبلية حيث تتمثل في احتلال مركز مستقبلي عكس ما يحدث في السوق الحاضر وعليه يستطيع المستثمر أن يتخذ مركزين وهما: (1)

المطلب الأول : التحوطات القصيرة (البيع) : (Short Hedgers)

إن المستثمرين الذين يتواجد بحوزتهم أوراقا مالية مثلا: هم معرضون لمخاطر هبوط أسعار هذه الأوراق المالية، و بالتالي فهم بحاجة إلى حماية قيمة أوراقهم المالية أو محافظهم المالية، وهذه الحماية تكون عن طريق اتخاذ مركز التحوط والذي قد يكون قصير أو طويل المدى، ولكن في هذه الحالة يكون قصير المدى لأنه يتعلق بعملية البيع فمثلا: لو كان مستثمر ما يمتلك أصل ما وهو بهذا له مركز في السوق الحاضر، ولكنه معرض لمخاطرة ارتفاع سعر هذا الأصل أو انخفاضه، فإذا كان ينوي الشراء فيخاف من مخاطر ارتفاع الأسعار على السعر الحالي، أما إذا كان ينوي البيع فيخاف مخاطر انخفاض الأسعار على السعر الحالي فهنا يمكن اتخاذ مركز في سوق العقود يكون معاكسا لمركزه في السوق الحاضر، ففي حالة التحوط القصير يقوم بعملية البيع أي بيع عقد مستقبلي مماثل على نفس الأصل.

فإذا ارتفع السعر المستقبلي فإن المستثمر يكسب من بيع الأصل ولكنه يحقق خسارة في مركزه في العقد أما إذا انخفضت الأسعار فلا يكون من مصلحة المستثمر بيع الأصل لأنه سيحقق خسائر ولكن يحقق بالمقابل مكاسب من مركزه في العقود، وهكذا نلاحظ أن الخسائر التي يتعرض لها المستثمر في أحد الأسواق تعوضه عنها مكاسب في السوق للآخر.

المطلب الثاني : التحوطات الطويلة (الشراء) : (long Hedgers)

عكس التحوط القصير، فإن المستثمر الذي ينوي شراء أصل في المستقبل هو معرض لمخاطر الارتفاع في الأسعار، ولهذا يستطيع المستثمر التحوط ضد هذه المخاطر عن طريق اتخاذ مركز طويل و المقصود به عملية الشراء فمثلا لو كان مستثمر يريد شراء أصل ما فله مركز في السوق

¹ - * yves simon-samir mamai « Techniques financières internationales » economica 2002 p 505-507.

الحاضر، ولكنه معرض دائما لمخاطر الأسعار فيمكنه شراء عقد مستقبلي، فإذا ارتفع السعر فليس من مصلحة المستثمر شراء الأصل من السوق الحاضر، فيقوم بتنفيذ العقد الذي يمكنه من تحقيق أرباح.

أما إذا انخفض السعر فيحقق ربح في السوق الحاضر ويتعرض لخسائر تنفيذ العقد.

المطلب الثالث : الشروط الأساسية لعملية التحوط

أن هذه التحوطات أو التغطية ليست كافية بمجرد اتخاذ مركز طويل أو قصير وإنما هناك أسباب أو عوامل أخرى تعرقل عملية التحوط و تعتبر في نفس الوقت شروط أساسية لتكون عملية التحوط كاملة وهي: (1)

مدة التسليم: (تاريخ التنفيذ).

قد تتضمن عملية التحوط شراء عقد بدلا من شراء أوراق مالية ولكن في وقت معين في المستقبل يباع العقد لتشتري أوراق مالية، ولكن هنا يوجد مشكل الذي يتمثل في عدم تساوي مدة التسليم للعقد مع تاريخ الحصول على الأوراق المالية، فقد نتساءل ماذا سيحصل ؟

نفترض أن مستثمرا ما يريد استثمار مبلغ ما في المستقبل وذلك بشراء أنونات الخزنة ولكنه يخشى تغير الأسعار نتيجة تغير أسعار الفائدة، فيقوم باتخاذ مركز طويل أي شراء عقد مستقبلي على أذن الخزنة يكون تاريخ تنفيذه هو شهر مارس و هذا المستثمر يتوقع الحصول على مبلغ من المال للقيام بالصفقة في نهاية شهر مارس، إذن هنا نلاحظ تطابق تاريخ التسليم مع تاريخ الحصول على الموارد المالية.

ولكن ماذا لو اختلف تاريخ الحصول على الموارد على الموارد المالية وكان حتى شهر أبريل مثلا وهو م لا يوافق تاريخ التسليم ففي هذه الحالة يكون المستثمر قد قام بتغطية نفسه حتى آخر شهر مارس و لكن الفترة الممتدة من آخر شهر مارس حتى أبريل فلن يتمكن من تغطية نفسه.

- حجم العقد:

الشرط الثاني لكي تتجح عملية التحوط أن تكون قيمة العقد مساوية لقيمة المركز الذي أخذه أو يريد أن يأخذه في السوق الحاضر مثلا: لو كان المبلغ الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه هو 100 ألف دولار فإن عملية التحوط لن تتجح ولن يبرم العقد على أذن الخزنة أساسا لأن قيمة العقد الواحد على أذن الخزنة يبلغ 1 مليون دولار.

1- طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية" مرجع سابق *ص 174*

-الأصل محل التعاقد:

يشترط أيضا أن تتماثل الأصول المكونة للعقد وكذا الأصول في السوق الحاضر أي التي ينوي المستثمر بيعها أو شراءها فإذا اختلفت الأصول فستختلف درجة مخاطرة كل مركز وفي هذه الحالة من الصعب القيام بعملية التحوط و عليه للتحقق عملية التحوط يجب أولا: أن يقترب تاريخ استحقاق العقد المستقبلي حتى تاريخ شراء أو بيع الأصل في السوق الحاضر ثانيا، أن لا تختلف قيمة العقد عن قيمة الصفقة في السوق الحاضر وثالثا، أن يتماثل كل من الأصل محل العقد و الأصل المراد شراؤه أو بيعه في السوق الحاضر أو تكون لهم سمات متقاربة، ولا يقتصر التعامل في الأسواق المستقبلية للتغطية أو التحوط فقط و إنما يشمل أيضا عمليات المضاربة و التي تعتبر عكس عملية التحوط فهي تهدف إلى تحقيق الربح من خلال القيام بالبيع و الشراء ولكن بالمقابل المضارب يتحمل درجة من المخاطرة فالمهم عنده أنه يربح.

والمضارب في سوق العقود قد يكون متواجدا داخل البورصة أي من تجار الصالة أو قد يكون مستثمرا عاديا يتواجد خارج البورصة، كما أن وجودهم في سوق العقود يعتبر أساسي لأنهم يمتصون العرض و الطلب الزائد نتيجة عملية التحوط كما يوفر السيوولة للسوق. و تساعده في ذلك التغيرات في الأسعار أي سعر التنفيذ و السعر الجاري وقت التنفيذ. (1)

و لكن قد نتساءل ما فائدة المضاربين في سوق العقود المستقبلية ؟ خاصة و أن لهم فرصة المضاربة في الأسواق الحاضرة عكس المتحوظين فهم لا يستطيعون التحوط إلا في سوق العقود المستقبلية

إن المضارب في سوق العقود له ميزات خاصة تدفعه لذلك والتي تتمثل في: (2)

أثر الرقعة المالية:

ومالها من نتائج على الأرباح المحققة حيث تؤدي إلى تضخمها وزيادتها، فمن يشتري مثلا عقد بمبلغ 100 ألف دولار ليس مجبرا إلا بدفع جزء معين كهامش مبدئي، ولكن إذا ما قام بعملية الشراء في السوق الحاضر فيتطلب منه الأمر دفع المبلغ كاملا.

سهولة التعامل:

إن ثاني ميزة للتعامل في الأسواق المستقبلية و بالتالي المضاربة هو سهولة التعامل وبالتالي إبرام الصفقات فمثلا: من يتوقع انخفاض أسعار الأوراق المالية في المستقبل يكون من الصعب عليه أن يبيع على المكشوف في السوق الحاضر ولكن قد يعوضه عن هذه العملية اتخاذ مركز قصير في عقد مستقبلي.

¹ موقع الأنترنت : www.upmf-grenoble.fr/cureit/team/mofi/in5-pdf
² د. منير إبراهيم هندي "أساسات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق *ص 701

تكاليف المعاملات:

تعتبر قليلة جدا مقارنة مع مثيلاتها في السوق الحاضر. وقد تصاحب عمليات المضاربة عمليات التحوط أيضا فالمستثمر يقوم بتحديد التوقعات المحتملة لتغير الأسعار وعلى أساسها يتخذ المركز المناسب في السوق الآجل، فإذا توقع مثلا انخفاض أسعار السندات في المستقبل نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة و بالتالي انخفاض في سعر عقد العملية المستقبلية، فيقوم ببيع هذا العقد لإعادة شرائه عند انخفاض سعره، ولكن إذا انخفضت أسعار الفائدة فإن المستثمر سوف يخسر لارتفاع أسعار السندات.

- إذا انخفض سعر السندات مثلا من 90 إلى 88 دولار فإن هذا المستثمر سوف يكسب 2 دولار ويمكنه شراء عقد مطابق بما ان السعر انخفض ولكن إذا حصل العكس وارتفعت الأسعار فسيعرض المضارب إلى خسائر كبيرة.

فلو أراد مثلا المضارب اتخاذ المركز القصير (البيع) في السوق الحاضر فسيخسر إضافة إلى ذلك لا يكون الأمر بنفس السهولة على ما هو عليه في سوق العقود المستقبلية.

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل يمكن استخلاص أن العقود المستقبلية هي وسيلة هامة لتغطية المخاطر بما أنها تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع أصول معينة في وقت لاحق وبسعر محدد مسبقاً، فمن يريد شراء أصول ما مستقبلاً هو معرض لخطر ارتفاع أسعار هذه الأصول على السعر الحالي، فيستطيع تأمين نفسه وذلك يمكنه من شراء هذا الأصل مستقبلاً و بالسعر الحالي و العكس بالنسبة لمن يريد بيع أصول ما فهو معرض لمخاطر انخفاض أسعار هذه الأصول عن السعر الحالي.

إن هذه العقود فهي عبارة عن عقود آجلة نمطية فهي تختلف عن العقود الآجلة في كونها عقود تتداول في أسواق منظمة كما توفر لحاملها الحماية من مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات الملقاة على عاتق كل الطرفين، أيضاً يتم تسوية هذه العقود يومياً، أو لا فهي عقود يتم تداولها في بورصات منظمة، كما تكون نمطية بدرجة عالية، و تشمل الكمية المحددة للسلعة، تاريخ التسليم وآلية التسليم ثانياً هي عقود يتم تنظيمها من خلال بيت التسوية والذي يتوسط العملية بين البائع و المشتري ضماناً للنهاية السليمة لهذه العقود، ويتطلب من أجل ذلك إيداع مبلغ يعرف بالهامش المبدئي من طرف البائع و المشتري ضماناً منهم لإتمام العقد يقدر بقيمة معينة من حجم العقد.

ثالثاً يتم تسوية هذه العقود يومياً، فإذا ارتفعت قيمة العقد في يوم ما مقارنة باليوم السابق فإن الزيادة تضاف إلى حساب المشتري، باعتبارها أرباح وتخصم من حساب البائع باعتبارها خسائر ولكن بورصة العقود لا تسمح بهبوط الهام المبدئي إلى مستوى معين يعرف بهامش الصيانة فإذا حدث و انخفض إلى دون هذا المستوى فيطلب من العميل تغطية رصيد هامشه فإذا لم تستجب يتم تصفية حساب هذا العميل.

عادة ما يكون سعر العقد المستقبلي متساوياً لسعر الأصل في السوق الحاضر مستقبلاً أو يكون أكبر أو أقل منه وذلك على أساس ما يعرف بتكلفة الاحتفاظ، فسوق العقود المستقبلية يعتبر كمرآة عاكسة لما يحصل وما سيكون عليه الحال في السوق الحاضر.

وأخيراً يكون أساس التعامل في هذه الأسواق ليس فقط للتغطية ضد مخاطر تقلبات الأسعار وإنما للمضاربة أيضاً.

الفصل الرابع
ع ع ر ع ع ع ع ع ع

حقوق الأختيار
ع ع ع ع ع ع ع ع ع ع

مقدمة الفصل:

المبحث الأول: ماهية حقوق الاختيار

- المطلب الأول : تعريف حقوق الاختيار
- المطلب الثاني : أركان الخيارات
- المطلب الثالث : الأنواع المختلفة للخيارات
- المطلب الرابع : السمات الأساسية لحقوق الاختيار
- المطلب الخامس : الاختلافات بين العقود المستقبلية و حقوق الاختيار

المبحث الثاني: بعض التفصيلات عن حقوق الاختيار

- المطلب الأول : خيارات الشراء
- المطلب الثاني : خيارات البيع
- المطلب الثالث : الضمانات
- المطلب الرابع : قيمة الاختيار
- المطلب الخامس : تنظيم و إدارة سوق الاختيار

المبحث الثالث: نماذج تقييم حقوق الاختيار

- المطلب الأول : نموذج بلاك و شولز
- المطلب الثاني : نموذج تكافؤ البيع و الشراء
- المطلب الثالث : النموذج البياني.
- المطلب الرابع : كيفية نشر أسعار الاختيار في الصحف

المبحث الرابع: إدارة المخاطر باستخدام حقوق الاختيار

- المطلب الأول: إدارة المخاطر باستعمال اختيار الشراء
- المطلب الثاني : باستعمال اختيار البيع
- المطلب الثالث : إستراتيجيات أخرى

خلاصة الفصل

مقدمة الفصل:

تعتبر عقود الاختيار أو الخيارات النوع الثاني من المشتقات المالية الذي يعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، فهي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل ما خلال فترة زمنية محددة وبسعر متفق عليه مسبقا، و تسمى هذه العقود بالخيارات لأنها تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام بتنفيذ العقد، ولكن يكون ذلك نظير مبلغ غير قابل للرد يسمى بالمكافأة أو التعويض.

ففي بداية سنة 1973 بدأت ظاهرة استخدام عقود الخيارات في البورصات بصورة رسمية وهذا ما أدى إلى خلق ثورة في مجال المال لأنها تعتبر كبديل عن المتاجرة في الأوراق المالية أو بالأحرى الاختيار بين عدة بدائل، فعقد الاختيار على سهم هو الحق في شراء أو بيع السهم بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة، وقيمة عقد الاختيار تشتق من قيمة الورقة المالية محل الاختيار ولهذا تسمى أوراق مالية مشتقة.

وتأخذ عقود الاختيار عدة أشكال، فمنها من تمنح حق الشراء وهي خيارات الشراء ومنها من تمنح حق البيع وهي خيارات البيع، وهناك خيارات تعطي الحق لحاملها في تنفيذها في أي وقت خلال الفترة الفاصلة بين تاريخ الاتفاق و تاريخ التنفيذ و تسمى بالخيارات الأمريكية، وأخرى تستوجب على حاملها التنفيذ فقط لحظة تاريخ انتهاء العقد و تسمى بالخيارات الأوروبية، وينتشر استخدام هذه العقود من خلال الأسواق المنظمة في مختلف أنحاء العالم و بكميات كبيرة ففي الولايات المتحدة الأمريكية توجد ستة أسواق اختيار ومن أبرزها بورصة شيكاغو، حيث تتضمن هذه العقود الأوراق المالية، المؤشرات، العملات، السلع وحتى العقود المستقبلية. فهي تعتبر من المستحدثات لإدارة المخاطر وخاصة مخاطر تغير أسعار الأصول التي يريد المستثمرون امتلاكها أو التي يرغبون في امتلاكها ولهذا فهي تلقى قبولا واسعا من قبلهم.

وعلى هذا فقد قسمنا هذا الفصل إلى أربعة مباحث، فخصصنا المبحث الأول لتعريف هذه الخيارات وإبراز أهم الخصائص التي تتميز بها، أما المبحث الثاني فتضمن بعض التفاصيل لهذه العقود و التي تتعلق ببيان كيفية العمل بها، وأما المبحث الثالث فخصص لمختلف النماذج التي وجدت أساسا لتقييم هذه الخيارات وأخيرا تعرضنا في الرابع إلى تبيان كيف تتم إدارة الخاطر باستخدام هذه الخيارات.

المبحث الأول: ماهية حقوق الاختيار

لقد أصبحت خيارات الشراء و البيع ومتاحة للمستثمرين منذ سنة 1973 فلقد كان أساس نشأة هذه العقود هو سوق السلع.⁽¹⁾ حيث كان يهدف المنتجون لحماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وبالتالي صعوبة تصريفه وكذا تدهور الأسعار، فمن اجل توسيع وتنويع مجال الأدوات المتاحة للمستثمرين لحماية أنفسهم من هذه المخاطر وبعد تطور الأسواق المستقبلية قامت البورصات التجارية بابتكار هذا النوع من العقود وكذا فتح الأسواق اللازمة لذلك و كانت بورصة شيكاغو من أبرزها ولكن نظرا لعدم السماح بتداول هذه الخيارات في أسواق غير منظمة أنشأ الاتحاد الوطني للأوراق المالية **national association of securities dealers** بورصة مستقلة للاختيار تحمل اسمه، وبدأ العمل فيها منذ سنة 1973 ومنذ ذلك الوقت حدث نمو كبير في أسواق الاختيار ويتم التداول فيها بكميات كبيرة فيعقد أكثر من مليون عقد⁽²⁾ من الخيارات اليومية، فنظرا للأهمية التي اكتسبها هذه العقود فإن بيوت السمسرة تركز على توعية المستثمرين بشأن كيفية الاستخدام الكفء للخيارات كجزء من محافظهم المالية وبهذا استطاعت هذه الخيارات أن تثبت مكانتها كبديل إستثمارى.

المطلب الأول: تعريف عقود الاختيار

يمكن تعريف عقد الاختيار على أنه اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، أو هو "اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية أو ربما العملات، السلع، المؤشرات، من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدما على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال المدة التي تنقضي بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الانتهاء أو أن التنفيذ في تاريخ انتهاء العقد"⁽³⁾. كما يمكن تعريف عقد الاختيار أيضا على أنه أداة استثمارية تعطي لحائزها الحق بأن يشتري (في خيارات الشراء) أو يبيع (في خيارات البيع) شيء ما بسعر ثابت إما في تاريخ محدد (العقود الأوروبية) أو في أي وقت خلال فترة سريان العقد (العقود الأمريكية). وهناك تعريف آخر لعقد الاختيار فهو اتفاق للمتاجرة في زمن مستقبلي متفق عليه وبسعر محدد، ولكن إذا رغب ذلك فيه. فهو بمثابة خيار المشتري للمتاجرة.⁽⁴⁾

¹ - Yves simon « les marchés dérivés » economica 1997* p 61.

² - الدكتور عبد الغفار حنفي "بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية الجديدة 2003* ص 413.

³ - الدكتور صالح الحناوي/نهال فريد مصطفى/ جلال إبراهيم العبد "الاستثمار في الأوراق المالية" الدار الجامعية* ص 329.

⁴ - الدكتور خالد وهيب الراوي "الاستثمار" دار المسيرة 1999* ص 309.

إن الميزة الأساسية للعقود المستقبلية كانت تتمثل أساسا في الالتزام بتنفيذها حتى وإن كان المستثمر يحقق من وراء تنفيذها خسائر وهذا ما يتنافى مع عملية التغطية، فلماذا ظهرت هذه الخيارات و التي من خلال هذه التعاريف نلاحظ أنها تمنح المتعامل حق الاختيار بين التنفيذ أو عدمه، فإذا رغب المستثمر في تنفيذ الاختيار فينفذه وإذا لم يرغب فله الخيار ولكن بطبيعة الحال رغبة المستثمر سواء كان بائعا أو مشتريا يكون على أساس التحركات السعرية المستقبلية للأصل محل العقد، فإذا رأى المستثمر أن تنفيذ هذا الخيار يحقق منفعة فيقوم بتنفيذه و إما لا.

المطلب الثاني: أركان حقوق الاختيار

إن لحق الاختيار أسس و أركان يقوم عليها والتي تتمثل في سبعة أركان وهي:⁽¹⁾

1 - مشتري الحق "Buyer"

وهو الشخص الذي يشتري الخيار سواء كان هذا الخيار يعطيه الحق في الشراء أو البيع، وله الخيار فيما إذا أراد تنفيذ أو عدم تنفيذ هذا العقد مقابل مبلغ يدفعه للطرف الثاني يعرف بالمكافأة أو التعويض.

2- محرر الحق البائع "Writer"

وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح الطرف الآخر "مشتري الحق" والذي يحصل على مبلغ المكافأة من هذا الأخير.

3- سعر التنفيذ Exercise or Striking Price:

وهو السعر المتفق عليه لتنفيذ العقد أي سعر الأصل محل العقد، وعادة ما يكون السعر الجاري في السوق.

4- السعر السوقي Market price:

وهو سعر الأصل محل العقد في تاريخ الانتهاء أو تاريخ التنفيذ.

5- تاريخ التنفيذ Exercise date:

هو التاريخ الذي تم فيه إبرام الاتفاق بين الطرفين وهو عادة أول يوم لسريان الاتفاق.

6- تاريخ الانتهاء Expiration date:

وهو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بتنفيذه أو ممارسته.

¹- الدكتور محمد صالح الحناوي "تحليل وتقييم الأسهم و المندات" الدار الجامعية 1999* ص 331*.

7- المكافأة Premium:

وهو المبلغ الذي يدفعه مشتري الحق للمحرر وذلك نظير تمتعه بحق التنفيذ أو عدمه. فهذه هي أركان عقد الاختيار أو بالاحرى هي مكونات كل عقد اختيار.

المطلب الثالث: أنواع عقود الاختيار

يمكن تصنيف عقود الاختيار على أساس عدة معايير، فهناك الأنواع الرئيسية للاختيار والتي تتمثل في: (1) خيارات البيع و خيارات الشراء والضمانات، أما على أساس تاريخ تنفيذ العقد، فنجد الخيارات الأوروبية والخيارات الأمريكية، وعلى أساس التغطية فنجد الخيارات المغطاة والغير مغطاة، وأخيرا على أساس الربحية فهناك الخيارات المربحة والغير المربحة.

أ- خيار الشراء: « Calloption »

هو عقد اختيار يعطي لحامله الحق في شراء عدد من الأصول المعينة بسعر محدد وفي تاريخ معين، نظير مكافأة يقدمها مشتري الحق للبائع، وهو مبلغ غير قابل للرد في حالة عدم تنفيذ العقد، فمن يرغب في شراء أوراق مالية ما في المستقبل يخاف ارتفاع أسعار هذه الأوراق المالية مستقبلا، فيقوم بشراء حق اختيار شراء يعطيه الحق في شراء هذه الأوراق المالية مستقبلا و بالسعر الآني، فإذا ما ارتفعت الأسعار مستقبلا ينفذ المشتري الحق ويكون بذلك قد حقق أرباح، ولكن إذا حدث العكس فلا ينفذ العقد، ويخسر قيمة المكافأة لأنها غير قابلة للرد.

ب- خيار البيع "Put option":

وهو حق اختيار يعطي لحامله الحق في بيع عدد من الأصول المعنية بسعر محدد وفي تاريخ معين، وهذا دائما مقابل مكافأة، فمن يريد بيع أوراق مالية في المستقبل يخاف انخفاض الأسعار مستقبلا فيشتري حق اختيار البيع الذي يعطيه الحق في بيع هذه الأوراق المالية مستقبلا وبالسعر الآن، فإذا تحققت توقعاته وانخفضت الأسعار ينفذ العقد ولكن إذا حدث العكس فلا ينفذه.

ج- الضمانات Warrants:

هي عبارة عن عقود اختيار شراء تصدرها الشركات على أسهمها حيث تعطي لحاملها الحق في شراء أسهم هذه المؤسسة مستقبلا وذلك بسعر يحدد مسبقا، ولكن يمكن للمؤسسة أن تغيره إن أرادت بتاريخ تنفيذ يكون أطول مقارنة بحقوق الاختيار العادية، وقد يمتد لعدة سنوات كما قد تكون هذه الضمانات أبدية.

¹ - طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية" الدار الجامعية 2001* ص 43*.

د- حقوق الاختيار الأمريكية American option:

هي عقود تعطي لحاملها إضافة لحق الاختيار بين تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، حق التنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد.

و- حقوق الاختيار الأوروبية European option:

وهي عكس حقوق الاختيار الأمريكية، لأنها لا تسمح لمشتري الحق بالتنفيذ إلا في تاريخ انتهاء صلاحية هذا العقد.

هـ- حقوق الاختيار المغطاة Coverd Option:

وهي الحقوق التي يكون فيها محرر العقد مالكا للأصول محل العقد، فإذا ما طلب مشتري العقد من المحرر التنفيذ فإنه يغطي التزامه كبائع.

ك- حقوق الاختيار الغير مغطاة Uncoverd option:

في هذه العقود لا تكون الأصول محل العقد بحوزة المحرر، فلا يكون مالكا لها، وإذا ما طلب منه المشتري تنفيذ العقد، فالمحرر ملزم بشرائها من السوق لتسليمها للمشتري.

ن- حقوق الاختيار المربحة و الغير المربحة in the money and out of the money:

- في حالة اختيار الشراء:

إن مشتري الحق يحقق أرباحا في حالة ما إذا كان السعر السوقي للأصل محل العقد أكبر من سعر التنفيذ المحدد في العقد، فمثلا إذا كان السعر السوقي 1400 جنيه عند التنفيذ، أما سعر التنفيذ فيقدر بـ 1000 جنيه فإن مشتري العقد في هذه الحالة يربح مبلغ مقداره 400 جنيه، إذن في هذه الحالة خيار الشراء مربح.

أما إذا كان السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ المحدد في العقد، يكون حق الشراء غير مربح، ولكن بما أنه لمشتري العقد الحق في التنفيذ أو عدمه فلن ينفذ العقد في هذه الحالة، مثلا إذا انخفض السعر إلى 700 جنيه لن ينفذ العقد وبالتالي يخسر فقط قيمة المكافأة.

- حالة اختيار البيع:

إن مشتري حق اختيار البيع يحقق أرباحا إذا كان السعر السوقي للأصل محل العقد أكبر من سعر التنفيذ المحدد في العقد، فمثلا إذا كان السعر السوقي 1400 جنيه عند التنفيذ، أما سعر التنفيذ فيقدر بـ 1000 جنيه فإن مشتري العقد في هذه الحالة يربح مبلغ مقداره 400 جنيه، إذن في هذه الحالة خيار البيع مربح. أما إذا كان السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ المحدد في العقد، يكون حق البيع غير مربح، ولكن دائما تتحصر خسارته في قيمة المكافأة.

أما إذ تساوى كل من السعر السوقي وسعر التنفيذ يكون الخيار متعادلاً أو متكافئاً وعليه:

- السعر السوقي < سعر التنفيذ يكون خيار الشراء مربح و خيار البيع غير مربح.
- السعر السوقي > سعر التنفيذ يكون خيار الشراء غير مربح و خيار البيع مربح.
- السعر السوقي = سعر التنفيذ يكون الخيار (الشراء أو بيع) متكافئاً (At the Money).

المطلب الرابع : السمات الأساسية لعقود الاختيار

- إن لعقود الاختيار عدة خصائص أو بالأحرى مميزات تميزها عن العقود الأخرى والتي تمثل في: (1)
- 1- من خ □ ال □ لتس □ ية □ الخ □ ا □ ا □ ن □ تت □ أن □ لصا □ بها □ أو □ امل □ ا □ حق □ ي □ ت □ في □ ذ □ أو □ عدم □ تنفيذ □ العقد □ ولكن □ مقابل □ هذا □ فإن □ الذي □ يشتري □ أو □ يبيع □ حق □ الاختيار □ يدفع □ مبلغ □ يعرف □ بالمكافأة □ أو □ العلاوة □ أو □ ثمن □ الخيار □ نظير □ ممارسته □ لهذا □ الخيار □.
 - 2- إن □ مبلغ □ المكافأة □ أو □ ثمن □ الخيار □ يدفع □ لمحرم □ العقد □ الذي □ يلتزم □ بتنفيذه □ عندما □ يحين □ تاريخ □ التنفيذ □ حيث □ يكون □ هذا □ المبلغ □ كـثمن □ للمخاطرة □ التي □ يتحملها □ هذا □ المحرم □ نتيجة □ تنفيذ □ المشتري □ للحق □ وهذا □ مهما □ كانت □ ظروف □ السوق □ و □ بالتالي □ مهما □ كانت □ الأسعار □.
 - 3- إن □ هذا □ المبلغ □ قد □ ينخفض □ كما □ قد □ يرتفع □ وذلك □ تبعاً □ لكل □ من □ مدة □ العقد □، □ نوع □ الأصل □ محل □ العقد □، □ وظروف □ السوق □ المالية □.
 - 4- إن □ تاريخ □ تنفيذ □ هذه □ الحقوق □ يكون □ غالباً □ بعد □ مرور □ ثلاثة □ أشهر □ من □ تاريخ □ الاتفاق □.
 - 5- إن □ حقوق □ الاختيار □ قابلة □ للتداول □ كأى □ عقود □ أخرى □ و □ على □ أساس □ عاملي □ العرض □ و □ الطلب □ اللذان □ يتوقفان □ بدورهما □ على □ قيمة □ الأصل □ محل □ العقد □.
 - 6- إن □ كل □ من □ حقوق □ اختيار □ البيع □ و □ الشراء □ توسع □ من □ الفرص □ المتاحة □ أمام □ المستثمرين □ فهي □ توفر □ توليفه □ من □ العائد □ والمخاطرة □ من □ الصعب □ حدوثها □ في □ حالة □ غياب □ هذه □ العقود □ وذلك □ من □ خلال □ تحسين □ خصائص □ المخاطرة □ و □ العائد □ لمحفظة □ أوراق □ مالية □ معينة □ فمثلاً □ يمكن □ للمستثمر □ أن □ يبيع □ أسهم □ على □ المكشوف □ و □ يشتري □ حق □ اختيار □ شراء □ فهو □ بذلك □ قد □ قلل □ من □ مخاطر □ البيع □ على □ المكشوف □ طول □ مدة □ عقد □ الاختيار □.
 - 7- لا □ يتطلب □ الاستثمار □ في □ الخيارات □ مبالغ □ ضخمة □ مثل □ ما □ هو □ مطلوب □ للتعامل □ في □ الأسواق □ الحاضرة □.
 - 8- إن □ الخسارة □ القصوى □ التي □ يحققها □ ال □ شتر □ تك □ ن □ م □ روف □ مق □ ما □، □ فا □ ذ □ ما □ ان □ هت □ لاح □ ح □ ال □ راء □ أو □ لبيع □ دون □ التنفيذ □، □ فإن □ أقصى □ ما □ يمكن □ أن □ يخسره □ المشتري □ هو □ مبلغ □ المكافأة □.

1د. منير إبراهيم هندي " أساليب الاستثمار في الأوراق المالية " منشأة المعارف الإسكندرية 1999*ص605*

إن خيارات البيع و الشراء توفر رافعة مالية و ذلك من خلال تعظيم المكاسب مقارنة بالمعاملات الفورية التي تتطلب تسديد القيمة الكاملة.

المطلب الخامس: الاختلافات بين العقود المستقبلية و العقود الاختيارية

إن الاختلافات الأساسية بين العقود المستقبلية و عقود الاختيار تتمثل أساسا في الأطراف الداخلية في التعاقد، الالتزام أو الحق، ومبلغ المكافأة، فعقود الاختيار تنشأ نتيجة رغبة أحد الطرفين فأحد الأطراف يشتري حق الاختيار للتعامل في تاريخ لاحق و الطرف الآخر يبيع هذا الحق، كمالهم حق الاختيار بين البيع أو الشراء، أما عن تنفيذ العقد فالمشتري له الحق في القيام بالتعامل بينما المحرر ملزم عليه إنجاز التعامل إذا رغب المشتري في ذلك.

أما في حالة العقود المستقبلية فيقع عبء الالتزام بتنفيذ العقد على كلا الطرفين، كما أن مشتري العقد المستقبلي لا يدفع أي مبلغ للبائع من أجل الدخول في العقد، بينما مشتري الخيار يدفع مبلغ يعرف بالمكافأة أو العلاوة للبائع كثمن للخيار وتعويضا عن المخاطر التي يتحملها، وعليه فإن المكاسب و الخسائر ستختلف من عقد لآخر، ففي حالة العقود المستقبلية فإن مشتري العقد يحقق أرباحا كلما زاد السعر السوقي للأصل محل العقد، ويتعرض لخسائر كلما انخفض السعر السوقي للأصل محل العقد، و العكس لمن يبيع عقد مستقبلي، فتزيد أرباحه في حالة انخفاض السعر السوقي للأصل محل العقد كما يتعرض لخسائر كلما ارتفعت الأسعار السوقية.

ولكن ليس هو الحال في حالة عقود الاختيار، فأقصى ما يمكن أن يخسره مشتري الإختيار هو مبلغ المكافأة أو العلاوة، أما المكاسب المحققة تنخفض بقيمة هذه المكافأة، أما ما يكسبه المحرر أو البائع فهو ثمن الخيار أي المكافأة ولكن مقابل ذلك فهو يواجه مخاطرة غير محدودة.

وهذا الإختلاف يدفع المستثمر إلى استخدام العقود المستقبلية للتغطية ضد المخاطر المنتظمة أما العقود الاختيارية فالتغطية ضد المخاطر غير المنتظمة.⁽¹⁾

¹ - طارق حماد عبد العال "المشتقات المالية" مرجع سابق *ص 115.

المبحث الثاني: بعض التفصيلات عن حقوق الإختيار

هناك نوعان أساسيان لعقود الإختيار هما حق اختيار الشراء و الذي يعطي لحامله الحق في الشراء وحق اختيار البيع والذي يعطي لحامله الحق في البيع، في هذا المبحث سنحاول شرح كل نوع على حدى وإضافة إلى هذه الأنواع الرئيسية هناك أنواع أخرى من الخيارات والتي سنتطرق لها في هذا المبحث.

المطلب الأول: خيار الشراء: Calloption

إن كل مستثمر يود حماية استثماراته من مخاطر تقلبات الأسعار في كلتا الحالتين أي في حالة ما إذا كان يملكها (مثلا أوراق مالية) أو في حالة ما إذا كان يريد أن يملكها في المستقبل، فإذا أراد هذا المستثمر شراء أوراق مالية في المستقبل فإنه يخاف من ارتفاع القيمة السوقية لهذه الأوراق، فيلجأ في هذه الحالة إلى امتلاك حق اختيار الشراء يعطيه الحق في شراء هذه الأوراق المالية مستقبلا و بالسعر المتفق عليه الآن، و الذي يكون في غالب الأحيان عبارة عن السعر الجاري وقت الاتفاق أو قريب منه.

إذن فعقد الإختيار يتضمن طرفان، الطرف الأول وهو المشتري والذي له الحق في شراء الأوراق المالية من البائع أو محرر الإختيار وهو الطرف الثاني، وبهذا يضمن مشتري الحق حصوله على الأوراق المالية محل العقد من المحرر في تاريخ التنفيذ المتفق عليه و بالسعر المتفق عليه وبغض النظر عن التقلبات التي تحدث في الأسعار، ولكن المحرر معرض للمخاطر ولهذا يدفع له مبلغ يعرف بالمكافأة أو العلاوة غير قابل للرد من المشتري، فهو بمثابة ثمن الإختيار بما أن هذا الأخير لا يلزم بالتنفيذ.

ولتفهم جيدا خيار الشراء، وكيف يتم التعامل به، سنتطرق إلى المثال التالي من أجل التوضيح.

مثال:

نفترض أن مستثمرا ما يريد شراء أسهم شركة معينة مستقبلا مثلا شهر جوان القادم، ولكن تتوفر لديه معلومات تقول أن أسعار الأسهم سترتفع عن السعر الحالي لها والذي يقدر ب 200 جنيه فلكي يحمي المستثمر نفسه من هذه المخاطر يقوم بالتعاقد مع شخص آخر يكون مستعدا أن يبيع هذه الأسهم في شهر جوان القادم وبنفس السعر الجاري اليوم أي 200 جنيه، ولكن مقابل مكافأة نقدر بـ 8 جنيه على كل سهم، فالشخص الذي يريد الشراء هو المشتري والشخص الثاني هو المحرر أو البائع، فالسؤال المطروح هنا، ماذا يحصل في حالة ارتفاع الأسعار عن السعر المتفق عليه، وفي حالة انخفاض

الأسعار عن السعر المتفق عليه؟ وماذا يجني كل من الطرفين في كلتا الحالتين، وما هي الخسائر أيضا؟

الحالة الأولى:

ارتفاع سعر السهم إلى 220 جنيه، قد نتساءل ماذا يحصل؟ في هذه الحالة كانت المعلومات المتوفرة لدى المشتري دقيقة، وبالتالي سيستفيد من حق الاختيار الذي اشتراه، وعليه سينفذ العقد، محققا بذلك أرباحا مخصوما منها قيمة المكافأة التي دفعها وتمثل أرباحه فيما يلي: (1)

$$\begin{aligned} \text{قيمة اختيار الشراء} &= \text{السعر السوقي} - \text{سعر التنفيذ.} \\ &= 220 - 200 = 20 \text{ جنيه. ونلاحظ أنها موجبة.} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{أما أرباح المستثمر} &= \text{قيمة الإختيار} - \text{المكافأة.} \\ &= 20 - 8 = 12 \text{ جنيه.} \end{aligned}$$

وعليه المشتري قد حقق أرباحا تقدر بـ 12 جنيه عن كل سهم، وتزيد هذه الأرباح كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم.

أما محرر الإختيار فموقفه يتوقف على موقف المشتري، وبما أن المشتري قرر التنفيذ فعلى المحرر أن ينفذ العقد، أي يبيع الأسهم بـ 200 جنيه، هذا إذا كان يملكها، وإذا كان لا يملك هذه الأسهم، فيجب عليه أن يشتريها من السوق لبيعها بـ 200 جنيه وعليه تكون خسارته متمثلة في:

$$\begin{aligned} \text{خسائر المحرر} &= (\text{سعر التنفيذ} + \text{المكافأة}) - \text{السعر السوقي} \\ &= 220 - (8 + 200) = \end{aligned}$$

$$\text{خسائر المحرر} = -12 \text{ جنيه.}$$

فالمحرر يخسر 12 جنيه عن كل سهم ولكن نلاحظ أنها تعادل أرباح المشتري.

الحالة الثانية:

إنخفاض السعر إلى 190 جنيه، قد نتساءل ماذا يحدث؟

في هذه الحالة المعلومات المتوفرة لدى المشتري ليست دقيقة، وبما أن عقد الإختيار لا يلزم بالتنفيذ فليس من مصلحة المشتري تنفيذ العقد، وعليه لا ينفذ العقد، وإذا أردنا حساب قيمة الإختيار في هذه الحالة فهو كالتالي: (2)

1- د. منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في مجال الاستثمار" منشأة المعارف 1999 ص*574.
2- د. منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في مجال الاستثمار" مرجع سابق ص*574.

قيمة حق الإختيار = (السعر السوقي - سعر التنفيذ)

$$200 - 190 =$$

$$= 0 \text{ جنيه}$$

فلاحظ أن قيمة حق الإختيار لا تكون سالبة.

ففي هذه الحالة يفضل المشتري شراء الأسهم من السوق مباشرة مقابل خسارته مبلغ المكافأة.
خسائر المشتري = $0 - 8 = -8$. وتتمثل في قيمة المكافأة.

أما المحرر فأرباحه تتمثل في قيمة المكافأة أي 8 جنيه وهي كالتالي:

أرباح المحرر = (سعر التنفيذ - المكافأة) - سعر التنفيذ.

$$= (200 + 8) - 200 = 8 \text{ جنيه.}$$

ولفهم جيدا كيفية عمل هذه الخيارات سنقوم بافتراض مستويات مختلفة للأسعار ونحسب مقابل كل سعر أرباح وخسائر كل من المشتري و المحرر، وهذا ما بينه الجدول (1-4) التالي :

الجدول (1-4): أرباح وخسائر المشتري عند مستويات مختلفة من الأسعار السوقية (خيار الشراء)

أرباح وخسائر المحرر	أرباح وخسائر المشتري	قرار التنفيذ	قيمة اختيار الشراء السعر السوقي - سعر التنفيذ	المكافأة	السعر السوقي	سعر التنفيذ
-208 28 =180	8--8-0	عدم التنفيذ	(- 20) صفر	8	180	200
-208 48 =160	8--8-0	عدم التنفيذ	(- 40) صفر	8	160	200
-208 68=140	8--8-0	عدم التنفيذ	صفر	8	140	200
-208 16 =192	8--8-0	عدم التنفيذ	صفر	8	192	200
-208 8 =200	8--8-0	التنفيذ أو عدمه نفس الشيء	صفر	8	200	200
-208 0 =208	0=8-8	التنفيذ	8	8	208	200
-208 7- =215	7=8-15	التنفيذ	15	8	215	200
-208 =230 22-	22=8-30	التنفيذ	30	8	230	200
-208 =260 52-	52=8-60	التنفيذ	60	8	260	200

المصدر: محمد صالح الخناوي / إبراهيم سلطان / جلال العبد "تحليل و تقييم الأوراق المالية" الدار الجامعية 2002* ص23*

- من خلال الجدول (1-4) نستنتج أن، كلما ارتفع السعر السوقي عن سعر التنفيذ فإن المستثمر يحقق أرباحاً أما عندما ينخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ فإن المشتري يتعرض لخسائر ولكنها محدودة بمبلغ المكافأة في هذه الحالة يطلق على حق الإختيار بـ: **حق اختيار الربح In the money option**.

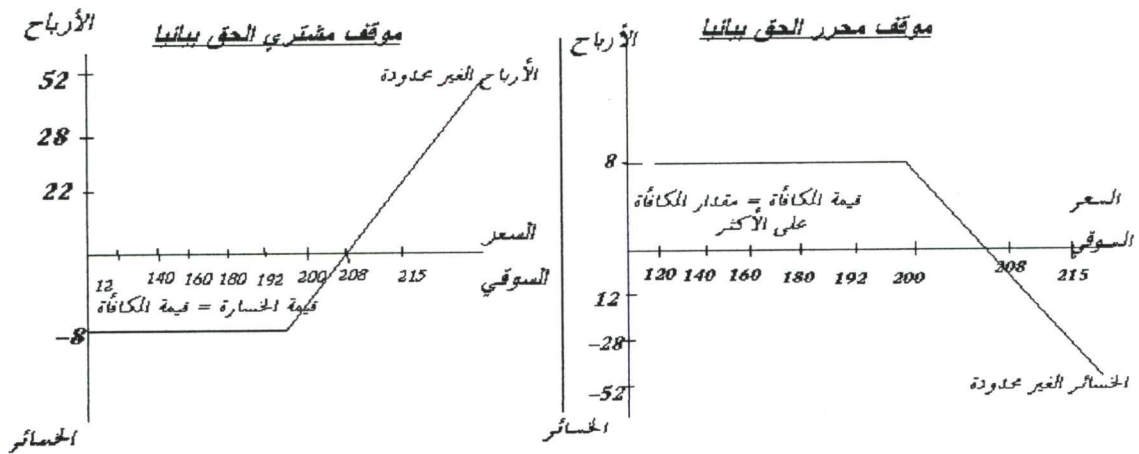
- عندما ينخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ فإن المشتري يقرر عدم تنفيذ العقد، فيحقق محرر الحق ربح يتمثل في قيمة المكافأة، أما إذا ارتفع السعر السوقي عن سعر التنفيذ فإنه يتحمل خسائر غير محدودة ويطلق عليه في هذه الحالة حق اختيار غير مربح **Out of the money option**.

- عندما يرتفع السوقي عن سعر التنفيذ بمقدار المكافأة فان لا المشتري و لا المحرر يحققان أية أرباح فيطلق على خيار الشراء في هذه الحالة، خيار شراء متكافئ أو متعادل، **with the money option**.

- نستنتج من كل هذا وجود علاقة طردية بين السعر السوقي للسهم و أرباح المشتري، وعلاقة عكسية بين السعر السوقي وخسائر محرر الحق.

ويمكن تمثيل موقف كل من المحرر و المشتري بيانيا كما يلي:

شكل (1-4): موقف مشتري ومحرر حق اختيار الشراء بيانيا



المطلب الثاني: خيار البيع put option

إن اختيار البيع يمكن المستثمر من حماية استثماره ضد التقلبات السعرية، فالمستثمر الذي يود أن يبيع أوراقا مالية مثلا تكون بحوزته يخاف من انخفاض الأسعار مستقبلا، فبفضل هذا الحق يضمن المستثمر (البائع) أن يقوم ببيع أوراق مالية في وقت لاحق وبنفس السعر المتفق عليه الآن بغض النظر عن التقلبات في الأسعار مقابل دائما مكافأة يدفعها المشتري للمحرر والتي تعبر عن ثمن تحمل المخاطر في حالة انخفاض السعر السوقي عن سعر التنفيذ، وسنوضح كيفية عمل خيارات البيع من خلال المثال التالي:

مثال:

نفترض أن مستثمر ما يريد بيع أسهم في المستقبل وليكن في شهر جوان القادم، ولكن تتوفر لديه معلومات بأن أسعار الأسهم ستتناقص عن السعر الجاري وهو 200 جنيه، فيقوم بالتعاقد مع شخص آخر مستعد لشراء هذه الأسهم في شهر جوان القادم وذلك بالسعر السائد في السوق اليوم أي 200 جنيه، وهذا نظير مكافأة تقدر بـ 8 جنيه عن كل سهم، وعليه ماذا سيحصل في حالتي ارتفاع وانخفاض السعر السوقي عن سعر التنفيذ؟ وماذا يجني كل من المشتري والمحرر؟

الحالة الأولى:

إنخفاض السعر السوقي إلى 190 جنيه.

في هذه الحالة إن المعلومات المتوفرة لدى المشتري كانت دقيقة وبالتالي سينفذ العقد وتكون أرباحه كالتالي: (1)

قيمة اختيار البيع = سعر التنفيذ - السعر السوقي

$$= 200 - 190 = 10 \text{ جنيه}$$

أرباح المشتري = قيمة الحق - المكافأة

$$= 10 - 8 = 2 \text{ جنيه. وهو ربح المشتري عن كل سهم}$$

ومحرر الحق قراره يصاحب دائما قرار المشتري فتكون خسارته كالتالي:

خسائر المحرر = (السعر السوقي + المكافأة) - سعر التنفيذ

$$= (8+190) - 200 = -2 \text{ جنيه. وهي تعادل تماما أرباح المشتري}$$

¹ - منير إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق * ص 64.

الحالة الثانية:

إرتفاع السعر إلى 220 جنيه.

وفي هذه الحالة لم تكن المعلومات المتوفرة لدى المشتري دقيقة، وبالتالي لن ينفذ الحق وتكون قيمة

الإختيار في هذه الحالة كالتالي:

$$\text{قيمة اختيار البيع} = 200 - 220 = 0$$

خسائر المشتري = $0 - 8 = -8$. مبلغ المكافأة.

أما المحرر فيربح قيمة المكافأة.

$$\text{أرباح المحرر} = (200 + 8) - 200 = 8 \text{ جنيه. عن كل سهم.}$$

ونلاحظ أن خسائر مشتري حق اختيار البيع تعادل تماما أرباح المحرر ولهذا يطلق على المتعاملين في

حقوق اختيار اسم لاعبوا الكرة بمجموع صفري **Ziro-Sum Game**.

ولتفهم جيدا خيارات البيع سنفترض أيضا مستويات مختلفة للأسعار السوقية وتحسب مقابل كل سعر

الأرباح والخسائر لكل من المشتري و المحرر.

الجدول (2-4): أرباح و خسائر المشتري و المحرر عند مستويات مختلفة من الأسعار السوقية
(خيار البيع)

أرباح وخسائر المحرر	أرباح وخسائر المشتري	قرار التنفيذ	قيمة اختيار البيع	المكافأة	السعر السوقي	سعر التنفيذ
$-(8+180)$ $- =200$ 12	$12=8-20$	تنفيذ	$20 =180-200$	8	180	200
$-(8+180)$ $32=-200$	$32=8-40$	تنفيذ	40	8	160	200
$-(8+140)$ $52=-200$	$52=8-60$	تنفيذ	60	8	140	200
$-(8+192)$ $0=200$	$0=8-8$	التنفيذ أو عدمه نفس الشيء	8	8	192	200
$-(8+200)$ $8=200$	$8=-8-0$	عدم التنفيذ	0	8	200	200
$-(8+200)$ $8=200$	$8=-8-0$	عدم التنفيذ	0	8	208	200
$-(8+200)$ $8=200$	$8=-8-0$	عدم التنفيذ	0	8	215	200
$-(8+200)$ $8=200$	$8=-8-0$	عدم التنفيذ	0	8	230	200
$-(8+200)$ $8=200$	$8=-8-0$	عدم التنفيذ	0	8	260	200

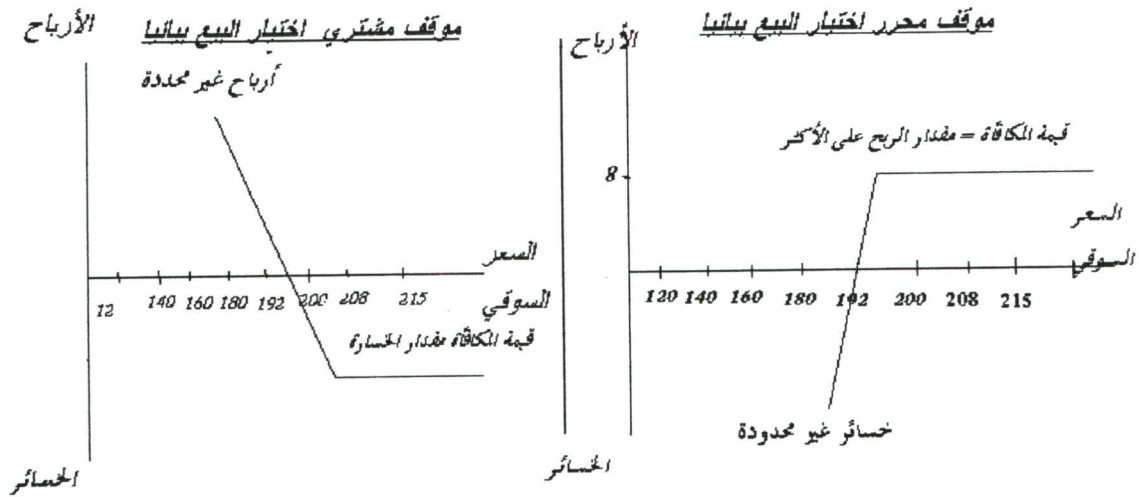
المصدر: محمد صالح الحناوي "تحليل و تقييم الأسهم و السندات" مرجع سابق *ص344*

- من خلال الجدول (2-4) نستنتج أنه: بارتفاع السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ يحقق المشتري "مشتري حق خيار البيع" خسائر، ولكنها لا تزيد عن قيمة المكافأة، ولكن عند انخفاض السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ فإن المشتري يحقق أرباح غير محدودة، فيطلق على حق الاختيار في هذه الحالة بالاختيار المربح.

- ولكن بالمقابل إذا ارتفع السعر السوقي عن سعر التنفيذ سوف يحقق المحرر أرباحا ولكنها محدودة بقيمة المكافأة، أما إذا انخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ فيتحمل المحرر خسائر غير محدودة، ويطلق عليه في هذه الحالة بالاختيار غير المربح.

- أما إذا انخفض سعر السهم السوقي عن سعر التنفيذ بقيمة المكافأة فلا يحقق لا المشتري ولا المحرر أرباحا ولا خسائر، ويكون تنفيذ العقد كعدمه، ويطلق عليه في هذه الحالة بالاختيار المتعادل. و عليه توجد علاقة عكسية بين السعر السوقي للسهم و أرباح مشتري حق اختيار البيع. ويمكن تمثيل كل من موقف مشتري الحق و المحرر بيانيا كالتالي:

الشكل (2-4):موقف محرر و مشتري حق اختيار البيع بيانيا



وفي الأخير يمكن تلخيص كل من المشتري و المحرر في حالتى اختيار البيع و الشراء أى فيما يخص قرار التنفيذ كما يلي:

جدول (4-3): ملخص لقرار المشتري و المحرر

حق اختيار البيع	حق اختيار الشراء	
المشتري لا ينفذ وخسائره محدودة بقيمة المكافأة. المحرر يحقق أرباحا تتمثل في قيمة المكافأة.	ينفذ المشتري العقد وتكون أرباحه غير محدودة. المحرر تكون خسائره غير محدودة	1) إذا كان: السعر السوقي < سعر التنفيذ
المشتري ينفذ العقد وأرباحه غير محدودة. المحرر خسائره غير محدودة.	المشتري لا ينفذ العقد وخسائره محدودة بقيمة المكافأة. المحرر يحقق أرباحا تتمثل في قيمة المكافأة.	2) إذا كان: السعر السوقي > سعر التنفيذ

مصدره: طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية" مرجع سابق *ص 42*.

من خلال التطرق لكل من خيار الشراء و البيع لاحظنا أن أرباح المشتري مضمونة في اختيار الشراء عندما يكون السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ، وفي حالة اختيار البيع تكون أرباحه مضمونة عندما يكون السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ، ولكن هناك عوامل تؤثر على هذه الأرباح أو بالأحرى تقلص من قيمتها، هذه العوامل تتمثل في كل من: (1)

1- تكلفة المعاملات:

إن تكلفة المعاملات تعبر عن العمولة التي تدفع للسمسار مقابل قيامه بعمليات البيع والشراء، في تحليلنا السابق تجاهلنا تكلفة المعاملات، لكن ماذا لو وجدت هذه المعاملات، أي ما هو تأثيرها على الأرباح وخسائر المشتري؟. نفس المثال السابق، وبافتراض وجود عمولة تقدر ب 12% من قيمة الصفقة والتي بالطبع يدفعها المشتري وليس المحرر.

*p111 Dunod 2002 « bourse et marchés financiers » Paul-jacques lehman - 1

ففي حالة انخفاض السعر السوقي عن سعر التنفيذ (في حالة اختبار الشراء) وبالتالي عدم تحقق توقعات المشتري، وعليه لا ينفذ العقد، وبذلك تكون خسائره ممثلة في قيمة المكافأة فقط، ولكن بوجود العمولة فإن خسائره ستزيد وتتمثل في : 8 جنيه

$$24 + (12 \times 20\%)$$

32 جنيه

ولكن في حالة ارتفاع السعر السوقي إلى 220 جنيه فإن المشتري سينفذ العقد، ويحقق من وراء ذلك أرباح تقدر ب 20 جنيه مخصوما منها قيمة المكافأة و العمولة أي (8 + 12 = 20 جنيه). وبهذا لن يكسب المشتري شيئا كما لم يربح شيئا، وبهذا يتبين أن تأثير العمولة على أرباح المشتري تكون سلبا، أما المحرر فتبقى خسائره كما هي وكذا أرباحه.

2- الضرائب:

إن الضرائب هي الأخرى لها تأثير على الأرباح التي يحققها المستثمر، فالضريبة على الدخل ستحمل المستثمر أعباء من جراء استثماره في حقوق الإختيار، فنفرض أن الضريبة تمثل 20% من الدخل.

ففي اختيار البيع في حالة انخفاض السعر إلى 160 جنيه فإن أرباح المشتري تتمثل فيما يلي:
الأرباح = 32 جنيه.
العمولة = - 12

20 جنيه وهو يمثل الربح قبل الضريبة

أما بعد دفع الضريبة فسيصبح كالتالي:

20 جنيه - 4 جنيه (20% x 20) = 16 جنيه وهو صافي الدخل بعد الضريبة.

3- الشراء الهامشي:

يقصد بعملية الشراء الهامشي اقتراض مبلغ لشراء عدد من الأوراق المالية والتي يتوقع

المستثمر أن ترفع سعرها مستقبلا ليقوم ببيعها مستقبلا محققا بذلك ربحا.⁽¹⁾

لنفترض أن مستثمر قام بعملية شراء هامشي بعدد من السندات بسعر 100 جنيه، وعدد السندات هو 100 سند فتكون بذلك قيمة الصفقة (100 x 100 = 1000). ولذلك قام باقتراض مبلغ 5000 جنيه بمعدل 10% وطالما أنه غير متأكد من تقلبات الأسعار حيث يراوضه بعض الشك بانخفاضها في

¹ - محمد صالح الحناوي/ نهال فريد مصطفى/ جلال العبد "الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق *ص 347.

المستقبل فيقوم بشراء حق اختيار بيع مقابل دفع مكافأة 7 جنيه للسند، وسنبين كيف تتأثر أرباح المستثمر بعملية الشراء الهامشي في كلتا الحالتين أي في حالة ارتفاع السعر وفي حالة انخفاضه.

1- ارتفاع السعر إلى 120 جنيه:

إن توقعات أو شكوك المستثمر لم تصدق و بالتالي لا ينفذ العقد، وبهذا يكون قد خسر فقط مبلغ المكافأة ولكنه سيقوم ببيع هذه الأسهم في السوق بسعر 120 جنيه، ويحقق من جراء ذلك ربح يقدر بـ :

$$200 \times 100 = 20000 \text{ جنيه}$$

ولكنه دفع مكافأة : 700 جنيه

كما عليه أن يدفع فوائد : 500 جنيه (5000 x 10%)

800 جنيه

2- حالة انخفاض السعر إلى 90 جنيه:

وهذا ما سيؤدي بالمستثمر إلى تنفيذ حق اختيار البيع، ولكنه يتحمل خسائر تتمثل في قيمة المكافأة وقيمة الفوائد، وهي:

$$700 + 500 = 1200 \text{ جنيه.}$$

إذن لو لا يتم بعملية الشراء الهامشي لكان سيتكبد خسائر أقل تتمثل في قيمة المكافأة فقط.

3- البيع على المكشوف:

يقصد بعملية البيع على المكشوف بيع أوراق مالية مثلا ولكنها لا تكون ملك المستثمر، حيث يقوم باقتراضها لمدة قصيرة ثم يردّها، والسبب في ذلك هو أنه لدى المستثمر توقعات بأن سعر هذه الأوراق سينخفض في المستقبل، فهو يقترض هذه الأوراق لبيعها، ثم عند انخفاض سعرها يقوم بشرائها وردّها وبهذا يحقق ربح يتمثل في الفرق بين ثمن الشراء و ثمن البيع.

نفترض أن مستثمر ما يتوقع انخفاض أسعار أسهم إحدى الشركات، فيقوم بعملية بيع على المكشوف لـ 100 سهم من أحد السماسرة مقابل عمولة قدرها 3 جنيه عن كل سهم، ولكن المستثمر يريد التحوط ضد ارتفاع الأسعار فيقوم بإبرام عقد اختيار شراء لـ 100 سهم مقابل مكافأة 5 جنيه عن كل سهم سوف نبين ماذا سيحدث في حالة ارتفاع وانخفاض الأسعار.

1- حالة انخفاض سعر السهم من 100 إلى 90 جنيه:

في هذه الحالة يقوم المستثمر بشراء هذه الأسهم من السوق بمبلغ (90 x 100) = 9000 جنيه، و يقوم بردها للسماسر ويحصل على 1000 جنيه ربح (9000-10000) ولكن بما انه دفع عمولة (3x100) = 300 جنيه فإن ربحه الصافي يقدر بـ (300-100) = 700 جنيه.

أما في حالة ما يخص اختيار الشراء فلا ينفذه في هذه الحالة ويخسر بذلك مبلغ المكافأة 500 جنيه وعليه فإن صافي الربح يبلغ 200 جنيه (500-700).

2- ارتفاع سعر السهم إلى 120 جنيه:

في هذه الحالة المستثمر مضطر لشراء الأسهم المتعلقة بعملية البيع على المكشوف بمبلغ $12000 = (100 \times 120)$ وردها للسهم وسيتحمل خسارة قدرها 2300 (200 خسارة الأسهم + 300 عمولة سمسة).

أما فيما يخص حق اختيار الشراء فسينفذه وبالتالي حصوله على 100 سهم نظير دفع مبلغ 10000 جنيه و تسليمها للسهم و تنحصر خسائره في كل من:
(300 عمولة سمسة + 500 مكافأة) = 800 جنيه .

وعليه خسائره كان من الممكن أن تزيد لو لم يتم إبرام اختيار الشراء.
إذن من خلال النتائج السابقة من المفترض تسهيل الخطوات الأولى لاستعمال هذه الأدوات المالية الحديثة وذلك بالتقليل من العمولات وكذا مبلغ الضريبة.
مما سبق نستنتج أن:

- خيار الشراء وخيار البيع يكونا نتيجة احتمالات وتوقعات كل من مشتري العقد والبائع في ما يخص الأسعار والتي تكون متعارضة فنجد أن:

مشتري خيار الشراء تكون توقعاته متمثلة في ارتفاع الأسعار مستقبلا، أما بائع خيار الشراء تكون توقعاته عكس مشتري إختيار الشراء حيث يتوقع انخفاض الأسعار في المستقبل هذا بالنسبة لخيار الشراء أما فيما يخص خيار البيع، فمشتري خيار البيع تكون توقعاته متمثلة في انخفاض الأسعار بينما البائع فيتوقع ارتفاعها، وهو عكس المشتري.

مثال:

نفترض أن شخص قد اشترى اختيار الشراء بتاريخ تنفيذ شهر ماي القادم، وبسعر تنفيذ 50 جنيه، ويدفع مقابل ذلك مكافأة تقدر بـ 7 جنيه، مع العلم أن هذا الخيار يضم 100 سهم، دون أن ننسى العمولات التي يدفعها هذا الشخص إضافة إلى المكافأة.

- إن لهذا المشتري عدة طرق للتصرف في هذا الخيار والتي تكون على أساس التغيرات في الأسعار
تميز من بين هذه الطرق ثلاثة و التي تتمثل في:

أولاً: حالة انخفاض الأسعار عن سعر التنفيذ وبالتالي عدم تنفيذ العقد.

ثانياً: حالة ارتفاع الأسعار عن سعر التنفيذ وبالتالي تنفيذ العقد.

ثالثاً: حالة ارتفاع الأسعار المتزايد وإمكانية بيع هذا الخيار وتحقيق ربح.

1- الحالة الأولى:

إذا انخفضت الأسعار لحظة التنفيذ ولنفترض أنها وصلت إلى 49 جنيه فإن توقعات المشتري لم تصدق ، وبما انه غير ملزم بالتنفيذ فلا ينفذه، لأنه بإمكانه شراء هذه الأسهم مباشرة من السوق بسعر 49 جنيه بدلا من 50 جنيه، وبهذا تكون خسائره متمثلة في كل من المكافأة والعمولات.

2- الحالة الثانية:

في هذه الحالة توقعات المستثمر قد تحققت، وبالفعل ارتفعت الأسعار ولتكن 55 جنيه، إذن هنا يكون من المفيد تنفيذ العقد، ويحقق بذلك ربح يقدر بالفرق ما بين السعر السوقي وسعر التنفيذ ولكن مطروحا منه قيمة المكافأة و العمولات.

3- الحالة الثالثة:

وفي هذه الحالة يزيد ارتفاع الأسهم في السوق مما يؤدي إلى زيادة ارتفاع الأسعار خيارات الشراء فيمكن للمستثمر هنا أن يبيع هذا الخيار في السوق بسهولة، مثلا قد يبيعه لشخص آخر يرغب في المضاربة.
أما فيما يخص خيار البيع فنفس الشيء ولكن الإختلاف يكون في توقعات كل من البائع و المشتري في ما يخص الأسعار.

المطلب الثالث: الضمانات « les warrant »

هذه الضمانات هي عبارة عن حقوق اختيار تصدرها بعض المؤسسات على أسهمها، فحاملها يكون له الحق في شراء أسهم هذه الشركة بسعر محدد وبتاريخ محدد، كما للمؤسسة الحق في تغيير هذا السعر وهذا التاريخ.(1)

إذن نلاحظ أن هذه الضمانات تشبه إلى حد ما الخيارات مع وجود بعض الإختلافات الطفيفة و المتمثلة في ما يلي:(2)

- إن تاريخ تنفيذ هذه الضمانات يكون أطول مقارنة بالخيارات العادية وقد يمتد إلى عدة سنوات وقد تكون هذه الضمانات أبدية.

-إن الضمانات تصدرها مؤسسة معينة بينها الخيارات يحررها طرف ليس له علاقة بالمؤسسة.

- إن تنفيذ هذه الضمانات ينشأ عنها موارد مالية إضافية بالنسبة للمؤسسة، أما تنفيذ الإختيار فليس له علاقة بموارد المؤسسة.

¹ د. منير إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق *ص 655.

² د. منير إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق *ص 655.

- إن شروط عقد الإختيار تظل ثابتة طول المدة المنقضية ما بين تاريخ الإتفاق وتاريخ التنفيذ، أما الضمانات فيمكن للمؤسسة تغيير الشروط في أي وقت وذلك لدفع المستثمر تنفيذ العقد في أقرب وقت.
- إن مشتري الإختيار يدفع مكافأة وله الحق في شراء أسهم أو سندات أو عملات... الخ أما حامل الضمانات فلا يدفع مكافأة وله الحق في شراء أسهم عادية فقط.
- لماذا تصدر المؤسسة مثل هذه الضمانات ؟

تصدر المؤسسة هذا النوع من الإختيار وذلك لتحفيز المستثمرين لشراء الأوراق المالية المصاحبة للضمان، كما تتوفر لها هذه الضمانات الموارد المالية المطلوبة.

فإذا حققت المؤسسة نموا سوف ترتفع القيمة السوقية للسهم المصاحب للضمان، وهذا ما يؤدي إلى استخدام المستثمرين هذه الضمانات لشراء الأسهم وبذلك فهم يوفرون الأموال اللازمة للمؤسسة.

وإذا لم ترتفع القيمة السوقية للسهم وكانت المؤسسة بحاجة ملحة لهذه الموارد المالية فيمكنها الحصول عليها بطرق متعددة، كأن يقوم برقع مستوى التوزيعات على الأسهم محل الضمان، لأن الضمان في حد ذاته لا يعطي الحق في الحصول على توزيعات، أو كأن تصدر قرار برفع سعر التنفيذ وهذا ما يؤدي بالمستثمرين إلى الإسراع لتنفيذ هذه الضمانات، وبالتالي حصولها على الموارد المالية اللازمة.

- أما بالنسبة للمستثمر فهذه الضمانات تمكنه من شراء أسهم في المستقبل وذلك باستثمار مبلغ صغير، كما تحقق له الحماية والتحوط ضد تقلبات الأسعار في المستقبل.

إضافة إلى هذه الأنواع الرئيسية للخيارات هناك نوع آخر من الخيارات ولكنها تختلف نوعا ما عن الخيارات العادية وهي تعرف بالخيارات الحقيقية.

الخيارات الحقيقية Option réel

يستعمل إسم الخيارات الحقيقية لتمييزها عن الخيارات العادية التي يكون فيها الأصل المالي عبارة عن أوراق مالية، أسهم أو سندات، عملات، مؤشرات... الخ فهي خيارات لا تتداول في الأسواق المالية لأنها خاصة بالمشاريع الإستثمارية، فالأصل محل الإختيار عبارة عن مشروع إستثماري، ولكنها تشبه الخيارات العادية فيما يخص الحق وليس الإلزام وأيضا الحق في الشراء (اختيار الشراء) و البيع (اختيار البيع).⁽¹⁾

المطلب الرابع: قيمة الإختيار

1- القيمة الذاتية:

من خلال الأنواع الخاصة بالخيارات وخاصة من حيث الربحية، فهناك خيارات مربحة، وأخرى غير مربحة والمتعادلة أو المتكافئة.

¹ - Michel fleuriat-yves simon « bourses et marchés financières » ref. op.cit *p 139*

فالخيارات المربحة في حالة خيار الشراء تكون عندما يكون السعر السوقي للأصل محل العقد أكبر من سعر التنفيذ أي السعر المتفق عليه، أما الخيارات غير المربحة فهي لما يكون السعر السوقي للأصل محل العقد أقل من سعر التنفيذ.

أما في حالة خيار البيع فيكون العكس أي الخيار المربح لما يكون السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ، وغير المربح لما يكون السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ.

إن هذه العلاقة بين السعر السوقي للأصل محل العقد والسعر المتفق عليه تحدد لنا قيمة الإختيار والتي تسمى بالقيمة الذاتية.

فالقيمة الذاتية للإختيار هي عبارة عن الفرق ما بين السعر السوقي أو الجاري للأصل محل العقد وسعر التنفيذ ومن السهل حساب هذه القيمة بما أنها تحدد بعاملين معروفين وهي موجبة أو مساوية للصفر ولا يمكن أن تكون سالبة.⁽¹⁾

ففي حالة الإختيار المربح تكون القيمة الذاتية عبارة عن الفرق ما بين السعرين أما في حالة الخيار الغير مربح فتكون القيمة الذاتية مساوية للصفر فهي تعكس الربح الممكن تحقيقه عن تنفيذ الإختيار.

مثال:

إذا كان سعر السهم في السوق يقدر بـ 27 \$ وخيار شراء للسهم بتاريخ تنفيذ شهر نوفمبر القادم بسعر تنفيذ 25 \$ نستنتج أن هذا الخيار مربح وبالتالي له قيمة ذاتية تقدر بـ 2 \$ (27-25). ونفس الشيء بالنسبة لخيارات البيع، فتكون لها قيمة ذاتية إذا كانت مربحة وتكون هذه القيمة مساوية للصفر في ما إذا كانت غير مربحة.

وسيبين الجدول (4-4) التالي القيمة الذاتية لخيار البيع و الشراء.

¹ - bertrand jascquillat / Bruno solnik « marchés et financiers » dunod 2002* p 283*.

الجدول (4-4): القيمة الذاتية للاختيار

الجدول (4-4): القيمة الذاتية للاختيار	السعر السوقي < سعر التنفيذ	السعر السوقي = سعر التنفيذ	السعر السوقي > سعر التنفيذ
نوع الخيار	مربح	متعادل	غير مربح
الخيار الشراء	موجبة	صفر	صفر
القيمة الذاتية	غير مربح	متعادل	مربح
خيار البيع	صفر	صفر	صفر
القيمة الذاتية	صفر	صفر	صفر

المصدر: * p 110 ref .op. cit * Paul-jacques lehman « bourses et marchés financiers »

من خلال هذا الجدول نلاحظ أنه كلما كانت الخيارات مربحة كلما وجدت القيمة الذاتية.

2- القيمة الزمنية:

إن القيمة الذاتية تتمثل في قيمة الاختيار إذا تم تنفيذه. وذلك على أساس التقلبات السعرية التي تكون في بعض الأحيان لصالح المشتري سواء في اختيار الشراء أو اختيار البيع وفي أحيان أخرى لا تكون لصالحه. إضافة إلى هذه القيمة هناك قيمة أخرى تتمثل في القيمة السوقية و التي تتمثل في قيمة المكافأة التي يدفعها المشتري للمحرر. ولكن إذا ما أراد المشتري التخلص من هذا الاختيار فيقوم ببيعه في السوق. فقد تختلف قيمته السوقية عن قيمة المكافأة إما بالزيادة أو بالنقصان.

فالفرق بين القيمة السوقية للاختيار و القيمة الذاتية يعرف باسم القيمة الزمنية وتكون موجبة وعليه لا يمكن أن تكون القيمة الذاتية أكبر من القيمة السوقية.

إن القيمة الزمنية هي الفرق بين قيمة المكافأة و القيمة الذاتية للاختيار. فإذا كان من المفيد تنفيذ اختيار ما بما أنه يحقق أرباح مفيدة فإنه بالطبع سيكون سعره أكبر من قيمته الذاتية. فهذا الفرق يمثل القيمة الزمنية أو ما يعرف أيضا بقيمة المضاربة. و تكون موجبة و كما اقترب تاريخ التنفيذ. كلما اتجهت القيمة الزمنية إلى الصفر.⁽¹⁾

لأنه إذا كانت المكافأة اقل من القيمة الذاتية سيقوم المراجحون بشراء الخيارات وتنفيذها وبالتالي تحقق أرباح دون مخاطرة.

¹ - René Thomas /Christian de boissieu « Finance international et marchés de gré a gré » economica 1997* p 303*.

مثال:

إذا كان سعر السهم السوقي يقدر بـ 5700 جنيه، وخيار شراء للسهم بسعر تنفيذ 5500 جنيه، ومبلغ المكافأة 450 جنيه فالقيمة الذاتية تقدر بـ 200 جنيه.
أما القيمة الزمنية = (سعر الاختيار أي المكافأة - القيمة الذاتية)
 $= 200 - 450 = 250$ جنيه.

وبهذا نستنتج أنه للمكافأة قيمتين قيمة ذاتية وأخرى زمنية، وإضافة إلى هاتين القيمتين اللتان تحدد قيمة الاختيار هناك عوامل أخرى.

3 - العوامل المحددة لقيمة الاختيار:

إن المكافأة هي المبلغ الذي يدفعه المشتري للمحرر سواء في اختيار البيع أو اختيار الشراء، فهي تمثل القيمة السوقية للاختيار عند طرحه للتداول أول مرة، ولكن يحق لمشتري الحق أن يعيد بيعه، فهذه القيمة للاختيار عند إعادة بيعه تتوقف على عدة عوامل و التي تتمثل في كل من: (1)
القيمة السوقية للأصل، سعر التنفيذ، تاريخ التنفيذ، التقلبات في أسعار الأصل، أسعار الفائدة، التوزيعات النقدية في حالة الأسهم.

1- القيمة السوقية للأصل:

إن تأثير القيمة السوقية على المكافأة إيجابي، وبشكل مباشر، كيف ذلك ؟
إن ارتفاع القيمة السوقية للأصل في السوق الحاضر يؤدي إلى ارتفاع سعر خيار الشراء بينما ينخفض سعر اختيار البيع.

وكما نعلم أن مشتري اختيار الشراء يحقق أرباح في حالة ارتفاع السعر السوقي عن سعر التنفيذ، ولكن مشتري اختيار البيع يحقق أرباح في الحالة العكسية أي في حالة انخفاض السعر السوقي عن سعر التنفيذ والعكس بالنسبة لحالة انخفاض الأسعار حيث يؤدي إلى انخفاض سعر اختيار الشراء وارتفاع سعر اختيار البيع ومن هذا نستخلص أن القيمة السوقية للأصل محل العقد هو الذي يؤثر على قيمة المكافأة، وذلك نظرا للمخاطرة التي يتحملها محرر الاختيار، فإذا كان السعر السوقي للأصل مرتفع فإن المخاطرة تكون أكبر من الأصل الذي يكون سعره السوقي منخفض، وخاصة إذا كان العقد يتضمن عدد معين من هذا الأصل. (2)

¹ - bertrand jascquillat / Bruno solnik « marchés et financiers » ref op.cit *p 283*.

² -catherine dagorn/ jean marie guigan « investir en bourse » cedex 1990*p102*

مثال:

لنفترض أن عقدين اختيار الشراء قد حررا على أصول مالية تصدرها مؤسستين، ولتكن المؤسسة (1) و المؤسسة (2) حيث سعر تنفيذ إختيار المؤسسة (1) هو \$ 30 وسعر تنفيذ المؤسسة (2) \$ 120.

وفي تاريخ التنفيذ ارتفع السعر السوقي للأصول محل العقد حيث وصل السعر بالنسبة للمؤسسة (1) إلى \$ 33 وبالنسبة للمؤسسة (2) إلى \$ 132.

ففي هذه الحالة سينفذ المشتري الخيار (1) و الخيار (2) ويحقق من وراء ذلك أرباح، أما المحرر فسيتعرض لخسائر التي ستغطيها قيمة المكافأة فعند هذا الحد تكون المكافأة التي يطلبها المحرر أكبر في حالة ارتفاع القيمة السوقية للأصل بشكل كبير محل الإختيار.

أما فيما يخص اختيار البيع عند انخفاض الأسعار السوقية فسيقوم المشتري بتنفيذ الحق محققا بذلك أرباح عكس المحرر الذي يتعرض لخسائر.

فإذا انخفضت أسعار أصول المؤسسة (1) إلى \$ 28,5، وأسعار أصول المؤسسة (2) إلى \$ 114 فإن خسائر المحرر من خلال تنفيذ إختيار المؤسسة (1) هي \$ 1,5 أما تنفيذ إختيار المؤسسة (2) فهي \$ 6 ومن هذا نستنتج أن خسائر المحرر تكون نتيجة تغير القيمة السوقية للأصل محل العقد، ولكن حسب هذا المثال خسائر المحرر من الإختيار (2) أكبر من خسائره من الإختيار (1) وعليه فإن المكافأة التي يطلبها المحرر على إختيار المنشأة (2) تكون أكبر من المكافأة على إختيار المؤسسة (1) وهذا لتعويضه عن الخسائر بما أن أرباحه تنحصر في قيمة المكافأة.

2- سعر التنفيذ:

لسعر التنفيذ أيضا تأثير على سعر الخيار، فعند سعر معين للسهم فإن خيار الشراء بسعر تنفيذ منخفض يكون أقل قيمة من خيار الشراء بسعر تنفيذ مرتفع.

أما بالنسبة لخيار البيع فعند سعر معين للسهم فإن خيار البيع بسعر تنفيذ مرتفع يكون أعلى قيمة من خيار بسعر تنفيذ منخفض.

فهذه العلاقة بين سعر السهم وسعر التنفيذ له تأثير على على قيمة المكافأة التي يتحصل عليها المحرر.⁽¹⁾

مثال:

إذا كان خيار شراء بسعر تنفيذ \$ 40 بينما السعر السوقي \$ 50، وخيار شراء آخر بسعر تنفيذ \$ 60 ومن هذا يكون سعر الإختيار الأول أكبر من سعر الإختيار الثاني.

فيمكن للمستثمر أن ينفذ الإختيار الأول بـ \$ 40 أي شراء الأصل المالي لـ \$ 40 وإعادة بيعه في السوق الحاضر بـ \$ 50 بينما لا يتوقع المشتري التنفيذ للإختيار الثاني.

¹ - catherine dagorn/ jean marie guigan « investir en bourse » ref op cit *p103*

وعلى هذا يمكن القول أنه كلما ارتفع سعر التنفيذ عن السعر السوقي للأصل محل العقد تنخفض قيمة المكافأة في حالة اختيار الشراء.

أما فيما يخص اختيار البيع فالعكس، حيث كلما ارتفع سعر التنفيذ عن السعر السوقي للأصل محل العقد كلما ارتفعت قيمة الإختيار و العكس صحيح.

3- تاريخ التنفيذ:

إذا كان لدينا خيارين لهما نفس سعر التنفيذ ولكن يختلفان من حيث تاريخ التنفيذ، فإن الإختيار الذي مدة تنفيذه أكبر تكون قيمته أعلى، كيف ذلك ؟

مثال:

إذا كان لدينا اختيار شراء بسعر تنفيذ \$ 50، بينما الأسعار السوقية تقدر بـ \$ 47 أما عن تاريخ التنفيذ فبعد ثلاثة أشهر من الآن.

ففي هذه الحالة لا يمكن تنفيذ الإختيار إلا في حالة ارتفاع الأسعار السوقية عن سعر التنفيذ، ولكن ما دام هناك وقت متبقي لحلول تاريخ التنفيذ فمن الممكن أن يتحقق ذلك وممكن لا.

- لنفترض أنه بعد مضي شهرين و أسبوع حيث لم يتبقى سوى ثلاثة أسابيع لم يرتفع السعر السوقي للسهم، فهل سيرتفع خلال ثلاثة أسابيع المتبقية ؟

الإجابة تكون بالنفي، وذلك لأن القيمة الزمنية للخيار تصبح مساوية للصفر عند تاريخ التنفيذ، وبما أنها عبارة عن الفرق ما بين سعر الخيار والقيمة الذاتية، فإن القيمة السوقية للخيار تزداد انخفاضا كلما اقتربنا من تاريخ التنفيذ ولهذا لا يمكن للسعر السوقي أن يرتفع خلال ثلاثة أسابيع المتبقية، وتؤكد القاعدة القائلة بأن الخيار الذي مدة تنفيذه أكبر تكون قيمته أعلى.

- في بعض الحالات لا يتم تنفيذ الإختيار الأمريكي قبل حلول تاريخ التنفيذ رغم أن هذا الإختيار يعطي الحق في التنفيذ طول مدة التنفيذ، وذلك طالما هناك فترة زمنية متبقية تفوق فيها القيمة السوقية القيمة الزمنية، وهذا مالا يؤدي بالمستثمر إلى تنفيذ العقد، وإنما بإمكانه بيعه في السوق، وعليه فإن الإختيار يمكن أن يباع ويشترى حتى آخر لحظة للتنفيذ.

4- تقلبات سعر الأصل:

إن تقلبات الأسعار الخاصة بالأصل المالي محل العقد هي أساس التأثير على قيمة المكافأة، فالارتفاع في الأسعار يحقق للمشتري في حالة خيار الشراء أرباحا هامة بينما للمحرر خسائر غير محدودة، ولهذا يكون مبلغ المكافأة الذي يطلبه المحرر أكبر.

أما الانخفاض في الأسعار يحقق للمشتري في حالة خيار البيع أرباحا هامة بينما للمحرر خسائر غير محدودة، ولهذا يكون مبلغ المكافأة أكبر وبهذا يتبين أن تقلبات الأسعار لها تأثير كبير على سعر الإختيار.

5- التوزيعات النقدية:

إذا قام شخص بشراء سهم مثلا ولكن بعد يوم أو يومين من قيام المنشأة المصدرة للسهم بتوزيع الأرباح على المساهمين، فإن قيمته السوقية تكون منخفضة مقارنة بما كانت عليه من قبل وبالتالي انخفاض احتمال تنفيذ اختيار الشراء في هذه الحالة، و بالتالي انخفاض سعر الإختيار (المكافأة). ولكن العكس في اختيار البيع، الذي يمكن للمستثمر أن يشتري السهم من السوق لإعادة بيعه بسعر التنفيذ وبالتالي تحقيق ربح.

6- سعر الفائدة:

إن تأثير سعر الفائدة على قيمة المكافأة إيجابي أيضا، فبارتفاع أسعار الفائدة تزيد مكافأة إختيار الشراء، أما مكافأة اختيار البيع فتكون صغيرة. والعكس إذا كانت أسعار الفائدة منخفضة فإن مكافأة اختيار الشراء تكون صغيرة أما مكافأة اختيار البيع تكون كبيرة، قد نتساءل كيف ذلك؟.

إن تفسير ارتفاع مكافأة اختيار الشراء عند ارتفاع أسعار الفائدة راجع لأن هذا الإرتفاع في أسعار الفائدة يشجع على تحرير اختيارات الشراء وبهذا تكون قيمة المكافأة مرتفعة، و إلا قام المستثمر ببيع هذه الأسهم في السوق.

فبارتفاع أسعار الفائدة يزيد الطلب على اختيارات الشراء وبالتالي ارتفاع سعرها (المكافأة). أما تفسير انخفاض مكافأة اختيار البيع عند ارتفاع أسعار الفائدة، يكون راجع للإرتفاع في مستوى الأسعار الذي لا يشجع على تحرير اختيار البيع و بالتالي الإستثمار مباشرة في السوق الحاضر، فيزيد عرض اختيارات البيع عن الطلب عليها مما يؤدي إلى انخفاض سعرها. ويمكن تلخيص تأثير العوامل سابقة الذكر على قيمة المكافأة في الجدول التالي:

الجدول (4-5): العوامل المؤثرة في قيمة الاختيار

العوامل المؤثرة	خيار الشراء	خيار البيع
سعر السهم	+	-
سعر التنفيذ	-	+
تاريخ التنفيذ	+	+
التقلبات في الأسعار	+	-
أسعار الفائدة	+	-
التوزيعات النقدية	-	+

مصدر: الدكتور طارق عبد العال حماد 'المشتقات المالية' الدار الجامعية 2001 *ص 92.

4- دوافع المستثمرين في الاختيار:

من خلال شرح كيفية عمل هذه الخيارات تبين لنا أن مشتري الخيار سواء كان خيار البيع أو خيار الشراء خسائره محدودة بقيمة المكافأة التي يدفعها ولكن المحرر خسائره غير محدودة، فقد نتساءل عن دوافع هذا المحرر في هذه العملية. تبدو دوافع المشتري واضحة فهي تتمثل في (1) الإستثمار دون مخاطرة، كما يكون في بعض الأحيان المضاربة أو لتغطية عمليات البيع على المكشوف.

1- الإستثمار خال من المخاطرة:

إذا كان مستثمر يرغب في شراء أوراق مالية في المستقبل فإنه معرض لمخاطر ارتفاع أسعار هذه الأوراق المالية فلتجنب هذه المخاطر يلجأ إلى اختيار الشراء الذي يمكنه من شراء هذه الأوراق مستقبلاً وبسعر محدد الآن. فإذا ارتفعت الأسعار فهنا يحقق المشتري أرباحاً محددة بهذا الإرتفاع، وإذا انخفضت الأسعار فسيتعرض المشتري لخسائر ولكنها محدودة بقيمة المكافأة التي يدفعها للمحرر. أما إذا كان المستثمر يرغب في بيع أوراق مالية في المستقبل فإنه معرض لمخاطر انخفاض أسعار هذه الأوراق المالية، فلتجنب هذه المخاطر يلجأ إلى اختيار البيع الذي يمكنه من بيع هذه الأوراق المالية وإضافة إلى هذه التغطية فهو غير ملتزم بالتنفيذ.

2- دافع المضاربة:

وذلك عن طريق الإستفادة من التغيرات السعرية.

3- دافع التغطية على عمليات البيع على المكشوف:

فالمقصود بعملية البيع على المكشوف بيع أوراق مالية دون امتلاكها، وذلك توقعاً لانخفاض سعرها مستقبلاً لإعادة شرائها وإعادتها. ولكن قد ترتفع الأسعار خلال هذه المدة، فيلجأ هنا المستثمر إلى خيار الشراء.

4- الدافع العاطفي:

ويتمثل الدافع العاطفي في توفر رغبة في امتلاك خيار معين و الذي يحقق للمستثمر نوع من السعادة أما دوافع المحرر فتتمثل في: (2)

¹ د. منير إبراهيم هندي " الفكر الحديث في مجال الإستثمار " مرجع سابق *ص 673.
² د. منير إبراهيم هندي " الفكر الحديث في مجال الإستثمار " مرجع سابق *ص 673.

1- التغطية:

إن تحرير خيار الشراء أو البيع يحدد الأرباح بقيمة المكافأة لا أكثر ولا أقل، أما خسائره غير محدودة فهذه المكافأة تساهم في تخفيض حدة هذه الخسائر التي يتعرض لها.

2- تحقيق المزيد من الأرباح:

لتوضيح كيفية تحقيق الأرباح من طرف المحرر سنتعرض للمثال التالي:
نفترض أن مستثمر ما يشتري 100 ورقة مالية بسعر 30 \$ للورقة، ثم بعد مرور مدة ارتفع سعر هذه الأوراق إلى 50 \$.

في هذه الحالة يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا من خلال تحرير اختيار شراء بسعر تنفيذ 50 \$ للورقة وبتاريخ تنفيذ معين، ومكافأة تقدر بـ 5 \$.

1- فإذا ارتفعت القيمة السوقية للورقة المالية مثلا إلى 70 \$ هذا ما يؤدي بالمشتري إلى تنفيذ الإختيار طبعاً لن يستفيد المحرر كثيراً من هذه العملية لكنه تعوضه قيمة المكافأة (5 x 100) = 500 \$، إضافة إلى (30-50) = 20 x 100 = 2000. ويكون ربحه 2500.

2- لو انخفضت القيمة السوقية للورقة المالية، فهذا يؤدي إلى عدم التنفيذ وبالتالي تحقيق أرباح وهي قيمة المكافأة.

3- الاستفادة من ارتفاع قيمة المكافأة:

طالما أن قيمة المكافأة أي سعر الإختيار يكون مرتفعاً فيتمكن البائع الاستفادة من هذا الإرتفاع.

المطلب الخامس: تنظيم وإدارة سوق الإختيار

إن أسواق الإختيار في الولايات المتحدة الأمريكية تنقسم إلى سوقين⁽¹⁾ شأنها في ذلك شأن الأسواق الحاضرة ونجد أسواقاً منظمة وأخرى غير منظمة.

1- الأسواق الغير المنظمة:

ظهرت الخيارات كأداة مالية مشتقة لأول مرة في بورصة منظمة سنة 1973 فقبل ذلك كان يتم التعامل باختيار البيع والشراء لأول مرة في السوق غير المنظم، أو ما كان يطلق عليه بالسوق الموازي الذي كان يتمثل في بيوت السمسرة ومكاتب التجار تحت إشراف اتحاد اختيار البيع و الشراء، حيث يلعب السمسار أو التاجر دور الوسيط بين كل من مشتري وبياع الإختيار، وذلك من خلال تقديمه إعلان في الصحف بأنه مستعد لإبرام هذه الصفقات، ولكن فيما يخص كل من تاريخ التنفيذ وسعر التنفيذ، ومبلغ المكافأة يتم التفاوض عليهم بين البائع و المشتري، وذلك وفقاً لظروف

¹- منير إبراهيم هندي "أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق * ص 629.

الطرفين فهي عقود شخصية وتختلف من أصل لآخر لنفس المنشأة، وهذا ما يؤدي إلى صعوبة إعادة بيعها أو حتى التخلص منها قبل حلول تاريخ التنفيذ، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض حجم التعامل في هذا السوق حيث لا تتجاوز نسبته 10% (1) من إجمالي حجم التعامل في الـو.م.أ في عقود الإختيار.

2- السوق المنظم:

نشأت هذه السوق المنظمة من خلال إدخال تعديلات فيما يخص آليات التعامل بالخيارات في السوق غير المنظم، كان الهدف الأساسي من إنشائها هو تسهيل عملية التعامل على عقود الإختيار، شملت هذه التعديلات كل من شروط العقد أي كل ما يتعلق بتاريخ التنفيذ، سعر التنفيذ. وبهذا افتتح أول سوق منظم للخيارات في مدينة شيكاغو في أبريل عام 1973. أطلق عليه اسم سوق أو بورصة شيكاغو للإختيار **Chicago Board Option Exchange (CBOE)** بالإضافة إلى بورصات أخرى منتشرة في أنحاء العالم، كبورصة فيلادلفيا، الباسفيك، نيويورك... الخ. فقد تم تحديد تاريخ التنفيذ في بورصة شيكاغو على أساس دورة تتم كل ثلاثة أشهر، ومن أشهر الدورات:

جانفي، فيفري، مارس.

أفريل، ماي، جوان.

جويلية، أوت، سبتمبر.

أكتوبر، نوفمبر، ديسمبر.

أما فيما يخص اليوم فهو ثالث يوم جمعة في شهر التنفيذ بما أن يوم السبت هو يوم عطلة، مثلا إذا كان تاريخ التنفيذ هو جانفي فإن انتهاء صلاحية الإختيار هو ثالث جمعة في شهر التنفيذ. بينما سعر التنفيذ فهو سعر الأصل في السوق، ولكن مقربا بمضاعف قدره 5 للأصل الذي قيمته أقل من 100 \$ ومقربا بالمضاعف قدره 10 للأصل الذي تزيد قيمته عن 100 \$. (2)

مثال:

إذا كانت القيمة السوقية للسهم مثلا 32 \$ فإن سعر التنفيذ في هذه الحالة قد يكون 25 \$، 30 \$، 35 \$، 40 \$.... وهكذا، وأما إذا كان السعر السوقي للسهم هو 48 \$ يكون سعر التنفيذ 50 \$ أو أعلى أو أقل بقيمة 5 \$.

بينما إذا كان السعر السوقي للسهم 107 \$ فإن سعر التنفيذ يكون 100، 110، 90.

¹ - منير إبراهيم هندي "أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق * ص 629-631.

² - Nabil Khoury/Pièrre Loroche « option et contrat à terme » Nathan 1990* p 29*.

3- مؤسسة التسوية:

إضافة إلى التعديلات التي تضمنها السوق المنظم والتي تسعى دائما إلى نجاح السوق، وكذا حماية المستثمرين ثم إنشاء مؤسسة تقوم بدور الوسيط بين السماسرة الممثلين للبائعين والمشتريين، كما تتولى عملية إصدار الإختيار وبالتالي هي تضمن وفاء كلا الطرفين بالتزاماتهم، فهي تلعب دور المحرر بالنسبة للمشتري، والمشتري بالنسبة للمحرر، فعن طريق السماسرة يتصل البائعون لخيارات الشراء بمؤسسة المقاصة أو التسوية لتسليم الأصول محل العقد، أما مشتروا الخيارات فيتحصلوا على المبلغ اللازم.⁽¹⁾

ويجب على المستثمر أن يحدد للسماسر نوع الأمر، نوع الإختيار (خيار شراء أو بيع)، سعر وتاريخ التنفيذ أو عدد العقود المراد شرائها أو بيعها، وفي هذا الصدد نميز أربعة أنواع من الأوامر والتي تتمثل في:⁽²⁾

- أمر شراء افتتاحي: ويتضمن هذا الأمر اتخاذ مركز طويل أي شراء إختيار.
- أمر بيع افتتاحي: ويتضمن إتخاذ مركز قصير أي تحرير إختيار (البيع).
- أمر بيع بقصد الإقفال: ويتضمن إلغاء المركز الطويل وذلك ببيع العقد الذي تم شراؤه.
- أمر شراء بقصد الإقفال: ويتضمن إلغاء المركز القصير وذلك بشراء إختيار ولكنه يكون مماثل للذي حرره، ولتوضيح فكرة تسوية وتنفيذ هذه الأوامر نفترض أنه لدينا ثلاث مستثمرين وهم (1)، (2)، (3) قد أصدروا أوامر لسماسرتهم لشراء إختيارات شراء على أسهم بسر تنفيذ \$ 100.
- فيقوم السماسر بتنفيذ هذه الأوامر على إختيارات قد حررت من قبل ثلاثة مستثمرين آخرين وهم (أ)، (ب)، (ج) إذن في هذه الحالة نحن أمام أمر شراء افتتاحي.
- إذا قام أحد المستثمرين وليكن (1) بعرض إختياره للبيع وفي نفس الوقت أراد مستثمر (أ) شراء هذا الخيار وهو احد المحررين، ففي هذه الحالة نحن أمام أمر إقفال.
- ولكن إذا أراد مستثمر (3) تنفيذ الإختيار فيقوم بإخبار السماسر الذي يتعامل معه والذي بدوره يخبر بيت التسوية باستعمال الحاسوب يختار عشوائيا محرر لم يقفل مركزه بعد ويتم التنفيذ وذلك بتسليم الأصول محل العقد وكذا المبلغ النقدي.
- وبهذا يكون ضمان التعامل في أسواق الإختيار واضحا.

4- هامش الإختيار:

إن الهامش هو بمثابة الضمان للتنفيذ، ولكن في حالة الإختيار نلاحظ أن محرر الإختيار سواء كان إختيار الشراء أو البيع لا يحتاج لأي ضمان بما أنه لا يقدم شيئا حتى تاريخ التنفيذ، بل يحصل

1- طارق محمد عبد العال "المشتقات المالية" مرجع سابق *ص62*.

2- منير إبراهيم هندي "أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق *ص 642-648*.

على المكافأة، بينما المشتري ليس متأكدا من تسلمه الأسهم في حالة اختيار الشراء ولا المبلغ في حالة اختيار البيع. فهو يحتاج إلى ضمان في هذه الحالة، ولكن بوجود مؤسسة التسوية قد يطمئن قلبه قليلا، ولكن قلب مؤسسة التسوية يبقى مضطربا، ولهذا وجب على المحررين إيداع مبلغ يعرف بالهامش ولكن كيف يتحدد؟

- من خلال أنواع الإختيار هناك الإختيار المغطى وهو الإختيار الذي يكون فيه المحرر مالكا للأصول محل العقد، و الإختيار الغير مغطى أو المكشوف فلا يكون فيه المحرر مالكا للأصول محل العقد. ففي حالة الإختيار المغطى فلا داعي لدفع هامش نقدي، ولكن في حالة الإختيار المكشوف فيجب على المحرر تقديم الهامش، ويتم تحديد قيمة الهامش بطريقتين⁽¹⁾ ثم يقع الإختيار على أكبر قيمة.

- الطريقة الأولى: يحدد الهامش بمقدار المكافأة مضافا إليها 20% من القيمة السوقية للأصل محل العقد ومطروحا منه مقدار الفرق بين سعر التنفيذ و السعر السوقي.

مثال:

عقد اختيار يتضمن 100 سند، بسعر تنفيذ \$ 50 للسند أما السعر السوقي فهو \$ 58، وقيمة المكافأة \$ 3. فالهامش = قيمة المكافأة $100 \times 3 = 300$.

+

20 % من القيمة السوقية $(58 \times 100) \times 20\% = 1160$.

-

$$\frac{800}{\text{مبلغ الهامش}} = 100 \times (50-58) = 660$$

- الطريقة الثانية:

يتحدد الهامش بمقدار المكافأة مضافا إليه 10 % من القيمة السوقية للأصل. بنفس معطيات المثال السابق فان الهامش = 300 مبلغ المكافأة

$$58 = 10\% (100 \times 58) +$$

$$\frac{880}{\text{مبلغ الهامش}}$$

وعليه يتم اختيار المبلغ الأكبر وهو \$ 880.

¹ - منير إبراهيم هندي "أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق* ص 642-648*.

المبحث الثالث: نماذج تقييم حقوق الاختيار

لقد وجدت عدة نماذج لتقييم حقوق الاختيار، ولإيجاد ما يجب أن تكون عليه قيمة الاختيار قبل انتهاء الفترة الممتدة ما بين تاريخ الإتفاق وتاريخ التنفيذ، وكانت فكرة قيام هذه النماذج مشتقة من السؤال الجوهرى التالي: ما هو أقصى سعر يصل إليه الخيار؟ وما هو أدنى سعر أيضا؟. إن قيمة الخيار مرتبطة بقيمة الأصل محل العقد، أي بقدرتها على التحول لهذه الأصول، ولكن قيمة هذا الأصل غير معروفة وعليه كيف يمكن تحديد قيمة هذا الأصل في هذه الحالة؟ سنحاول الإجابة على هذا السؤال من خلال المثال التالي:

- إذا كان لدينا حق اختيار شراء الأسهم تنتهي مدة تنفيذه بعد شهر، وسعر التنفيذ 10 جنيه وكما هو معلوم فإن سعر السهم بعد شهر غير معروف ولكن هناك توقعات أو احتمالات لإرتفاع السعر السوقي للسهم والتي تتمثل في:

- إذا كان السعر السوقي 5 يكون احتمالاه 0,3.

- إذا كان السعر السوقي 10 يكون احتمالاه 0,4.

- إذا كان السعر السوقي 15 يكون احتمالاه 0,3.

المطلوب: هو حساب قيمة الاختيار المتوقعة في نهاية الشهر.

إن قيمة الاختيار المرتفعة تحسب بالعلاقة التالية:

قيمة الاختيار المتوقعة = $0,3 \times (10-5) + 0,4 \times (10-10) + 0,3 \times (10-15) = 1,5$ جنيه، من

خلال هذا نلاحظ وجود علاقة بين قيمة الاختيار المتوقعة وسعر السهم، فكلما زاد احتمال ارتفاع السعر السوقي عن سعر التنفيذ كلما زادت قيمة حق الاختيار كما توجد علاقة ما بين الفترة المنقضية من تاريخ الإتفاق وتاريخ التنفيذ وقيمة حق الاختيار، وهذا ما ستوضحه النماذج التالية والتي تتمثل في كل من نموذج "بلاك و شولز"، ونموذج "تكافؤ خيارات البيع و الشراء"، و النموذج "البياني" وهي أهم النماذج المقدمة لتقييم الاختيار.

المطلب الأول: نموذج بلاك وشولز Black and Sholes

قدم هذا النموذج من طرف كل من "بلاك فيشر" و "ميرون سكول" عام 1973 لتقييم الاختيارات. فهو يعتبر كأساس تعتمد عليه بيوت السمسرة و المكاتب الإستشارية فيما يخص تقديم المشورة حول تسعير الخيارات، كما يستخدم بشكل واسع نظرا لسهولة وكذا خروجه عن النطاق الوصفي فهو نموذج رياضي بحث⁽¹⁾.

¹ - Michel jura « technique financière internationale » dunod 2003* p 245*.

لقد سبق وذكرنا أن سعر الإختيار (المكافأة) يتأثر بعدة عوامل والتي تتمثل في كل من السعر السوقي، سعر التنفيذ، تاريخ التنفيذ... الخ ولكن هذا التأثير قد بيناه بشكل وصفي ولكن نموذج بلاك وشولز يبين هذا التأثير بشكل كمي.

فبعد أن كان المستثمر يتخذ مركزه على أساس متابعة أسعار الأسهم في السوق الحاضر وأسعار الإختيار في سوق الإختيار، يصبح وبفضل نموذج بلاك وشولز يتخذ مركزه أساس نسبة التغير في قيمة الإختيار الذي يكون نتيجة لتغيرات أخرى، فيقوم هذا النموذج على عدة افتراضات تتمثل في: (1)

- الإختيار من النوع الأوروبي.
- لا توجد تكلفة المعاملات، أي أن المستثمر يستطيع بيع وشراء أي كمية من الأسهم و الخيارات، كما أن المعلومات متاحة للجميع في السوق وفي نفس اللحظة.
- لا توجد أي قيود على تحرير الإختيار ولا على عملية البيع على المكشوف للأسهم.
- معدل الفائدة ثابت.

- المؤسسة التي أصدرت الأسهم لا تجري توزيعات.
- أسعار الأسهم تتوزع توزيعا طبيعيا مستمرا أي لا توجد قفزات مفاجئة في سعر السهم.
وعلى أساس هذه الإفتراضات توصل بلاك وشولز إلى صياغة معادلة لتقييم حق الإختيار وهي على الشكل التالي: (2)

$$C = S \times N(d1) - Ke^{-rt} \times N(d2)$$

حيث:

C: قيمة الإختيار

S: القيمة السوقية للسهم لحظة شراء الإختيار

K: سعر التنفيذ

t: الفترة حتى تاريخ التنفيذ

e: الأساس اللوغاريتمي = 2,71828

r: معدل العائد السنوي على الإستثمار الخالي من المخاطرة يحسب على أساس مركب ومستمر أي استثمار دولار لمدة سنة واحدة سيبلغ في نهاية السنة:

$$e^{r \times 1} \text{ وليس } e^{r+1}$$

d1 و d2 تعتبران الحدان الأدنى و الأعلى.

ونحسب قيمة كل من d1 و d2 كالتالي:

N(d1), N(d2) هي القيم التراكمية للتوزيع الطبيعي عند النقاط d1, d2

¹ - Bertrand jacquilla/-Bruno Solnik « marchés financiers » ref .op.cit *p 259*

² -- Bertrand jacquilla/-Bruno Solnik « marchés financiers » ref .op.cit *p 259*

$$d1 = \frac{\log(S/K) + (r - \frac{1}{2} \sigma^2)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$D2 = d1 - \sigma\sqrt{t} = \frac{\log(S/K) + (r - 1/2 \sigma^2)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

حيث σ : الإنحراف المعياري لمعدل العائد السنوي على السهم وهو ما يعكس مدى تقلب القيمة السوقية في ظل افتراض عدم وجود توزيعات، فهذا النموذج يبين أن قيمة الإختيار تابعة لكل من القيمة السوقية للسهم (S)، سعر التنفيذ (K)، وتاريخ التنفيذ (t)، ومعدل العائد الخالي من المخاطرة (r) ودرجة تقلب القيمة السوقية للسهم (σ) محل الاختيار .

أما عن العلاقة بين قيمة الإختيار وهذه المتغيرات فهي كالتالي: (1)

علاقة طردية بين قيمة الإختيار والقيمة السوقية للسهم وعلاقة عكسية بين قيمة الإختيار وسعر التنفيذ، أما عن فترة صلاحية الإختيار فكلما زادت هذه الفترة كلما زادت قيمة الإختيار وبالتالي تزيد فرصة تحقيق الربح.

ولكن تأثير كل من معدل العائد الخالي من المخاطرة ودرجة تقلب القيمة السوقية على قيمة الإختيار، غير واضحة في النموذج و لكن لها علاقة طردية بقيمة الإختيار لأن التقلبات في القيمة السوقية للسهم في الإتجاه الموجب يؤدي إلى تحقيق أرباح من خلال الإختيار و بالتالي زيادة قيمته، أما التقلب في الإتجاه السالب يؤدي إلى خسائر تكون محدودة بقيمة المكافأة بالنسبة للمشتري. ومن هذا يمكن تلخيص هذه المتغيرات كالتالي:

$$C = f(S, K, \sigma, t, r)$$

+ - + + +

ولفهم النموذج جيدا سنتطرق للمثال التالي، حيث نبين فيه كيفية استخدام النموذج.

مثال:

لدينا المعلومات التالية: القيمة السوقية للسهم \$ 48، وسعر التنفيذ \$ 50، معدل العائد السنوي على الإستثمار الخالي من الخطر 6%، الإنحراف المعياري بمبلغ 0,8 أما تاريخ تنفيذ الإختيار بقي منه ثلاثة أشهر، فما هي قيمة حق اختيار الشراء؟.

الحل:

$$t = 3/12 = 0,25$$

نحول أولا الفترة الزمنية أي:

ثم نحسب كل من $d1, d2$

$$D1 = \frac{\ln(48/50) + [0.06 + 0.5(0.8)^2]^{0.25}}{\sigma\sqrt{t}} = 0.1$$

¹ - طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية" مرجع سابق *ص 87*

$$0.8\sqrt{0.25}$$

$$D2=0.1- 0.8\sqrt{0.25}=- 0.25$$

و باستخدام جدول التوزيع الطبيعي (4-6) يمكن إيجاد كل من $N(D2)$ ، $N(D1)$ ، فنجد أن:

$$N(D1)=0.5398$$

$$N(D2)=0.4013$$

وعليه فإن:

$$C = 48 \times 0,5398 - [50 \cdot e^{-0,06 \cdot 0,25}] \times 0,4013$$

$$C = 6,14 \$$$

إن قيمة اختيار الشراء للسهم هي 6,14 \$، فإذا ما كان سعره في السوق أكبر من ذلك فإنه مغال فيه، أما إذا كان أقل فيكون سعره أقل مما ينبغي أن يكون عليه، ويمكن أن نستنتج أن كل من قيمة $N(d1)$ و $N(d2)$ تعبر عن نسبة التغطية.

كما نلاحظ أن قيمة الانحراف المعياري غير مؤكدة وإنما مقدرة، ولهذا لا يكمن أن يكون لكل المتعاملين في السوق نفس التقدير لقيمة (§) فهي تختلف من متعامل لآخر وهذا ما يؤدي إلى اختلاف قيمة الإختيار من متعامل لآخر رغم استعمالهم ككل نموذج بلاك وشولز، وهذا ما مهد الطريق لظهور نماذج أخرى.

جدول (4-6): التوزيع الطبيعي لقيم $N(d)$

d	N(d)	d	N(d)	d	N(d)
-3	0,0013	-1	0,1587	1	0,8413
-2,95	0,0016	-0,95	0,1711	1,05	0,8531
-2,90	0,0019	-0,90	0,1841	1,10	0,8643
-2,85	0,0022	-0,85	0,1977	1,15	0,8749
-2,80	0,0026	-0,80	0,2119	1,20	0,8849
-2,75	0,0030	-0,75	0,2266	1,25	0,8944
-2,70	0,0035	-0,70	0,2420	1,30	0,9032
-2,65	0,0040	-0,65	0,2578	1,35	0,9115
-2,60	0,0047	-0,60	0,2743	1,40	0,9192
-2,55	0,0054	-0,55	0,2912	1,45	0,9265
-2,50	0,0062	-0,50	0,3055	1,50	0,9332
-2,45	0,0071	-0,45	0,3264	1,55	0,9394
-2,40	0,0082	-0,40	0,3446	1,60	0,9452
-2,35	0,0094	-0,35	0,3632	1,65	0,9505
-2,30	0,0107	-0,30	0,3821	1,70	0,9554
-2,25	0,0122	-0,25	0,4013	1,75	0,9599
-2,20	0,0139	-0,20	0,4207	1,80	0,9641
-2,15	0,0158	-0,15	0,5504	1,85	0,9678
-2,10	0,0179	-0,10	0,4602	1,90	0,9713

-2,05	0,0202	-0,05	0,4801	1,95	0,9744
-2	0,0228	0	0,5000	2	0,9772
-1,95	0,0256	0,05	0,5199	2,05	0,9798
-1,90	0,0287	0,10	0,5398	2,10	0,9821
-1,85	0,0322	0,15	0,5596	2,15	0,9861
-1,80	0,0359	0,20	0,5793	2,20	0,9861
-1,75	0,0401	0,25	0,5987	2,25	0,9878
-1,70	0,0446	0,30	0,6179	2,30	0,9893
-1,65	0,0495	0,35	0,6368	2,35	0,9906
-1,60	0,0548	0,40	0,6554	2,40	0,9918
-1,55	0,0606	0,45	0,6736	2,45	0,9929
-1,50	0,0668	0,50	0,6915	2,50	0,9938
-1,45	0,0735	0,55	0,7088	2,55	0,9946
-1,40	0,0808	0,60	0,7257	2,60	0,9953
-1,35	0,0885	0,65	0,7422	2,65	0,9960
-1,30	0,0968	0,70	0,7580	2,70	0,9965
-1,25	0,1057	0,75	0,7734	2,75	0,9970
-1,20	0,1151	0,80	0,7881	2,80	0,9974
-1,15	0,1251	0,85	0,8023	2,85	0,9978
-1,10	0,1357	0,90	0,8159	2,90	0,9981
-1,05	0,1469	0,95	0,8289	2,95	0,9984

المصدر: * p 310. bertrand jacquillat-bruno solnik « marchés financiers » dunod 2002

المطلب الثاني: نموذج تكافؤ البيع و الشراء (Corll parity model)

يستخدم هذا النموذج لتقييم الخيارات وخاصة خيارات البيع على أساس مبدأ التماثل بين خيار البيع و الشراء و باستخدام نموذج بلاك و شولز .

فالمقصود بمبدأ تماثل خيار البيع و الشراء ، كأن يكون أحد المستثمرين بتكوين محفظة استثمارية بتحرير حق اختيار الشراء و شراء حق اختيار البيع ولكن بنفس سعر التنفيذ وتاريخ التنفيذ، ولهذا يختص هذا النموذج بتقييم خيار شراء ملائم لخيار البيع.

فإذا كانت محفظة استثمارية مكونة عن طريق بيع خيار شراء، و شراء خيار بيع على أساس مبدأ التماثل، بالإضافة إلى شراء أسهم، فإن كل تغير يطرأ على سعر السهم، تعوضه حقوق الإختيار وبالتالي تكون هذه المحفظة خالية من المخاطرة، وبهذا تكون معادلة هذا النموذج على الشكل التالي: (1)

$$P_0 - C_0 + S = K e^{-rt}$$

حيث P_0 : قيمة إختيار البيع.

C_0 : قيمة إختيار الشراء.

S : السعر الحالي للسهم.

1- د. محمد صالح الحناوي "أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية 1999 *ص 361.

K: قيمة المحفظة والتي لها نفس سعر التنفيذ لحقوق الإختيار.

وبنفس المعطيات السابقة يمكن استخراج قيمة اختيار البيع.

ولكن يجب أولاً حساب قسمة اختيار الشراء:

$$S = 50 \$$$

$$K = 45 \$$$

$$t = 3 \text{ mois}/12 = 0,25$$

$$r = 10\%$$

$$N(d1) = 0,7734$$

$$N(d2) = 0,7088$$

$$D1 = \frac{\ln(50/45) + [0,1 + 1/2(0,4)^2]^{0,25}}{0,4(0,25)^{0,5}}$$

$$= 0,7520$$

$$D2 = 0,7520 - 0,4(0,25)^{0,5} = 0,5520$$

$$C = 50(0,7734) - [45e^{-0,1025}](0,7088)$$

$$C = 7,57 \$$$

$$P0 = 45 e^{-(0,1)(0,25)} + 7,57 - 50$$

$$P0 = 1,46$$

المطلب الثالث: النموذج البياني

يمكن إيجاد قيمة الإختيار من خلال خريطة بيانية اقترحها ديمسون⁽¹⁾ (Dimson 1977)، ولاستخدام هذه الخريطة يجب توفر البيانات التالية⁽²⁾:

- تاريخ تنفيذ الإختيار.
 - نسبة القيمة السوقية للسهم إلى سعر التنفيذ.
 - معدل الفائدة السنوي على الإستثمار الخال من المخاطرة.
 - الإنحراف المعياري، أو درجة تقلب سعر السهم.
- سنفترض أن اختيار تبقى من مدة صلاحيته 8 أشهر، أما سعر تنفيذه فهو 40 \$، بينما القيمة السوقية للسهم 52 \$، معدل الفائدة الخالي من المخاطرة 10%، والانحراف المعياري 60%، فبهذه المعطيات وتتبع الخطوات التالية يمكن الوصول إلى قيمة الإختيار.⁽¹⁾

1 - د. منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في مجال الإستثمار" سبق ذكره* ص 663.
2 - د. منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في مجال الإستثمار" سبق ذكره* ص 663.

الخطوة الأولى: وتتمثل في رسم خط رأسي عمودي على المحور الذي يمثل تاريخ التنفيذ، يقطعه في النقطة الممثلة لثمانى أشهر الباقية، وينتهي من أعلى عند انحراف معياري 60% من أسفل عند معدل فائدة 10%.

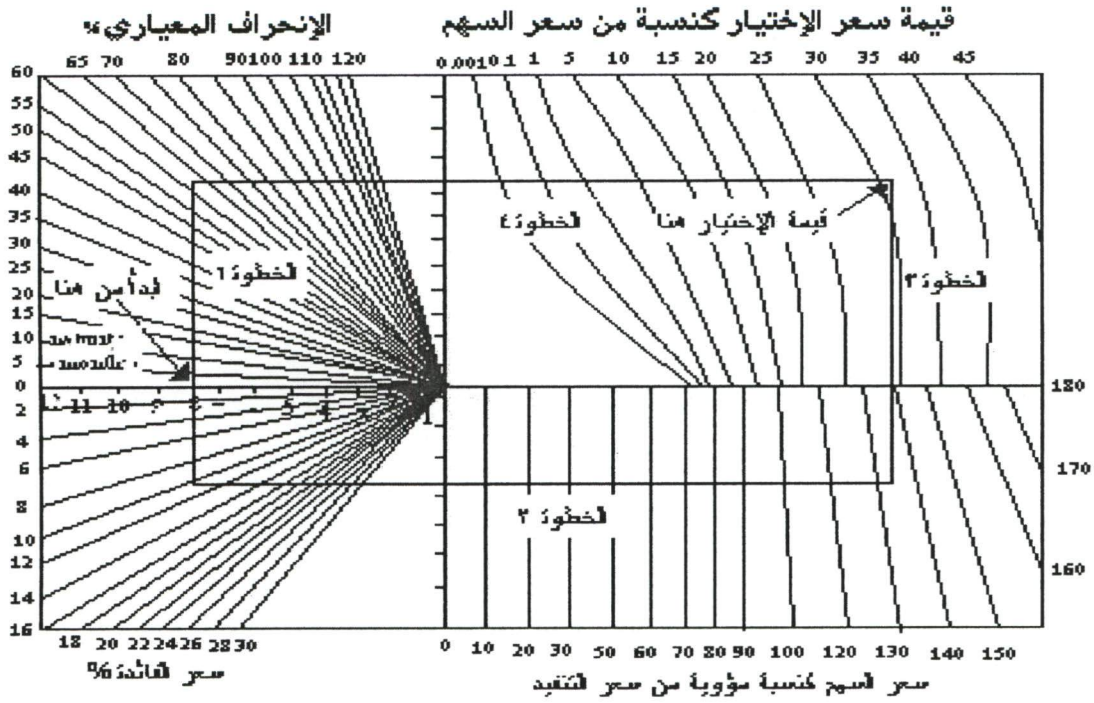
الخطوة الثانية: رسم خط أفقي يبدأ من نقطة تقاطع الخط الرأسي الممثل في الخطوة الأولى مع معدل الفائدة على الإستثمار الخالي من المخاطرة، ويكون هذا الخط موازي للمحور الممثل لتاريخ التنفيذ وتتجه نحو اليمين لينتهي عند نسبة القيمة السوقية للسهم إلى سعر التنفيذ 130% (40/52).

الخطوة الثالثة: رسم خط رأسي إلى أعلى إنطلاقاً من نقطة تقاطع الخط الأفقي المحدد في المرحلة (2) مع نسبة القيمة السوقية للسهم إلى سعر التنفيذ حيث يتقاطع مع الخط الممثل للخطوة الرابعة.

الخطوة الرابعة: رسم خط أفقي موازي لمحور تاريخ تنفيذ من نقطة تقاطع الخط الرأسي المحدد في الخطوة الأولى، يتجه إلى اليمين حيث يتقاطع مع الخط المحدد في الخطوة الثالثة ، وتمثل نقطة التقاطع هذه نسبة سعر الإختيار إلى القيمة السوقية للسهم.

وبما أنها تقع عند قيمة 34% تقريبا فإن قيمة الإختيار تعادل (52x %345) = 17,68 دولار وهذا ما يوضحه الشكل التالي (3-4):

الشكل (3-4): خريطة ديمسون لتقييم الاختيار



المصدر: منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في مجال الاستثمار" مرجع سابق *ص 664*

المطلب الرابع: كيفية نشر أسعار الاختيار في الصحف

إن الجدول التالي (4-7) يبين كيفية نشر أسعار الاختيار في الصحف، وخاصة صحيفة "وول ستريت".

الجدول (4-7): كيفية نشر الأسعار في صحيفة "وول ستريت"

في صحيفة وول ستريت							
LISTED OPTION QUOTATIONS							
CHICAGO BOARD							
Cotion NY Close	Strike Price	Calls – Last			Plus - Last		
		DEC	JAN	FEB	DEC	JAN	FEB
Alexal	25	r	r	1	r	r	r
Amdahl	15	r	4	r	r	r	r
18 ^{7/8}	17 ½	r	2	r	1/8	r	r
18 ^{7/8}	20	2 ½	½	1 2/8	r	r	2
AinGrd	65	r	3 ½	R	r	r	r
67	70	r	1	1 7/8	r	r	r
Amoco	70	7/8	6 ¾	r	r	¼	r
74 ^{1/4}	75	1/4	2	2 5/8	r	1 ¼	2 ¼
74 ^{1/4}	80	3 1/8	r	½	r	r	r
AMP	40	r	r	r	r	r	r

الفصل الرابع : حقوق الاختيار

17 ^{1/4}	45	r	1 1/4	2	r	r	r
Anadrk	30	r	r	2/4	r	r	r
Baxter	15	7/8	r	3	r	r	r
17 1/2	17 1/2	r	13/14	1 1/4	r	7/8	7/8
17 1/2	20	S	3/14	1/2	r	r	r
17 1/2	22 1/2	2 1/4	S	3/14	3	S	r
Bik DK	20	1/4	3 1/8	3 1/4	r	r	r
22 1/8	22 1/2	7/8	1	1 1/4	1/2	r	r
22 1/8	25	3	r	2/14	r	r	r
Boeing	60	3 1/4	3 7/8	4 7/4	1/14	7/4	1 1/4
62 7/4	65	1/2	1 1/8	17/4	2 1/4	2 7/8	3 1/2
Bois C	40	r	r	21/4	r	r	1 1/2
40 1/4	45	r	r	7/8	r	r	R
CBS	165	r	r	r	r	r	4
168 1/4	170	r	r	6	r	r	r
168 1/4	175	1/16	r	4 1/4	6 7/4	r	r
168 1/4	180	r	S	r	r	S	r
CapCit	350	5 1/2	r	r	1 11/14	5 1/2	r
361 7/4	360	5 1/4	9 3/8	r	r	r	r
361 7/4	370	r	r	9 1/8	r	r	r
COKE	40	r	4 7/8	5	r	r	7/8
44	45	1/4	1 1/8	17/8	r	r	r
44	50	r	S	1/4	r	S	r
CoCaCE	15	r	7/8	1/2	r	r	r
Colgo	40	S	S	R	S	S	1/4
Colgat	45	r	1 9/14	2 1/4	r	r	r
45 1/2	50	1/16	r	7/8	r	r	r

المصدر: منير إبراهيم هندي " أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية " مرجع سابق *ص 625*

- فالعمود الأول يضم إسم الشركة التي يبرم عليها أسهمها عقد الإختيار وأيضا سعر الإقفال للسهم.
- أما العمود الثاني فسيبين سعر التنفيذ للسهم محل الإختيار.
- ثم يأتي بعد ذلك ثلاثة أعمدة متتالية تبين مقدار المكافأة التي حصل عليها محرر إختيار الشراء في آخر صفقة تم إبرامها.
- أما في الثلاثة أعمدة الأخيرة فيبين مقدار المكافأة على إختيار البيع أيضا في ثلاثة تواريخ تنفيذ متعاقدة فمثلا: شركة بووينغ، كان سعر الإقفال 3/4 62 دولار، وفي نهاية نفس اليوم كان مبلغ المكافأة على إختيار شراء بسعر تنفيذ قدره 60 دولار و بتاريخ تنفيذ ديسمبر، يناير، وفبراير هي 3 دولار 8/7 3دولار، 4 3/4 دولار، 1/4 دولار على التوالي.

بينما وجود الحرف "أر" فيبين أنه لم يحدث تعامل في اختيار السهم خلال اليوم، و الحرف s فيبين أن الإختيار غير متاح للتعامل، وفي نهاية الجدول نجد الحجم الكلي للعقود المتعامل عليها خلال اليوم وأيضا العقود القائمة التي لم يتم تنفيذها بعد، مع العلم أن كل عقد يتضمن 100 سهم⁽¹⁾.

¹ - منير إبراهيم هندي "أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق * ص 624*.

المبحث الرابع: إدارة المخاطر باستخدام حقوق الاختيار

تعتبر الخيارات أو حقوق الإختيار أدوات مستحدثة في الأسواق المالية، الهدف الأساسي من استخدامها ليس فقط تحقيق الربح وإنما للتحوط و التغطية ضد تقلبات الأسعار، فللمستثمر عدة طرق أو إستراتيجيات للحد من هذه المخاطر عن طريق استخدام عقود الإختيار، والغرض منها هو زيادة العائد من الإستثمار أيضاً، ويتم اختيارهما على أساس اتجاه التقلبات السعرية وتتمثل في: (1)

المطلب الأول : إدارة المخاطر باختيار الشراء

إن المستثمر يلجأ إلى استراتيجية إدارة المخاطر أو التغطية للحد من خسائره عن طريق اتخاذ مركز معاكس باستخدام نفس الأوراق المالية و بأوراق مالية مختلفة، ولكن لا تكون عملية التغطية هذه كاملة أي لا يمكن للمستثمر أن يغطي على خسائره كلها وإنما يقلل نوعاً ما من حدتها دون تقليل العوائد بشكل كبير.

مثال:

إذا كان لدينا حق اختيار شراء لـ 100 سهم بسعر تنفيذ 100 جنيه، وقيمة هذا الحق هي 500 جنيه (5x 100) ولكي نتأكد أن المستثمر قد قلل خسائره أما لا بفضل هذا الإختيار سنفترض أن سعر السهم في تاريخ الإنتهاء سيأخذ عدة مستويات و سنحسب كل من أرباح وخسائر المشتري وهي مبينة في الجدول (4-8) التالي:

الجدول (4-8): أرباح وخسائر المستثمر في ظل استراتيجية التغطية باختيار الشراء

السعر السوقي	الأرباح والخسائر من جاء الأسهم	الأرباح والخسائر من جاء حق الإختيار	الأرباح والخسائر من جاء التغطية
80	2000	500	1500
90	1000	500	500
95	500	500	0
100	0	500	500
110	1000	500	500
120	2000	1500	500

مصدر: الدكتور محمد صالح الحناوي "الإستثمار في الأوراق المالية" الدر الجامعية 2002-2003 ص 364*.

¹ - د. محمد صالح الحناوي "أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق ص 363*.

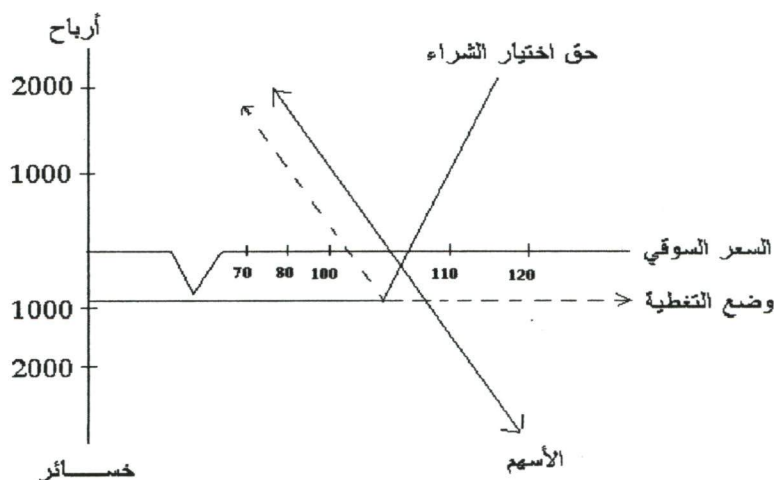
من خلال هذا الجدول نلاحظ أن العمود الأول يمثل القيم المتوقع أن يصل إليها سعر السهم في تاريخ التنفيذ، أما العمود الثاني فيمثل أرباح أو خسائر المستثمر من جراء اتخاذه مركز قصير في الأسهم، فقد حقق أرباح تصل إلى 2000 جنيه عند انخفاض سعر الأسهم من 100 إلى 80 كما قد يحقق خسائر تصل إلى 2000 عند ارتفاع السعر من 100 إلى 120 جنيه.

أما العمود الثالث فيوضح أيضا أرباح أو خسائر المستثمر من خلال اتخاذه مركز طويل في حقوق الاختيار، فعند انخفاض السعر عن 100 أي 80 جنيه فإن قيمة حق اختيار الشراء تساوي الصفر وبالتالي لن ينفذ المستثمر الاختيار وهذا ما يعني خسارته لقيمة المكافأة، أما إذا ارتفع السعر عن 100 فإن أرباحه تعادل 500 جنيه لأن، قيمة الاختيار = 20 جنيه وعليه الربح = 20 - 5 = 15 جنيه.

والعمود الأخير يبين أرباح و خسائر المستثمر في استراتيجية التغطية (بيع الأسهم وشراء اختيار الشراء) فعند انخفاض الأسعار عند 100 جنيه، فإن المستثمر يقوم بشراء الأسهم في هذه الحالة وبالتالي عدم التنفيذ.

مثلا عند سعر 80 جنيه سيربح المستثمر 2000 جنيه مخصوما منها 500 جنيه (قيمة المكافأة) أي 1500 جنيه، وعليه فإن استراتيجية التغطية تضمن للمستثمر تحقيق أرباح في ظل انخفاض السعر دون التعرض لخسائر، وعلى هذا يقال أن أرباح التغطية تخلو من المخاطر ويمكن تمثيل وضعية المستثمر بيانيا.

شكل (4-5): وضع المستثمر بيانيا في ظل التغطية باختيار الشراء



مصدر: محمد صالح الحناوي "تحليل وتقييم الأسهم و السندات" مرجع سابق *ص 366*.

المطلب الثاني : إدارة المخاطر باستخدام حق اختيار البيع

طبقا لهذه الإستراتيجية يقوم المستثمر باتخاذ مركز طويل في الأسهم (شراء الأسهم) واتخاذ مركز قصير في حق الإختيار (بيع حق اختيار البيع) أي عكس الإستراتيجية السابقة، وذلك توقعاً منه بارتفاع أسعار الأسهم في المستقبل.

مثال:

نفترض أن مستثمر ما يريد امتلاك 100 سهم، وقام بتحرير حق اختيار بيع مقابل مكافأة 500 جنيه وسعر السهم الآن يقدر ب 10 جنيه. وبافتراض قيم مختلفة لسعر السهم في تاريخ التنفيذ، سنوضح كل من أرباح أو خسائر المستثمر عند اتخاذه كل مركز.

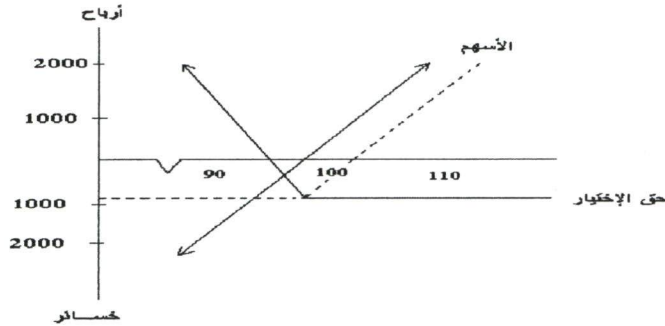
جدول (4-8): أرباح وخسائر المستثمر من وضع التغطية من باختيار البيع

سعر الأسهم	الأرباح أو الخسائر من الأسهم	الأرباح أو الخسائر من الحق	الأرباح أو الخسائر من وضع التغطية
80	2000	1500	500
90	1000	500	500
95	0	5000	500
100	500	500	0
110	1000	500	500
120	2000	500	5

مصدر: محمد صالح الحناوي / مهال فريد مصطفى جلال العبد "الإستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق ص*368.

من خلال الجدول فإن العمود الثاني يوضح انه لو قام المستثمر بشراء الأسهم ب 100 جنيه سوف يحقق أرباح إذا ما ارتفع السعر لإعادة بيعه ب 200 كما قد يحقق خسائر إذا انخفض السعر لتصل إلى 2000 جنيه، أما العمود الثالث فيوضح أنه ما إذا ارتفع السعر عن سعر التنفيذ فإن قيمة الإختيار تعادل الصفر، وبالتالي لا ينفذ الحق وتكون خسارته ممثلة في قيمة المكافأة. وأخيرا يلاحظ أنه طبقا لهذه الإستراتيجية خسائر المستثمر محدودة بمبلغ المكافأة 500 جنيه، أما الأرباح فغير محدودة تبعا لتغير السعر السوقي عن سعر التنفيذ ويمكن تمثيل وضع المستثمر بيانيا.

شكل (4-6): وضع المستثمر بيانيا في ظل التغطية باختيار البيع



مصدر: محمد صالح الحناوي "الإستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق *ص 368.

المطلب الثالث : إستراتيجيات أخرى للتغطية

إضافة إلى إستراتيجيات التغطية باختيار البيع واختيار الشراء هناك إستراتيجيات أخرى:

1- حقوق الإختيار المزدوجة (Straddle):

تتمثل هذه الإستراتيجية في شراء عقد اختيار شراء وعقد اختيار بيع لنفس الأصل المالي، وبنفس تاريخ التنفيذ، والهدف منها هو التحوط ضد توقعات المستثمر بالتغير الكبير الذي ستعرض له الأسعار ومن المعروف أنه لا يمكن تحديد اتجاه هذا التغير.

فإذا بقي سعر الأصل طول الفترة الزمنية الفاصلة بين تاريخ التنفيذ وتاريخ الإتفاق المستقر نسبيا فإن بائع الحق هو المستفيد في كلا الحالتين أي في حالة اختيار البيع واختيار الشراء، أما إذا كانت التغيرات كبيرة فيتعرض البائع إلى خسارة في كلتا الحالتين⁽¹⁾.

2- حقوق الإختيار المنتشرة (Spreads)

إن حقوق الإختيار المنتشرة تختلف عن حقوق الإختيار المزدوجة فيما يخص تاريخ وسعر التنفيذ فهي تتمثل في شراء حقوق اختيار شراء وبيع ولكنها تختلف من حيث تاريخ وسعر التنفيذ أو هما معا والهدف من هذه الإستراتيجية هو توقعات المستثمر بحدوث تغيرات واسعة في أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها.

¹ د. عبد الغفار حنفي "بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية 2003 *ص 457.

ويمكن أن تكون هذه الإستراتيجية في المدى القصير أي بيع عقد اختيار بيع وعقد اختيار شراء إلا ما توفرت لديه معلومات بأنه لن تتغير الأسعار بشكل ملموس، فيقوم المستثمر في هذه الحالة بتحرير عقد اختيار بيع بسعر تنفيذ يكون أقل من مقدار الزيادة في سعر السهم ومن ذلك يحقق المستثمر أرباحا في حق اختيار الشراء⁽¹⁾.

3- إستراتيجية التهذيب Stripte والتحريم Strap

تشابه كل من إستراتيجية التهذيب والتحريم مع إستراتيجية حقوق الاختيار المزدوجة في كونها تحتوي على حقوق اختيار الشراء و البيع وبنفس تاريخ وسعر التنفيذ ولكنها تختلف في عدد الإختيارات، فإستراتيجية التهذيب تشتمل حقين من حقوق اختيار البيع وحق واحد من حقوق اختيار الشراء.

أما إستراتيجية التحريم تشتمل حقين منة حقوق اختيار الشراء وحق واحد من حقوق البيع، وككل إستراتيجية يكن للمستثمر اتخاذ مركز طويل أو قصير.

ففي إستراتيجية التهذيب، إذا اعتقد المستثمر انه سيحدث تغير كبير في الأسعار يكون من الأفضل اتخاذ مركز طويل، فإذا حدث و انخفضت الأسعار فسوف يحقق المستثمر أرباحا وبشكل كبير بشرائه حقين من حقوق البيع وحق واحد من اختيار الشراء.

أما إذا توقع أنه سيحدث ارتفاع في الأسهم فمن الأفضل للمستثمر أن يتخذ مركز طويل في إستراتيجية التحريم، أما فيما يخص المركز القصير في كلا الإستراتيجيتين يكون إثر توقعات المستثمر بتغيرات طفيفة⁽²⁾.

4- إستراتيجية إدارة المخاطر والتملك

يمكن تشكيل محفظة مضمونة تتمثل في توليفة من السندات أو الأسهم وحقوق اختيار (البيع و الشراء) لها قيمة تعادل على الأقل سعر التنفيذ لحق الإختيار⁽³⁾ وسنوضح ذلك بالمثال التالي:

مثال:

إذا كان لدينا اختيار أوروبي لأحد الأسهم مدته 6 أشهر، ومع العلم انه لا يدفع على هذا السهم توزيعات، كما لا توجد تكلفة المعاملات.
بنهاية 6 أشهر نتوقع إما أن تزيد القيمة السوقية للسهم عن القيمة الحالية أو أن تخفض القيمة السوقية للسهم عن القيمة الحالية.

¹د. عبد الغفار حنفي "بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية 2003،*ص457

² محمد صالح حناوي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق* ص374.

³ نهال فريد مصطفى/ جلال العبد / محمد صالح الحناوي "الإستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق *ص376.

فإذا رمزنا بالرمز 'ز' ق' ح' للحالة الأولى و'ن' ق' ح' للحالة الثانية حيث تمثل 'ق' ح' القيمة الحالية للسهم وتقدر بـ 50 جنيته، فاحتمال أن ترتفع قيمة السهم عن القيمة الحالية هو $2/3 = 0,2$. أما احتمال أن تنخفض قيمة السهم عن القيمة الحالية هو $1/3 = 0,10$. فالسؤال المطروح: ما هو الوضع الذي يمكن من تغطية المخاطر (مخاطر تقلب القيمة السوقية)؟ وما هي نسبة التغطية هذه؟.

الحل:

قيمة السهم في نهاية 6 أشهر وتبعاً للإحتمالات هي:
القيمة الحالية = 50

ففي ظل الإحتمال الأول _____ ترتفع بـ $2/3$ أي 1^+ أي $5 \times 20 = 60$ ---- (1)
أما في ظل الإحتمال الثاني _____ تنخفض بـ $0,10$ أي 1^- أي $0,9 \times 50 = 45$ ---- (2)
قيمة السهم = $1/3 \times 45 + 2/3 \times 60 = 55$ جنيته.

أما قيمة حق الاختيار في نهاية 6 أشهر = (سعر التنفيذ - سعر التعاقد).

$$(1) \text{-----} (50-60) = 10.$$

$$(2) \text{-----} (50-45) = 0.$$

أما القيمة المتوقعة لحق اختيار = $(2/3 \times 10) + (1/3 \times 0) = 6,667$ جنيته.

وعليه يمكن تحقيق وضع التغطية بامتلاك أسهم وحقوق الاختيار، أما عن نسبتها فيمكن تحديدها

$$\text{كالتالي:} \quad \text{زق - أق} = \frac{0-10}{45-60} = \frac{2/3}{\text{زق ح - أح ق}}$$

فإن: زق هي أقصى قيمة لحق الاختيار بينما أق هي أقل قيمة لحق الاختيار. هذا يعني أن المستثمر الذي يريد التحوط و التغطية ضد المخاطر عليه أن يشتري سهمين من الأسهم المعروضة. ويحرر بالمقابل ثلاثة حقوق اختيار، ولكن قد نتساءل أيضاً عن الأموال اللازمة للحصول على هذه التغطية.

نعلم أن وضع التغطية فيما يخص الأسهم تتمثل في شراء سهمين وقيمة السهم في نهاية الفترة بكلا

$$\text{الإحتمالين هي: } 60 \text{ و } 45 \text{ أي: } 60 \times 2 = 120. \text{ أو } 45 \times 2 = 90$$

ووضع التغطية بالنسبة لحقوق لحق الاختيار تتمثل في ثلاثة حقوق أي:

$$30 = 10 \times 3$$

$$0 = 0 \times 3$$

إذن قيمة وضع التغطية في كل حالة: $90 = 30 - 120$.

$$90 = 0 - 90$$

إن 90 تمثل قيمة التغطية في نهاية 6 أشهر، ولكن ما هي القيمة التي يجب استثمارها في بداية الفترة وبمعدل خالي من المخاطرة (0,05) يمكن معرفة ذلك بحساب أولاً ما يعرف بقيمة فرق التغطية.

$$ق = \frac{(م+1)(س ق) - ق}{(م+1) ك}$$

حيث: م: معدل العائد الخالي من المخاطرة.

س: القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة.

ق: قيمة وضع التغطية في نهاية الفترة.

ن: عدد الأسهم.

ي: عدد حقوق الاختيار.

$$ق = \frac{90 - (2 \times 50)(0,05 + 1)}{3(0,05 + 1)}$$

$$ق = 4,762 \text{ جنيه.}$$

وعليه قيمة التغطية في بداية الفترة = قيمة الأسهم في بداية الفترة - فرق التغطية \times عدد حقوق الاختيار.

$$= 100 - 4,762 \times 3 = 85,714 \text{ جنيه.}$$

وعليه يجب استثمار مبلغ 85,714 جنيه، وإذا أردنا أن نتأكد أنه يوجد وضع التغطية فنحسب:

معدل العائد = وضع التغطية في نهاية الفترة - وضع التغطية في بداية الفترة

وضع التغطية في بداية الفترة

$$= 0,05$$

وهذا ما يؤكد أن وضع التغطية خال من المخاطرة.

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل يمكن أن نستخلص أن الإختيار هو عبارة عن عقد يعطي لحامله الحق في شراء وبيع أصل ما في تاريخ معين وبسعر محدد وقت الإتفاق، والفرق الأساسي بينه وبين العقود المستقبلية هو الحق وليس الإلتزام، ولكن مقابل هذا الحق يدفع مبلغ مكافأة يكون غير قابل للرد للبائع. هناك عدة أنواع للإختيار ولكن الأكثر شيوعا هو اختيار الشراء واختيار البيع، حيث يعطي اختيار الشراء لحامله الحق في شراء أصل ما في وقت محدد وبسعر محدد، أما اختيار البيع فيعطي لحامله الحق في بيع أصل ما في وقت محدد وبسعر محدد.

إن للإختيار قيمة سوقية، وقيمة ذاتية وأخرى زمنية، فالقيمة السوقية هي قيمته في السوق أما القيمة الذاتية فهي الفرق ما بين السعر السوقي وسعر التنفيذ للأصل محل العقد، أما الفرق بين القيمتين أي القيمة السوقية والذاتية تمثل القيمة الزمنية.

لقد وجدت عدة نماذج لتقييم حقوق الإختيار ولتبيان أهم العوامل المؤثرة والمحددة لسعر الإختيار، من أشهرها نموذج بلاك وشولز، ونموذج تكافؤ خيار البيع و الشراء، و النموذج البياني فوفقا لهذه النماذج فإن قيمة الإختيار هي عبارة عن دالة لكل من سعر السهم، سعر التنفيذ، الوقت المتبقي على انتهاء صلاحية العقد، سعر الفائدة، ومدى تقلب الأسعار الخاصة بالأصل محل عقد الإختيار. أما عن الهدف الأساسي من استخدام هذه الخيارات فهو لإدارة المخاطر أو التغطية من خلال عدة استراتيجيات.

وأخيرا فإن الإستثمار في عقود الإختيار لا يحتاج إلى مبالغ استثمارية أكبر مقارنة بالتعامل مباشرة في السوق الحاضر، كما يمكن للمستثمر معرفة أقصى خسارة يمكن أن يتعرض لها وهذا ما يمكنه من تقييد هذه الخسارة وتحقيق رافعة مالية أكبر، وهذا ما يوسع مجال الفرص المتاحة أمام المستثمرين.

الفصل الخامس
الخامس

عقود المبركة
المبركة

مقدمة الفصل :

المبحث الأول: عقود المبادلة

المطلب الأول: ماهية عقد المبادلة

المطلب الثاني : عقود مبادلة أسعار الفائدة

المطلب الثالث :عقود مبادلة العملات

المطلب الرابع : عقود المبادلة الهجينة

المطلب الخامس :عقود مبادلة البضائع

المبحث الثاني: الأشكال المختلفة لعقود مبادلة أسعار الفائدة

المطلب الأول : استخدامات عقود مبادلة أسعار الفائدة

المطلب الثاني :مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة متغير وغير المقيد caps

المطلب الثالث : مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير والمقيد floors

المطلب الرابع : عقود المبادلة المختلفة -collars

المبحث الثالث : كيفية تنظيم سوق المبادلات

المطلب الأول : لمحة تاريخية عن نشأة هذا السوق

المطلب الثاني : المتعاملون في هذا السوق

المطلب الثالث : السوق الثانوية للمبادلات

المبحث الرابع: إدارة المخاطر باستخدام عقود المبادلة

المطلب الأول : تحسين شروط الأقراس والاقتراض

المطلب الثاني : الدخول إلى الأسواق المختلفة

المطلب الثالث : تغطية المخاطر

خلاصة الفصل

مقدمة الفصل :

إن عدم الاستقرار الذي عرف خلال السبعينات أدى إلى ظهور أخطار كبيرة وانعدام الثقة لدي كل من المقترضين ،المستثمرين ، وكذا مديري المحافظ المالية ، وخاصة محافظ السندات . تمثلت هذه الأخطار أساسا في الإرتفاع الكبير لمعدلات الفائدة ، وكذا تقلبات أسعار الصرف والتي أدت بدورها إلى خلق مشاكل كبيرة خاصة المؤسسات التي تتعلق أصولها و خصومها بهذين العاملين، في ظل هذه الظروف وبغية تقليص هذه الأخطار وحالات انعدام الثقة ظهرت عقود المبادلات كأحد أنواع الأدوات المالية المشتقة المشهورة في المحيط الإقتصادي الجديد . فلقد لقت رواجاً وإتماماً كبيرين حيث لم يعرف أي سوق من قبل هذا النجاح . وذلك لأنها تهدف إلى إدارة المخاطر وخاصة مخاطر أسعار الفائدة و أسعار الصرف.

إن عقود المبادلة عبارة عن إتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل مجموعة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية . فكل طرف حاجات محددة و طبيعة مختلفة ولكنها تكمل حاجات الطرف الآخر، تشبه هذه المبادلات العقود المستقبلية فيما يخص خاصية الالتزام. فعقد المبادلة ملزم للطرفين ولكنها تختلف عنها في ما يخص تسوية العقد .حيث لا يتم تسويتها يوميا كما هو معروف في حالة العقود المستقبلية ، فهي عقود لاحقه التنفيذ أي يتم تسويتها إلا مرة واحدة .يكون موضوع هذه التدفقات النقدية دين أو عملات أجنبية .

وعليه يمكن أن نميز نوعان أساسيان للمبادلات وهما مبادلة معدلات الفائدة ،ومبادلة العملات . إضافة إلى ذلك هناك آخر يتمثل في عقود مبادلة البضائع .وعقود مبادلة أسعار الفائدة تتضمن بدورها عدة أنواع فتتمثل في عقود مبادلة معدل الفائدة الثابت بالمتغير ، عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد ، وعقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير و المقيد أو أخيرا عقود المبادلة المختلطة .

يتم تداول هذه العقود في أسواق وبمساعدة وسيط لتنظيم عملية التبادل . فيتيح هذا السوق أمام المستثمرين قرض استثمارية جديدة تمكنهم من تغطية أخطار معدلات الفائدة وأسعار الصرف خاصة و بنفقات أقل ، ويكون للمشاركين في هذا السوق دوافع مختلفة فقد يكونون من المضاربين أو المراجحين أو المتحوظين ولهذا فقد خصصنا هذا الفصل لعمليات المبادلات أو المقايضات فسنعرض في البداية مبحثا خاصا بماهية هذه العقود وذلك للتعرف علي كيفية عمل هذه العقود، وكذا أهم أنواعها .أما المبحث الثاني فسنبين فيه آليات استعمال هذه العقود بيمنا المبحث الثالث فسنتعرف فيه على كيفية تنظيم و إدارة أسواق المبادلات .وكذا أهمية السوق .وأخر مبحث خصصناه إلي إبراز أهميته عقود العقود المبدلات ودورها في إدارة المخاطر، أي مخاطر معدلات الفائدة وأسعار للطرف.

المبحث الأول: عقود المبادلة

قد تتعرض المنشآت والمؤسسات المالية إضافة إلى مخاطر الأسعار لمخاطر أخرى التي قد تؤدي بها حد الإفلاس تتمثل هذه المخاطر في تقلبات أسعار الفائدة وخاصة البنوك ومن هذا يزيد اهتمام هذه المؤسسات بشكل كبير بمشكلة تغير أسعار الفائدة ، والمخاطر الناجمة عن ذلك. إذا أخذنا من بين هذه المؤسسات المالية مثلا البنوك فإن وظيفتها الأساسية هي الإحتفاظ بالودائع وتقديم قروض من خلال هذه الودائع. فإذا قام بإقراض الودائع قصيرة الأجل بمعدل فائدة ثابت . فإذا ارتفع معدل الفائدة على الودائع سيتعرض البنك في هذه الحالة إلى خسائر ولكن إذا إنخفض سعر الفائدة ،سيكون البنك في هذه الحالة هو المستفيد إذن هنا لا بد من وجود وسيلة أو أداة ليحمي البنك نفسه من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة .وعليه قد نتساءل عن ماهي هذه الوسائل أو الأدوات اللازمة ؟

في بداية الأمر ظهرت بعض الوسائل للتقليل من مخاطر أسعار الفائدة .وكانت أهم وسيلة هي وسيلة أطلق عليها اسم : " الموائمة النقدية cash matching" ويعرف هذا الأسلوب بأنه عبارة عن شراء أصول ملائمة وذلك لإدارة مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات المستقبلية. (1) لتوضيح هذا التعريف سنتطرق للمثال التالي:

إذا كان على مؤسسة معينة التزامات تتمثل في سندات تبلغ قيمتها 500000 جنيه يجب تسديدها بعد مرور 10سنوات .هناك طريقة تمكنها من ذلك تتمثل في شراء سندات بدون كوبون وهي سندات يتم إصدارها بخصم على قيمتها الإسمية ، حيث تمثل الفرق بين القيمة السوقية والمتحصلات الفعلية مقدار العائد الذي يحققه المستثمر على هذا النوع من السندات .(2)

وتكون هذه السندات خالية من مخاطر عدم الوفاء أو عدم القدرة على السداد وستحق أيضا بعد مرور 10سنوات .وقيمتها 500000جنيه .فإن قامت المؤسسة بشراء هذه السندات يمكنها الوفاء بالتزاماتها بعد انتهاء 10 سنوات و لكن فيما يخص مخاطر تغير سعر الفائدة ففي ظل هذه الطريقة نلاحظ أنه تم تحبيدها أو التحوط منها وذلك عن طريق شراء سندات بدون كوبون لعل هذه الطريقة سهلة جدا وفعالة في نفس الوقت وعليه قد تساءل لماذا ظهرت طرق أخرى لنفس الهدف وهو إدارة مخاطر أسعار الفائدة ؟.

إن السبب الرئيسي في ظهور وسائل أخرى والتي تتمثل أساسا في عقود المبادلة هو بعض النقص التي كانت تعاني منها هذه الوسيلة أو هذا الأسلوب ففي حالات كثيرة تكون الموافق التي تواجهها المؤسسات المالية تعرف نوعا من التعقيد .والذي لا يمكن التحوط ضده باستخدام هذه

¹- محمد صالح الحناوي/نهال فريد مصطفى/ جلال إبراهيم العبد " الاستثمار في الأسهم والسندات" مرجع سابق *ص301
²محمد صالح الحناوي "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية " مرجع سابق * ص 376 *

الوسيلة أي فكرة الأصول الملائمة فمثلا وتبعا لنفس المثال السابق إذا لم تجد هذه المؤسسة الأصل الملائم أي الذي له نفس تاريخ الإستحقاق وأيضا إذا لم يجد أصل بلا كوبون .
فهنا قد نتساءل ماذا يفعل؟

إن للإجابة علي هذا السؤال ظهرت عقود المبادلة . وخاصة عقود مبادلة أسعار الفائدة وأسعار الصرف .

ولكن إذا بحثنا عن أصل هذه العقود أي عقود المبادلة نجد أن منشأها كان في السبعينات وبالضبط عام 1970 وذلك نتيجة استعمال تجار العملة هذه المبادلات كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية علي تحركات العملة الأجنبية . فكان أول عقد لمبادلة أسعار الفائدة سنة 1981 نتيجة اتفاق بين شركة IBM و WORLD BANK وبعد هذا التاريخ كتطور لإستعمال عقود المبادلات بشكل كبير. (1)

المطلب الأول: ماهية عقود المبادلة

يمكن تعريف عملية المبادلة على أنها اتفاق يتم بين طرفين لتبادل تسديدات في مدة يتفق عليها مسبقا ووفقا لشروط تكون برضي الطرفين. (2)

كما يمكن تعريف عقود المبادلة على أنها عقود تشبه العقود لاحقه التنفيذ ، ومعنى ذلك أن تسوية الأرباح والخسائر في عقود المبادلة لا يتم يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية ، بل يتم عند تنفيذ المبادلة ، وعلى هذا الأساس يطلق على الأرباح و الخسائر في عقود المبادلات أنها أرباح أو خسائر ورقية. (3)

وهناك تعريف آخر فهو عقد يمكن طرفين من التبادل في وقت معين إما تدفقات نقدية لأصل ما أو لدين أو مبلغ معين من العملات و ذلك خلال المدة المتفق عليها و التي قد تكون من سنتين حتى 15 سنة ، و هناك نوعان أساسيان ، وهما عقود مبادلة أسعار الفائدة وعقود مبادلة العملات .

وفي غالب الأحيان لا تتم المبادلة بين الطرفين بشكل مباشر . وإنما يتدخل سمسار الذي يلعب دورا هاما في الجمع ما بين الطرفين . وكذا ضمان التسديد لكلا الطرفين . (4)

كما تعتبر عقود المبدلات على أنها سلسلة من العقود الأجلة البسيطة التي بموجبها يلتزم طرفين في تاريخ معين مبادلة معدلات الفائدة المحسوبة على أساس موحد ولكن بشروط مختلفة فقد يتم مبادلة معدل الثابت معدل الفائدة المتغير . أو مبادلات العملات (5)

1- فرانسوا لروا، ترجمة حسن الضيقة "الأسواق الدولية للرساميل" مرجع سابق *ص269*

2- فرانسوا لروا، ترجمة حسن الضيقة "الأسواق الدولية للرساميل" مرجع سابق *ص269*

3- صالح الحناوي "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق *ص378*

4- « craig alexander » voir site web:

www.sat.com.ca/francais/resserch/13-604-MIF/13-604-MIBI1995034.pdf

5 - dov ogien « marches financiers » gualino 2002 *p171*

وأخر تعريف : فإن المبادلات عبارة عن اتفاقيات خاصة بين شركتين لتبادل التدفقات النقدية في المستقبل ووفقا لصيغة مرتبة أو معدة مسبقا .ويمكن اعتبارها محافظ للعقود الآجلة ، وذلك فإن دراسة المبادلات هي امتداد طبيعي لدراسة العقود الآجلة والعقود المستقبلية. (1)

وعليه عقد المبادلة يعبر عن كل المعاملات التي تخول لطرفين أو أكثر تبادل إصداراتهم أو ديونهم بنفس العملة أو بعملات مختلفة ،وبمعدلات فائدة ثابتة أو متغيرة بواسطة وسطاء ماليين .

من خلال هذه التعاريف نستنتج أن عمليات المبادلة كانت في الأصل عمليات مقايضة ،أي تبادل سلعة بسلعة ما ،ونظرا لأهميتها تطورت لتصبح عمليات منظمة بموجب عقود والتزامات فهي في الأصل إتفاق بين طرفين أو أكثر إما لمبادلة تدفقات نقدية بعملات مختلفة أو لتبادل فوائد على ديون أو قروض معنية ،وقد تكون الفوائد إما فوائد مدفوعة على مبالغ مقترضة أو فوائد محصلة كعائد على الاستثمار، فهنا وجود العقد ضروري لتغطية مخاطر تغيرات سعر صرف العملات المختلفة، أو أسعار الفائدة على المبالغ المقترضة، ولتحقيق فائدة لكلا الطرفين .

ولتوضيح فكرة عقود المبادلات أكثر نفترض أن مستثمر أمريكي يريد الحصول على قرض طويل الأجل بالدولار الأمريكي بسعر فائدة تفضيلي prime rate كما يريد استثمار مبلغ قدره 10 مليارات ين ياباني في اليابان ويتم الحصول على هذا المبلغ عن طريق طرح سندات للتداول بالين الياباني في سوق رأس المال لمدة 10 سنوات بسعر فائدة 7.75 % وهو مرتفع مقارنة مع ما يدفعه مقترض ياباني على نفس القرض وهو 6.25 % فقط (2).

ونفترض أنه يوجد مستثمر آخر من جنسية يابانية يرغب هو الآخر في استثمار مبلغ في الولايات المتحدة الأمريكية يقدر بـ 100 مليون دولار، وهو الآخر يحصل على هذا المبلغ عن طريق طرح سندات بالدولار الأمريكي للتداول في سوق رأس المال بمعدل فائدة 7 % وهي مرتفعة مقارنة مع ما يدفعه مقترض أمريكي على نفس القرض وهو يقدر بـ 6.5 % فقط.

إذن هنا وحسب هذه المعلومات قد نلاحظ وجود منفعة متبادلة لكل من هذين المستثمرين وذلك باتفاقهما على أن يقترض كل واحد من مصرفه المحلي قرضا بعملته الوطنية وبالقيمة التي يحددها الطرف الآخر وبسعر الفائدة التفضيلي، والذي هو أقل من ما سيدفعه المقترض الأجنبي، وبعد ذلك يتم مبادلة التزامات كل منهما ولنفس المدة أي 10 سنوات.

هذا من جهة، ومن جهة أخرى يوجد خطر آخر يتمثل في خطر تقلب سعر الصرف بين الدولار والين الياباني ولتجنب هذه المخاطر يمكن لكلا الطرفين اللجوء إلى البنك لعقد مبادلة للعمليات وبالتالي الإتفاق على سعر صرف معين بين العملتين يتم تثبيته خلال فترة سريان العقد، وذلك لتغطية خطر تغير سعر الصرف، أو قد تكون عن طريق شراء فوري لعملية ما وبيعها آجلا

1-د. طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية" مرجع سابق *ص229
2-مدحت صادق "النقود الدولية و عمليات الصرف الأجنبي" مرجع سابق *ص157

في نفس الوقت أو العكس، معناه أن هذه العملية تتم بتحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع ولكن بقيمة واحدة، وتاريخي استحقاقهما مختلفين، فالفرق بين سعر الشراء وسعر البيع هو سعر المبادلة swap rate وبهذا يكون كلا الطرفين قد حققا فائدة من هذه العملية تتمثل في تحقيق رغبة كل طرف فيما يخص الإقراض، وكذا التغطية ضد مخاطر سعر الصرف وأسعار الفائدة.

- أنواع عقود المبادلة

إن عمليات المبادلة تقدم للمستثمر عدة إمكانيات، فتمكنه من الحصول على العملات الأجنبية وذلك بتحويل عملة ما إلى عملة أخرى ولكن بشكل مؤقت، كما تمكنه من الإقراض و الإقتراض إذا لم يتمكن من ذلك سبب عدم وجود المقرض أو المقترض، ولهذا يمكن التمييز بين عدة أنواع لعقود المبادلات، فالنوعان الشائعان هما عقود مبادلة أسعار الفائدة والعملات وإضافة إلى ذلك هناك أيضا عقود مبادلة البضائع، وعقود المبادلة الهجينة أو المتقاطعة والتي تتمثل في الجمع بين عمليتي مبادلة أسعار الفائدة والعملات.

في ظل عقود مبادلة أسعار الفائدة قد تستعمل إما لمبادلة إلتزام ما أو دين وإما لمبادلة أصل ما، وقد تستعمل أيضا لمبادلة المؤشرات، وعقود مبادلة أسعار الفائدة التي يكون موضوعها أصل ما تتضمن بدورها عدة أنواع، فيوجد عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد وهي ما تعرف بـ Caps، وعقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير و المقيد وهي ما تعرف بـ Floors، وأخيرا عقود تجمع ما بين Caps و Floors تعرف بعقود المبادلة المختلطة أو Collars.⁽¹⁾

المطلب الثاني: عقود مبادلة أسعار الفائدة: Interest rate swaps

مبادلة أسعار الفائدة هي عبارة عن عمليات بموجبها يتبادل طرفين تدفقات الفائدة، فيدفع الطرف الأول تدفقات ذات سعر ثابت والثاني تدفقات ذات سعر متغير أو العكس، دون التعرض لمبادلة الدين نفسه، فهي بذلك تمثل ميكانيزم البحث عن التمويل الخارجي⁽²⁾. فإذا أرادت مؤسسة مثلا الإقتراض فتحدد أولا طبيعة العملة التي تريد الإقتراض بها، وكذا طبيعة أسعار الفائدة على هذا القرض أي إذا كانت ثابتة أو متغيرة، هذا من جهة ومن جهة أخرى إذا أرادت مؤسسة صناعية الإستثمار في مشروع على المدى الطويل فهي تريد معرفة جيدا النفقات المؤثرة على مردودية هذا المشروع مستقبلا حتى وإن كان هذا الشك مكلف.

¹- j.p.gourlaouen « les nouveaux instruments financiers » librairie vuibert 1988* p 99*

²-Josette peyrard « gestion financière internationale » librairie vuibert 1999 *p 164*

إن عقود مبادلة أسعار الفائدة تمكننا من معرفة طبيعة الفائدة المدفوعة والمرغوب فيها أيضا، كما تسهل لها معرفة نوع التمويل الملائم، وكل هذا يكون بتكاليف أقل. يعتبر هذا النوع من المبادلة أكثر شيوعا، ويتراوح تاريخ استحقاقها من عامين إلى 15 سنة⁽¹⁾ وتحدد فترة معينة لسداد الفوائد والتي هي موضوع عقد المبادلة، كما تحدد مبلغ الفائدة المدفوعة على أساس مبلغ وهمي أو اعتبار يسمى National Principal وهذا المبلغ هو مبلغ إسمي أو نظري يستخدم فقط لتحديد مقدار التدفقات النقدية التي تدفع وفقا لعقد المبادلة. وتتمثل أركان عقود مبادلة أسعار الفائدة في ما يلي:⁽²⁾

1- المشتري: Buyer

وهو الطرف الأول لعقد المبادلة فهو الذي يقوم بدفع الفائدة الثابتة وذلك للحصول على الفائدة المتغيرة وهو ما يطلق عليه إسم Fixed payer وتكون أرباحه متمثلة في الفرق بين معدل الفائدة الثابت ومعدل الفائدة المتغير، وهدفه دائما التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة.

2- المحرر: Writer

وهو الطرف الثاني لعقد المبادلة، فهو عكس الطرف الأول حيث يقوم بدفع الفائدة المتغيرة مقابل الحصول على الفائدة الثابتة، وهو ما يطلق عليه إسم Floating payer or receive fixed فإذا ما انخفض معدل الفائدة المتغير عن معدل الفائدة الثابت يحصل المحرر على الفرق من الطرف الأول.

3- معدل الفائدة الثابتة: Fixed interest rate

وهو سعر الفائدة الثابت، المتفق عليه والذي يدفعه المشتري للمحرر.

4- معدل الفائدة المتغير: Floating interest rate

وهو سعر الفائدة المتغير الذي يتفق عليه الطرفان حيث يدفعه المحرر للمشتري وفي غالب الأحيان يتم تحديده على أنه متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة، وسعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس Libor هو أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداما في عقود المبادلة، وهو يعبر عن معدل الفائدة على القروض بين البنوك في سوق الدولار الأوروبي.

¹ د. طارق عبد العال حماد " المشتقات المالية " مرجع سابق *ص231*

² محمد صالح الحناوي / نهال فريد مصطفى/ جلال إبراهيم العبد "الإستثمار في الأسهم والسندات" مرجع سابق *ص303*

5- التسوية: Settlement

إن عقود المبادلة لا يتم تسويتها يوميا، وإنما على أساس دوري متفق عليه قد يكون (ربع سنوي، نصف سنوي،...)، فإذا تم تسوية عقد المبادلة مرتين سنويا مثلا في 15 مارس و15 سبتمبر، فإن التسوية في 15 سبتمبر تتم على أساس آخر سعر لمعدل الفائدة المتغير قبل 15 سبتمبر.

6- قيمة المبادلة: Amount of swap

وهو المبلغ المتفق عليه بين طرفي العقد، وهو يمثل قيمة المبادلة نفسه، فإذا كان لدينا مثلا طرفين أحدهم يملك أصولا تحمل معدلات فائدة متغيرة ولكن له التزامات تحمل معدلات فائدة ثابتة، ففي حالة انخفاض معدلات الفائدة، تتأثر متحصلاته بشكل سلبي ولكن إذا ارتفعت معدلات الفائدة فيكون في هذه الحالة مستفيدا.

أما الطرف الآخر فالعكس لديه أصولا تحمل معدلات فائدة ثابتة، وعليه التزامات بمعدل فائدة متغيرة، ففي حالة انخفاض معدلات الفائدة يكون مستفيدا، أما في حالة ارتفاعها تتأثر متحصلاته بشكل سلبي، فنلاحظ أنه لكلا الطرفين مصلحة في عقد مبادلة.

فيسدد الطرف الأول جزء من تسديدات الفائدة المفروضة على الطرف الثاني، ويلتزم هذا الأخير أيضا بتسديد الفوائد المفروضة على الطرف الأول.

في حالة عقد مبادلة أسعار الفائدة لا تقتصر هذه العملية على التزامات تكون موجودة من قبل، وإنما قد يقوم الطرفان باقتراض المبلغ نفسه وبنفس تاريخ الإستحقاق، ولكن بمعدلات فائدة مختلفة أي أحدهما يقترض بمعدل فائدة ثابت والآخر بمعدل متغير، وبفضل هذه العملية يتولى كل واحد تسديد فائدة الطرف الآخر.

ولتوضيح ذلك أكثر سنتطرق للمثال التالي:

مثال:

إذا كان لدينا مؤسستين (1) و (2) الأولى تريد الاقتراض بمعدل متغير، والثانية بمعدل

ثابت وتكون معدلات الفائدة المقترحة لكلا المؤسستين سواء ثابتة أو متغيرة كالتالي:

- المؤسسة (1) يمكنها الاقتراض بمعدل فائدة ثابت 7,5 %

- أو معدل فائدة متغير $LIBOR + 1/8 \%$

- أما المؤسسة (2) فيمكنها الاقتراض بمعدل فائدة ثابت 9,5 %.

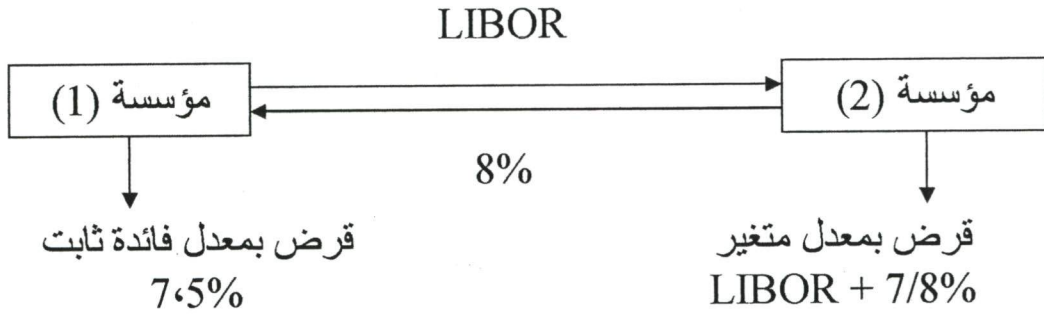
- أو معدل فائدة متغير $LIBOR + 7/8 \%$

فمن خلال هذه المعطيات نلاحظ أن المؤسسة (1) تحظى بوضعية أفضل من المؤسسة

(2) فإذا قامت المؤسسة (1) الاقتراض بمعدل ثابت والمؤسسة (2) بمعدل متغير، وإبرام عقد مبادلة

تكون العملية حسب الشكل (5-1) التالي:

شكل (5-1): توضيح عملية المبادلة



مصدره: فرانسوا لروا ، ترجمة حسن الضيقة "الأسواق الدولية للرساميل" مرجع سابق * ص 271.

وعليه يكون الربح المحقق من العملية تقدر بـ 6,25 % ويمكن توضيح ذلك من خلال ما يلي:

المؤسسة (2)	المؤسسة (1)	
	7.5 %	قرض بمعدل ثابت
ليبور + 7/8 %		قرض بمعدل متغير
		عقد المبادلة يقتضي:
ليبور	ليبور	(1) يدفع لـ (2) معدل الفائدة العائم
8 %	8 %	(2) يدفع لـ (1) المعدل الثابت + 0,5 %
		المتحصلات (A)
	ليبور - 0,5 %	- يكلف القرض (1)
8.875 %		- يكلف القرض (2)
		كلفة القرض مباشرة (B)
9.5 %		بمعدل ثابت
	ليبور + 1/8	بمعدل عائم
		ربح العملية:
0.625 + %	0.625 + %	(A - B)

إذن نلاحظ أن ربح التبادل كان متساويا للطرفين ولا يكون كذلك دائما.

المطلب الثالث: عقود مبادلة العملات: Currency Swaps

إن عقد مبادلة العملات هو بيع حاضر لعملة ما مصحوبا بعملية شراء لأجل هذه العملة، وذلك بهدف التغطية ضد مخاطر أسعار صرف العملات Exchange Rate Risk تتم عادة بشراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر، والقيام في نفس الوقت بإجراء عملية متزامنة في السوق الآجل، وذلك ببيع العملة التي سبق شرائها، أو شراء العملة التي سبق بيعها، فتجمع هذه العملية، أي عملية مبادلات العملات بين الشراء الفوري لعملة ما وبيعها آجلا في نفس الوقت والعكس، وتكون قيمة عقد الشراء وعقد البيع واحدة، ولكن تاريخ استحقاقها يختلف. (1)

عقود مبادلة العملات هي إمتداد لقروض Back to back التي كانت معروفة في سنوات السبعينات، هذه القروض هي عبارة عن معاملات بين متعاملين إقتصاديين، أو بين مؤسستين، أو بين بنكين، أو بين بنك و مؤسسة، ولكن توأجهما يكون في بلدين مختلفين، وهذا ما يؤدي إلى ضرورة الإقتراض بينهما وبعمليتهما(2).

وتنشأ عملية المبادلة هذه عند توفر رغبة طرف ما يمتلك عملة معينة في الحصول على عملة مختلفة وتتم عن طريق تقديم أحد الطرفين أصل معين بعملية معينة للطرف الثاني، وحصوله على كمية مساوية ولكن بعملية أخرى، ويمكن استخدام عقود مبادلة العملات لتحويل قرض بعملة ما إلى قرض بعملة أخرى، ولتوضيح ذلك، نفترض أن أحد المستثمرين قام باقتراض مبلغ بالدولار الأمريكي يسدد بعد 6 أشهر، ولكنه قام ببيع هذه الدولارات ليحصل على الين الياباني وذلك من أجل تسديد إلتزامات عليه، فبعد مرور 6 أشهر، يكون هذا المستثمر بحاجة إلى الدولارات لسداد القرض الأمريكي، وبما أنه يوجد خطر تقلبات الأسعار وبالتالي احتمال ارتفاع سعر صرف الدولار فأمام هذا المستثمر حل وحيد هو شراء الدولارات في السوق الحاضر شراء آجلا، أي يشتري الدولارات الآن على أساس أنه بعد مرور 6 أشهر سعر صرف الدولار سيرتفع.

مثال 1:

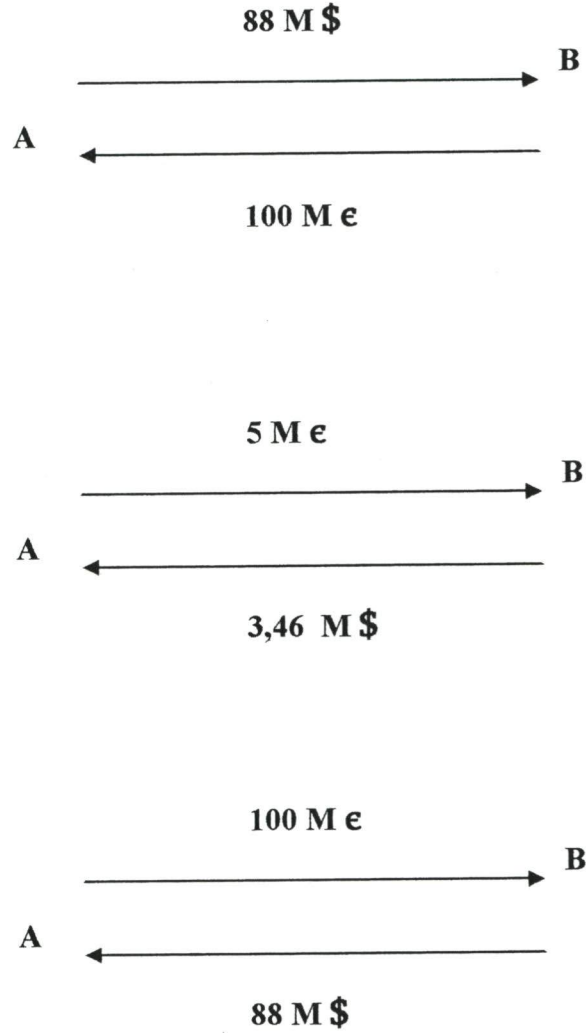
مؤسستان A و B تعقد اتفاق مبادلة مع العلم أن المؤسسة A لها قرض بمبلغ 100 مليون e وبمعدل فائدة 5% و مؤسسة B لها قرض بمبلغ 88 مليون \$ بمعدل فائدة 4.5 % وسعر الصرف، $e1 = 0,88 \$$.

إذن هناك ثلاثة حالات لتبادل التدفقات النقدية وهي:

¹ - Paul.R.krugman – Maurice obstfeld « économie internationale » de Boeck université 2001 p : 389.

² - مدحت صادق "النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي" دار غريب للنشر *1997 ص154*.

الشكل (2-5) : مراحل عقد المبادلة



المصدر: موقع الانترنت : www.eur.export.cpm/francais/apptheo/finance/rixchange/swap

1- التبادل الأساسي:

- فالمؤسسة A تقرر للمؤسسة B مبلغ 88 مليون \$
- والمؤسسة B تقرر للمؤسسة A مبلغ 100 مليون e

2- تبادل تسديدات الفائدة:

- A تسدد معدل الفائدة لـ B 5 %
- و B تسدد معدل الفائدة لـ A 4,5 %

3- التبادل الأخير:

A- تسدد لـ B المبلغ الأصلي.

B- تسدد لـ A المبلغ الأصلي.

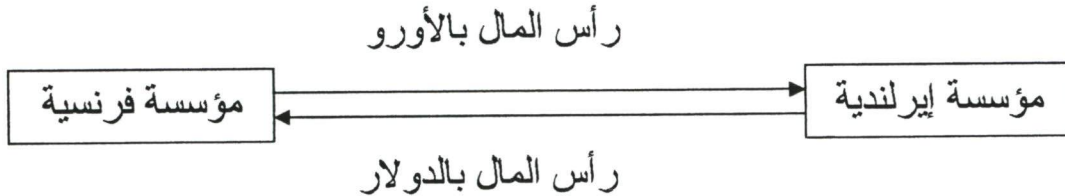
إذن من خلال هذا المثال نستنتج أن عقد مبادلة العملات يتم عبر ثلاثة مراحل: (1)

- الطرفان يتبادلان رأس المال الأصلي على أساس سعر الصرف المحدد في السوق الحاضر.
- خلال فترة عقد المبادلة، يتم مبادلة معدلات الفائدة على رأس المال.
- يتم تسديد رأس المال بالعملة المحلية لكلا الطرفين وذلك على أساس سعر صرف محدد.

مثال 2:

لنفترض أن مؤسسة فرنسية تريد الحصول على قرض بالدولار، ومؤسسة أخرى إيرلندية تريد الحصول على قرض بالأورو، فتقوم المؤسسة الفرنسية بالإقراض بالأورو والمؤسسة الإيرلندية بالدولار، وبعد ذلك يتم عقد مبادلة بين المؤسستين.

الشكل (3-5) : كيفية تبادل رأس المال الأصلي

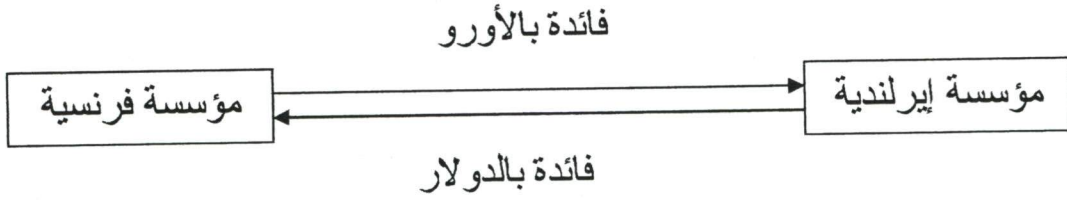


المصدر: *p221* « technique financière internationale » dunod 2003 michel gura

و لكن تدفع كل سنة فوائد على القروض بالدولار و الاورو ،و بالتالي فعلى المؤسسة الفرنسية تسديد الفوائد بالأورو و المؤسسة الإيرلندية بالدولار ،على النحو التالي :

p61 « gestion de risque de change » economica 1996 -practice fautine¹

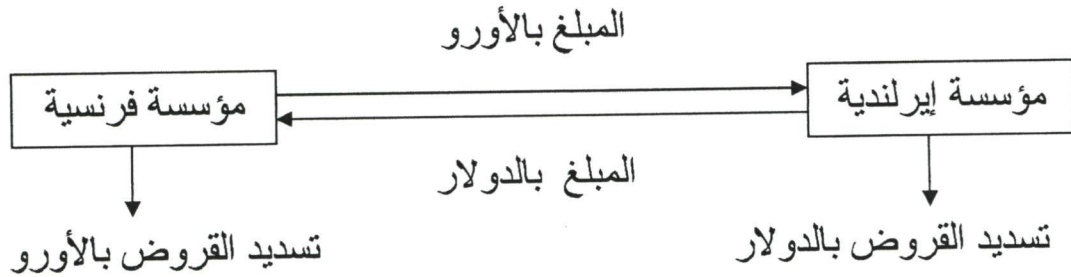
الشكل (4-5): كيفية دفع الفوائد



المصدر: *p222* « technique financière internationale » dunod 2003 michel gura

و عند حلول تاريخ الإستحقاق المؤسسة الفرنسية تقوم بتسديد الدولارات التي تحصلت عليها بموجب عقد المبادلة، أما المؤسسة الإيرلندية فتقوم بتسديد المبلغ بالأورو .

الشكل (5-5): كيفية تسديد المستحقات في تاريخ الإستحقاق



المصدر: *p223* « technique financière internationale » dunod 2003 michel jura

مثال عددي:

مؤسسة (A) قامت باقتراض مبلغ 1 مليون دولار بمعدل فائدة 6% ولكنها تفضل الإقتراض بالأورو في نفس الوقت توجد المؤسسة (B) اقترضت بالأورو، و لكنها تفضل الإقتراض بالدولار وقرضها بمبلغ 1 مليون e وبمعدل فائدة 8% إذن هنا يتم إبرام عقد مبادلة بين المؤسستين ينص على:

1- عقد الإتفاق على عقد المبادلة المؤسسة A تسدد 1 مليون \$ للمؤسسة B وذلك بتطبيق سعر الصرف المتفق عليه وهو عادة سعر الصرف الآني مثلا: ($e0,80 = \$1$) ويكون التبادل هنا بشكل عملي وليس ضروري، فكان من الممكن أن تحوّل المؤسسة A المبلغ بالدولار إلى الأورو. وبالتالي الحصول على 800000 e، وبالمقابل تقوم المؤسسة B بتحويل المبلغ بالأورو إلى دولارات 1250000 دولار

ولكن الفوائد المحققة من هذه العملية تمنعهم من ذلك.

- خلال مدة العقد يتم تبادل تسديدات الفائدة على القروض، فتدفع A-B الفائدة بالأورو على القرض الذي قيمته 800000 أورو وبما أن معدل الفائدة 8% فتدفع مبلغ 64000 أورو. لتتمكن المؤسسة B من تسديد الفوائد للمقرضين الأساسيين.

أما B فتسدد لـ A الفوائد 6% أي مبلغ 60000 أورو، والتي تستعملها هي الأخرى لتسديد الفوائد للمقرضين الأساسيين، ولكن دون أن ننسى أنه طول مدة صلاحية عقد المبادلة يتم تبادل تسديدات الفائدة على أساس سعر الصرف (1 دولار = 0,80 أورو).

- عند انتهاء تاريخ صلاحية العقد أي في تاريخ الاستحقاق، فكل طرف يسدد للطرف الآخر مبلغ القرض دائما على أساس سعر الصرف، أي A تسدد لـ B مبلغ 800000 أورو و B تسدد لـ A 1 مليون دولار. وبهذا يمكن لكلا الطرفين تسديد المبلغ الأصلي للقرض.

إن من خلال هذه الأمثلة نستنتج أن عقد مبادلة العملات ينشأ لما يراد استثمار مبالغ في الخارج أو الحصول على عملة أجنبية أو إذا كان الاستثمار في بلد آخر يدر عائدا أكبر من البلد المحلي، وطبعا لتغطية مخاطر سعر الصرف، فهو ينتج إمكانية المبادلة بين طرفين وذلك بتواجد محررين ملتزمين بعمليتين مختلفتين، وبمعدل صرف متفق عليه مسبقا، وهذا المعدل يمكن أن يكون فوري أو معدل لأجل ومتفق عليه من الطرفين، إضافة إلى ذلك يتم إعادة الالتزامات في مدة محددة، كما تدفع الفوائد المترتبة على المبالغ المتلقاة حتى تاريخ انتهاء العقد، وهذه الفوائد يمكن أن تكون معدلات ثابتة أو متغيرة، وعليه هناك حالتين لعقود المبادلة العملات.

1- الحالة الأولى: عقود مبادلة العملات بمعدل ثابت

ويقصد به مبادلة قروض محررة بعملات مختلفة ولكنها بمعدلات فائدة ثابتة⁽¹⁾. إذا كان لدينا شركتين واحدة أمريكية والأخرى ألمانية. وقامت الشركة الألمانية بإصدار سندات بمعدل فائدة ثابت وبالدولار الأمريكي في سوق نيويورك بتاريخ استحقاق لمدة 7 سنوات ولكنها ترغب في تحويل هذه الإصدارات إلى المارك الألماني.

¹ - فرانسوا لروا، ترجمة حسن الضيقة "الأسواق الدولية للرساميل" مرجع سابق * ص 274

والشركة الأمريكية هي الأخرى قامت بإصدار سندات بمعدل فائدة ثابت وبنفس تاريخ الاستحقاق ولكن بالمارك الألماني، وترغب هي الأخرى في تحويل هذا الإصدار إلى الدولار الأمريكي. إذن هذه الحالة تعبر عن عقد مبادلة عملات بمعدل فائدة ثابت.

فتقوم الشركة الأمريكية ببيع المارك للشركة الألمانية بمعدل فوري مقابل الدولار الأمريكي. وعند تاريخ استحقاق عقد المبادلة وبما أنه واحد بالنسبة لكلا الإصدارين (7 سنوات) الشركة الأمريكية تقوم بتسديد المبلغ الرئيسي بالدولار الأمريكي وبالمقابل تحصل على المارك ويكون سعر الصرف هو نفسه المستعمل عند عملية التبادل الأولية. دون أن ننسى تسديد معدل الفائدة الثابت من كلا الطرفين وبالعملة الوطنية لكل شركة وبهذا يتم القضاء على خطر سعر الصرف.

الحالة الثانية: عقد مبادلة عملات بمعدل فائدة متغير

قد تكون عملية مبادلة العملات قائمة على سعر ثابت و سعر متغير، ويعتبر هذا النوع السائد في مبادلة العملات، حيث يتم بشكل مشابه لعقود مبادلة العملات أي تبادل طرفي العقد أصل المبلغ في بداية عملية المبادلة، ولكن طول مدة العقد سوف يدفع طرف سعر الفائدة الثابت والطرف الآخر معدل الفائدة المتغير، ولتوضيح ذلك سنعرض المثال التالي:

مثال:

نفترض أنه قد تم عقد مبادلة بين شركتين واحدة أمريكية والأخرى يابانية مع تحديد سعر الصرف بـ 1 دولار = 120 ين ياباني. والمبلغ الأصلي المستخدم سوف يكون 10 مليون دولار، و1200 مليون ين ياباني، أما تاريخ استحقاق المبادلة فهو 4 سنوات، وسعر الفائدة الذي تدفعه الشركة الأمريكية هو ثابت ويقدر بـ 7% أما الشركة اليابانية فتدفع سعر فائدة LIBOR المعموم في كل سنة والذي يبلغ في هذا المثال 5% ويمكن توضيح مدفوعات كل طرف في الجدول (5-1) التالي، دون أن ننسى أن أسعار الصرف تجدد مقدما وتدفع مؤخرًا.

جدول (5-1): توضيح مدفوعات كلا الطرفين

السنة	LIBOR	الالتزامات بالدولار مدفوعات الشركة الأمريكية	الالتزامات بالين مدفوعات الشركة اليابانية
0	5%	1200000000	10000000
1	LIBOR1 = ?	LIBOR0x10000000\$ 0,5x10000000\$=500000	84000000 ين
2	LIBOR2 = ?	LIBOR1x10000000\$=	84000000 ين
3	LOBOR3 = ?	LIBOR2x10000000\$=	84000000 ين
4	N/A	LIBOR3x10000000\$=	84000000 ين
		+100000000\$	1200000000+ ين

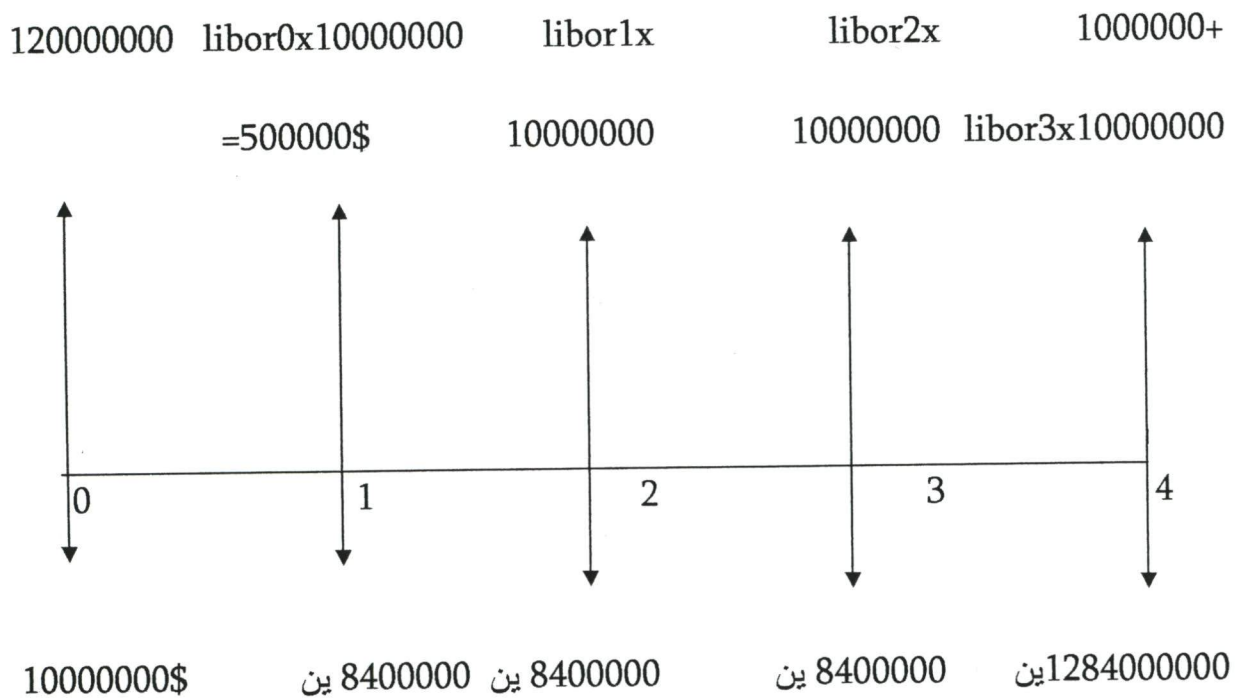
المصدر: طارق عبد العال "المشتقات المالية" مرجع سابق *ص226*

ملاحظة:

N/A يدل على أن سعر LIBOR غير مطلوب لأنه لن يطبق، وذلك لأنه لن يستخدم في تحديد أي تدفقات نقدية متعلقة بعقد المبادلة.

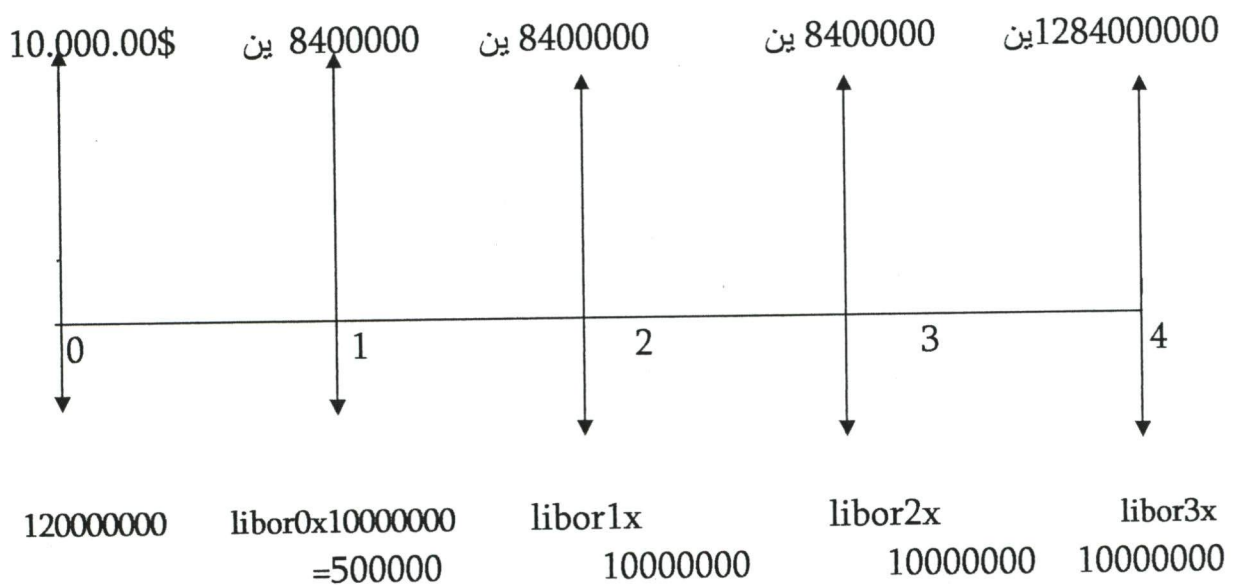
ويمكن توضيح موقف كل من الشركتين بيانياً كما يلي:

شكل (5-6): موقف الشركة الأمريكية التي تدفع فائدة ثابتة بالين



مصدره: طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية" مرجع سابق *ص 226*

شكل (5-7): موقف الشركة اليابانية التي تدفع معدل فائدة متغيرة



المصدر: طارق حماد عبد العال "المشتقات المالية" مرجع سابق *ص 227*

المطلب الرابع: عقود المبادلة الهجينة أو المتقاطعة:

تعتبر عقود المبادلة الهجينة النوع الثالث من الأنواع الشائعة لعقود المبادلة . والمقصود بها هو الجمع بين عقود مبادلة أسعار الفائدة وعقود مبادلة العملات، فهي تتمثل في مبادلة الطرفين مبالغ محررة بعملتين مختلفتين وفي نفس الوقت يتم تسديد معدلات الفائدة التي تكون في غالب الأحيان معدل فائدة ثابت مقابل معدل فائدة متغير. (1)

مثال :

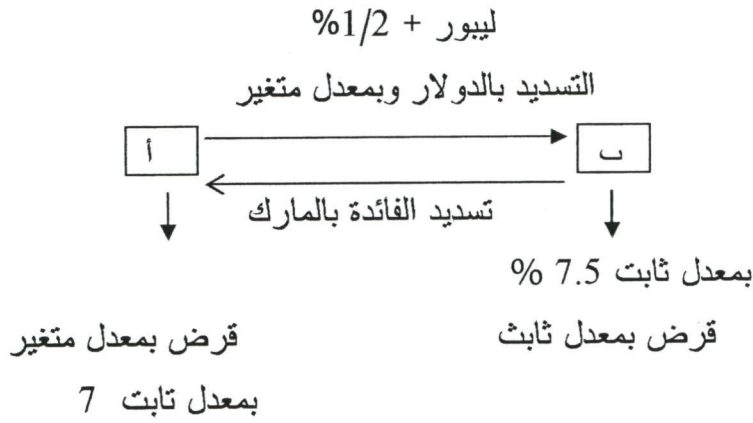
إذا كان لدينا شركتين (أ) و(ب) حيث تريد الشركة (أ) مبادلة دين بقيمة 150 مليون بعملة المارك وبمعدل ثابت ولمدة 3 أشهر بدين آخر قيمته 50 دولار أمريكي وبمعدل متغير و للشركة (ب) نفس الرغبة فهي الأخرى ترغب في مبادلة دين بقيمة 50 دولار و بمعدل متغير، بدين قيمته 150 مليون مارك وبمعدل ثابت ولنفس المدة. علما أن سعر الصرف هو: 1 دولار = 3 مارك. وتكون إمكانيات الاقتراض لكلا الشريكتين كالتالي:

معدل متحرك بالدولار	معدل ثابت بالمارك	
ليبور + 1/4 %	7%	شركة أ
ليبور + 3/4 %	8%	شركة ب
1/2 %	1%	ميزة أ بالنسبة ل ب

وبالفعل لقد قامت الشركة (أ) باستدانة 150 مليون مارك بمعدل ثابت بلغ 7% ولمدة 3 أعوام كما قامت الشركة (ب) باستدانة 50 مليون دولار بمعدل متغير بلغ ليبور + 3% إذا قام عقد مبادلة هجين بين كلا الطرفين يكون بالشكل (5-6) التالي:

¹ - j-p- gourlaouen « Les nouveaux instruments financiers » librairie Vubert 1988 *p 107*

شكل (8-5) توضيح عملية المبادلة الهجينة



المصدر: J.peyrard « risque de change » ref . op . cit *p 134*

ويمكن توضيح مكسب كل طرف نتيجة عقد المبادلة الهجين من خلال الجدول التالي:

جدول (2-5): التدفقات النقدية لكلا الطرفين

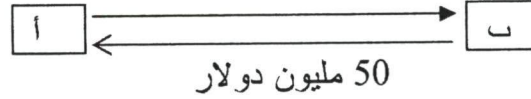
ب	أ	
ليبور + 3/4%	7%	قرض بمعدل ثابت قرض بمعدل عائم
ليبور + 1/2%	ليبور + 1/2%	بموجب عقد المبادلة أ تدفع ل ب المعدل العائم على الدولار
7.5	7.5%	ب تدفع ل أ المعدل الثابت على المارك
	ليبور	المحصلة أ كلفة القرض أ بالدولار كلفة القرض ب بالمارك
7.75%	ليبور + 1/4%	كلفة القرض ب مباشر بمعدل عائم للدولار بمعدل ثابت بالمارك
8% 0.25%	0.25%	ربح العملية

المصدر: فرانسوا لروا، ترجمة حسن الضيقة "الأسواق الدولية للرساميل" مرجع سابق *ص 278*

ويمكن تلخيص هذه العمليات في ثلاثة مراحل أساسية:

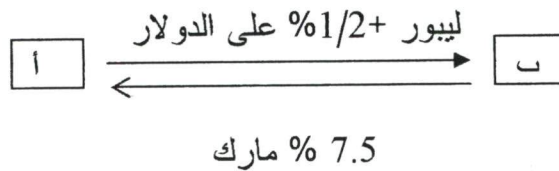
-المرحلة الأولى: وتتمثل في مبادلة الأساس أي مبلغ القرض نفسه.

150 مليون مارك



-المرحلة الثانية: حالة تسديد الفوائد.

تسدد الشركة (ب) التسديدات الفصلية المتوجية بالدولار بمعدل ليبور + 1/2% وبالمقابل تسديد الشركة (أ) التسديدات بالمارك 7.5% أي $(150 \times 180/360 \times 7,5\%) = 5625000$ مارك ألماني



ويمكن لكلا الطرفين دفع الفوائد بالعملة الوطنية لكل وذلك لتجاوز خطر سعر الصرف بالنسبة لتسديد الفوائد .

المرحلة الثالثة:

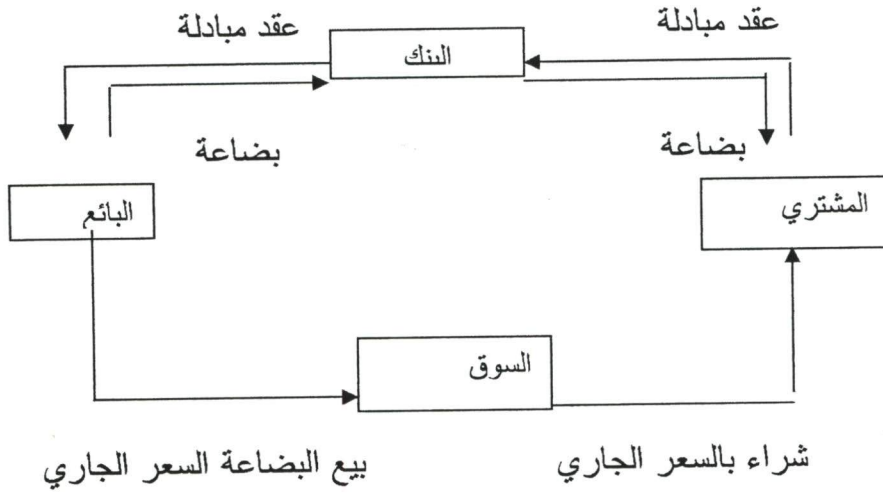
وهي مرحلة إعادة تسديد الأساس، أي تعيد الشركة أ للشركة ب 50 M دولار وتعيد الشركة ب للشركة أ 150 مليون مارك، وذلك لتسديد القروض ، مع ملاحظة هامة والتي تتمثل في أن سعر الصرفي المستعمل في تاريخ لتسديد هو نفسه المستعمل عند قيام التبادل (1 دولار = 3 مارك)، ولكن رغم هذا يوجد خطر سعر الصرف ولتجنب هذا الخطر اللجوء إلى عقد صرف آجل.

المطلب الخامس: عقود مبادلة البضائع:

يكون موضوع هذه العقود هو بضائع، تنشأ إذا رغب البائع أو المنتج لسلعة معينة بسعر محدد أو ثاب للمنتجات أو البضائع التي يريد بيعها، وخوفاً من تقلبات الأسعار يقوم بالتعاقد مع طرف آخر والذي يكون في غالب الأحيان بنك معين ليقوم هذا الأخير بدفع السعر المحدد للبائع خلال الفترة عليها.

ويمكن تمثيل الخطوات التي يمر بها عقد مبادلة البضاعة في شكل التالي:

شكل (5-9): كيفية عمل عقد مبادلة البضاعة



مصدره: محمد صالح الحناوي "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق *ص 394*

من خلال هذا الشكل يمكن تمييز أهم الخطوات الممكنة لمبادلة بضاعة سواء من قبل المشتري والذي يريد شراء بضاعة ما بسعر ثابت أو البائع والذي يريد بيع بضاعته أو منتجاته بسعر ثابت.

فالخطوة الأولى تتمثل في رغبة البائع في سعر محدد (ثابت) لبضاعته ويكون هذا عن طريق الدخول في عقد مبادلة مع طرف آخر وليكن مثلا البنك حيث يتعهد البنك بدفع السعر المحدد خلال الفترة المتفق عليها.

أما الخطوة الثانية فتعد انتهاء الفترة المتفق عليها يقوم البائع بدفع متوسط أسعار السوق للمنتجات أو البضاعة للبنك، ويقدم بدوره البضاعة للبائع.

أما الخطوة الأخيرة يقوم فيها البائع ببيع البضاعة في السوق بالسعر الجاري، هذا ما يقوم به البائع، أما المشتري فله رغبة هو الآخر في دفع سعر محدد (ثابت) للمنتجات التي يريد شراؤها، ويكون ذلك عن طريق عقد مبادلة مفاده أن يقوم المشتري بدفع السعر المتفق عليه والمحدد سابقا للطرف الثاني والذي يمثل في البنك بعد مرور الفترة المتفق عليها هذه أول خطوة

أما ثاني خطوة فتكون بعد انتهاء الفترة المتفق عليها يقوم البنك بدفع السعر المحدد المشتري

والذي سبق وأن اتفقا عليه، بالمقابل يقدم المشتري البضاعة.

آخر خطوة هي قيام المشتري بشراء هذه البضاعة من السوق بالسعر الجاري.

تبعاً لهذه الخطوات نلاحظ أن البائع والمشتري قد حدد السعر الذي يرغب فيه كل واحد. ولكن لم يتحدد الخسائر والأرباح الناجمة عن تغيرات هذا السعر مقارنة بالسعر الجاري في السوق، لأن هذه الخسائر يتحملها البنك الذي قبل الدخول كطرف ثاني في عقد المبادلة، وبالمقابل يمكنه تحقيق أرباح والتي تتمثل في الفرق بين السعر المحدد من طرف البائع والسعر المحدد من طرف المشتري.

أنواع المبادلات الأخرى:

يمكن تمييز أنواع أخرى والتي تتمثل في: (1)

- عقود مبادلة معدل فائدة متغير و غير مقيد (CAPS)

ويكون موضوع هذه العقود أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد أي لا توجد له حدود دنيا أو عليا وتسمى Caps .

- عقود مبادلة معدل فائدة متغير ومقيد (floors)

وهي عقود موضوعها أوراق مالية بمعدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت محددة بحددين معينين أي حد أدنى وحد أعلى.

- عقود المبادلة المختلطة: (collars):

وتتمثل هذه العقود في شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد، وفي نفس الوقت بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد.

¹ - محمد صالح الحناوي "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق *ص 377*

المبحث الثاني: الأشكال المختلفة لعقود مبادلة أسعار الفائدة

يعتبر عقد مبادلة الفائدة نوع من المعاملات أو الصفقات التي من خلالها يتبادل طرفان تدفقات الفائدة، وتكون عادة تدفقات الفائدة الثابتة مقابل تدفقات الفائدة المتغيرة. وقد تمتد عقود المبادلة هذه إلى أكثر من عامين وحتى 15 عاما. وسنوضح من خلال المثال التالي آلية عمل عقود المبادلة والتي يطلق عليها مبادلة الوجبة السهلة plain vanilla swap⁽¹⁾

مثال:

لنفترض أن بنك قام بإصدار شهادات الإيداع بمبلغ 500 مليون جنيه لمدة 5 سنوات وبمعدل فائدة 9% ولكن بما أن معظم القروض التي يقدمها هذا البنك هي قصيرة الأجل، فإن إيرادات هذا البنك ستتناقص بانخفاض معدل الفائدة، فإذا ما انخفضت أسعار الفائدة عن 9% يبقى البنك ملتزم بدفع 9% على الودائع التي يبلغ مقدارها 500 مليون جنيه ولكنه يرغب في استثمار هذه الودائع بمعدل فائدة أكبر من الخاص شهادات الإيداع.

ومن جهة أخرى نفترض وجود بنك (ب) يقوم باستثمار 500 مليون جنيه ولكن في استثمارات عقارية عائداً أي بمعدل فائدة 11% وهو أيضا معرض للخسائر الناتجة عن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع المودعة لديه، والتي تؤثر بدورها على الأرباح المحققة، فهو يرغب في إيجاد طرف آخر يتيح له فرصة الحصول على معدلات الفائدة في السوق على المبلغ نفسه أي 500 مليون جنيه. إذن بوجود كلا الطرفين قد يشأ عقد مبادلة لسعر الفائدة المتغير الذي يرغب (ب) الحصول عليه، والذي يزيد عن معدل الفائدة الذي يدفعه على ودائعه بسعر فائدة ثابت، الذي يرغب البنك (أ) الحصول عليه ولكن لا يكون أقل من 9% .

لنفترض أنه كلا الطرفين قد اتفقا على عملية المبادلة هذه أي مبادلة معدل الفائدة الثابت بسعر الفائدة المتغير، وتم تحديد سعر الفائدة الثابت بـ 10% أما معدل الفائدة المتغير قد حدد على أساس LIBOR أي LONDON INTERBANK OFFICE وهو سعر الفائدة بين البنوك في لندن أي سعر الفائدة المحدد بواسطة البنوك على الودائع من البنوك الأخرى.

فيدفع (أ) معدل الفائدة المتغير مقابل حصوله على معدل الفائدة الثابت من (ب) ، وعليه يمكن حساب مدفوعات البنك (أ) بالعلاقة التالية .

$$\text{المدفوعات} = (\text{معدل الفائدة المتغير} - \text{معدل الفائدة الثابت}) \times \frac{\text{عدد الأيام}}{360} \times \text{قيمة عقد المبادلة}$$

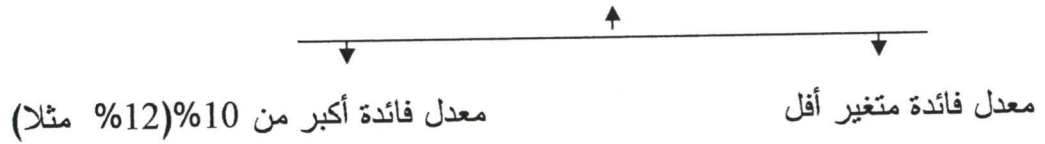
*p 81 ref . op . cit « les marches dérivées » yves simon¹

فلو ارتفع معدل الفائدة المتغير الذي يحسب علي أساس libor إلى 5.10% فتكون المدفوعات التي يدفعها (أ) للبنك (ب) تتمثل في:

$$\text{مدفوعات البنك (أ)} = (10 - 10.5) \times \frac{30}{360} \times 500\,000\,000 = 208325 \text{ جنيه.}$$

وهذه المدفوعات هي في نفس الوقت متحصلات البنك (ب) و لكن مدفوعات هذا الأخير تتمثل في (معدل الفائدة الثابت - معدل الفائدة المتغير) عدد الأيام x قيمة عقد المبادلة

شكل (5-10) موقف كل من مشتري ومحرر عقد المبادلة
معدل الفائدة الثابت 10%.



- المشتري يدفع الفرق 2%.

- المحرر يحصل علي الفرق 2%.

من 10% ولتكن 7%

-المحرر يدفع الفرق 3%.

المشتري يحصل علي الفرق 3%

مصدره: صالح الحناوي/ نهال فريد مصطفى/ جلال إبراهيم العبد "الإستثمار في الأسهم السندات"

مرجع سابق ص306

ولتطبيق العلاقة 1 سنأخذ مثال عددي :

نفترض أنه في نهاية شهر أوت إتفقت كل من شركة نهال وشركة ندى علي عقد مبادلة سعر فائدة ثابت سعر فائدة متغيرة . وتكون قيمة عقد المبادلة 100 مليون جنيه، أما سعر الفائدة الثابت 9,5 و سعر الفائدة المتغير السائد لذلك 10%

المطلوب : حساب مدفوعات كل من الشركتين

الحل :

$$\text{المدفوعات} = (0.10 - 0.095) \times \frac{30}{360} \times 100\,000\,000$$

$$= 4166$$

إذا انخفض سعر الفائدة المتغير إلي 9% . فما هي المدفوعات ومن سيدفعها ؟

$$\text{المدفوعات} = (0.09 - 0.095) \times \frac{30}{360} \times 100\,000\,000 = -4166$$

نلاحظ أن المدفوعات في هذه الحالة سالبة أما عن من يدفعها فهو المستثمر صاحب الفائدة الثابتة للمستثمر صاحب الفائدة المتغيرة أي شركة ندى لشركة نهال .

مثال عددي 02:

نفترض أن شركة ما تريد الحصول على قرض قصير الأجل بقيمة 10 مليون جنيه بمعدل فائدة 9%. وتجنباً لمخاطر ارتفاع معدلات الفائدة يلجأ إلى عقد مبادلة معدل فائدة ثابت بمعدل فائدة متغير مع طرف آخر وليكن أحد المؤسسة المالية . مع العلم أن معدل الفائدة الثابت يبلغ 9.5% أما معدل الفائدة المتغير فيأخذ فتم مختلفة فما هي مدفوعات كل طرف في هذه الحالة؟

الحل:

الطرف الأول يتمثل في الشركة التي ترغب في الحصول على معدل فائدة متغير نظير دفع معدل فائدة ثابت وهي تمثل في هذه الحالة "دافع الفائدة الثابتة" أو محرر عقد المبادلة. أما الطرف الثاني فهو المؤسسة المالية والتي ترغب في الحصول على معدل الفائدة الثابت نظير دفع معدل الفائدة المتغير . فهو يمثل دافع الفائدة المتغير أو مشتري العقد ويمكن توضيح مدفوعات كل طرف في الجدول التالي وحسب العلاقة السابقة

جدول (5-3): مدفوعات كلا الطرفين عند مستويات مختلفة لمعدل الفائدة المتغيرة

معدل الفائدة المتغير	معدل الفائدة الثابت	موعد التسوية	المدفوعات (ف غ ف ت) 10 مليون	مدفوعات الشركة	مدفوعات المؤسسة المالية
11%	9.5%	30 يوم	12500		12500
10.25%	9.5%	30 يوم	6250		6250
10%	9.5%	30 يوم	4167		4167
9.75%	9.5%	30 يوم	2083		2083
9.5%	9.5%	30 يوم	0	0	0
9.25%	9.5%	30 يوم	- 2083	2083	
9%	9.5%	30 يوم	- 4167	4167	
8.85%	9.5%	30 يوم	- 6250	6250	
8%	9.5%	30 يوم	- 12500	12500	

مصدره : محمد صالح الحناوي - نهال فريد مصطفى - جلال إبراهيم العبد "الإستثمار في الأسهم والسندات" مرجع

سابق *ص 308*

من خلال الجدول نلاحظ أن الشركة تستطيع وبفضل عقد المبادلة تجنب مخاطر ارتفاع سعر الفائدة فمن الجدول يتبين أنه عند ارتفاع معدل الفائدة عن معدل العائد من الاستثمارات و الذي يبلغ 9 % يحصل الطرف الأول على الفرق من الطرف الثاني للمبادلة أما إذا انخفضت أسعار الفائدة فالطرف الأول هو الذي يقوم بدفع الفرق .

المطلب الأول : استخدامات عقد مبادلة أسعار الفائدة

1- لتحويل أصل ما :

قد تستخدم عقود مبادلة أسعار الفائدة لمبادلة أصل ما وذلك لتحويل أو تغيير خصائص هذا الأصل كأن يتم تحويل أصل بمعدل ثابت بأصل آخر ذو معدل فائدة متغير ، نفرض مثلا أن شركة تصدر سندات بقيمة 100 مليون دولار بمعدل فائدة 4.7% لمدة 3 سنوات .تقوم بعقد مبادلة مع شركة أخرى تصدر سندات بمعدل فائدة متغير يحدد على أساس الليبور و لمدة 3 سنوات ،فيتم تحديد معدل الفائدة الثابت ب 5 % و معدل الفائدة المتغير فعلى أساس الليبور ،فالشركة الأولى تدفع 5% بموجب شروط المبادلة ، و تحصل على الليبور .

2- لتحويل التزام ما :

ويقصد به تحويل أو مبادلة قرض ذو سعر فائدة متغير بقرض آخر وسعر فائدة ثابت.نفترض أن شركة قامت باقتراض مبلغ 100 مليون دولار بسعر فائدة متغير :
80+ نقطة أساس(حيث نقطة الأساس الواحد تمثل 1%) و عليه سعر الفائدة هو الليبور +8% Libor
وتريد مبادله بقرض بنفس المبلغ ولكن بسعر فائدة ثابت 5.2% .
Libor ويحدد سعر الفائدة الثابت ب: 5.2% وسعر الفائدة المعوم علي أساس Libor و عليه الشركة الأولى تدفع معدل فائدة 5% وتحصل علي Libor. أما الثانية فتحصل علي 5% وتدفع

المطلب الثاني :مبادلة الأوراق المالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد caps

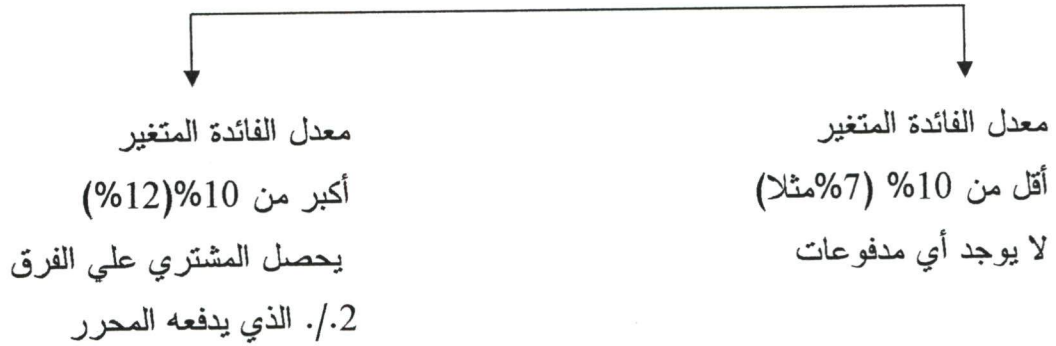
عقد المبادلة من نوع caps هو عبارة عن العملية التي يسدد فيها البائع للمشتري الفرق في معدل الفائدة المتغير المنصوص عليه في العقد و بالمقابل المشتري يدفع مكافأة للبائع (1)
فيتضمن هذا النوع من المبادلة مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مفيد ومعنى ذلك أنه لا توجد حدود لتغير تتم المبادلة فإذا كانت معدلات الفائدة المتغيرة أكبر من معدل الفائدة على

p431 ref op cit « technique financière internationale » michel jura - 1

الأوراق ذات معدل الفائدة المتغير تتم المبادلة. ولكن إذا كانت معدلات الفائدة المتغيرة أقل من معدل الفائدة على الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد، فلا يتم التتفويض. فهي تشبه إلى حد كبير حقوق الإختيار ولكن على معدلات الفائدة فإن كانت مؤسسة تصدر أوراق مالية بسعر فائدة متغيرة لمدة معينة و لتكن 7 سنوات وهي معرضة بذلك إلى خطر ارتفاع أسعار الفائدة فتقوم بشراء عقد caps ويمكن تمثيله كالتالي:

الشكل (5-11): عقد مبادلة caps

معدل الفائدة المتغير على الأوراق المالية ذات
معدل الفائدة المتغير 10٪.



مصدره: محمد صالح الحناوي "تحليل وتقييم الأسهم والسندات" مرجع سابق *ص386*

مثال عددي:

إذا قامت إحدى الشركات بإصدار أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد بمبلغ 10 مليون جنيه ومع العلم أن التسوية تتم في 15 مارس. 15 سبتمبر وبمعدل فائدة 10٪. إذا افترضنا أن معدل الفائدة المتغير بلغ 10.5٪ في 15 مارس 9٪ في 15 سبتمبر. فماذا سيحصل؟

1- في 15 مارس:

في 15 مارس معدل الفائدة المتغير يقدر ب 10.5% وبهذا يكون أكبر من معدل الفائدة على الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد. ففي هذه الحالة مشتري العقد ليحصل على الفرق والذي يقدر ب: $(0.10 - 0.15) \times \frac{164}{360} \times 1000000 = 65555.56$ جنيه

و164 يشير إلى عدد الأيام من 15 سبتمبر إلى 15 مارس، أي 6 أشهر x 30 يوم + 4 (لأن 4 أشهر من بين 6 عدد أيامها 31) = 164 يوم

2- في 15 سبتمبر :

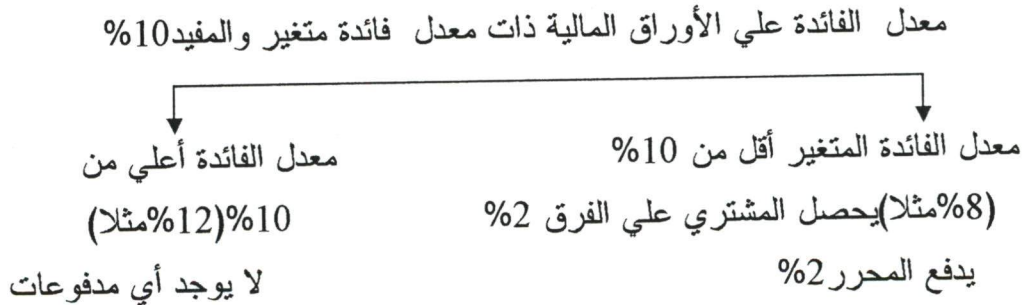
في 15 سبتمبر معدل الفائدة بقدر 9% وبهذا يكون أقل من معدل الفائدة على الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد في هذه الحالة لن يدفع مشتري العقد أي شيء. إذن من خلال هذا المثال نستنتج أن مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد تستعمل للتغطية ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة وهو يشبه لحد كبير حقوق اختيار الشراء . ولكن الإختلاف الوحيد بينهما هو أن المكافأة التي يدفعها مشتري عقد مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد تكون على أساس السعر الحالي لمعدل الفائدة المتغير المتوقع لمعدلات الفائدة .

المطلب الثالث عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير والمقيد floors

عقود المبادلة من نوع floors هي عبارة عن العمليات التي يسدد فيها البائع للمشتري الفرق في معدلات الفائدة المنصوص عليها في العقد . ولكنه تختلف عن caps في أنه يستعمل لتغطية مخاطر انخفاض أسعار الفائدة .⁽¹⁾

والأوراق المالية في هذه الحالة تكون بسعر فائدة متغير ولكنه محدد بحددين أدنى و أعلى فإذا ارتفع معدل الفائدة المتغير عن معدل الفائدة على الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير فلا يتم تنفيذ عقد المبادلة في هذه الحالة ، ولكن البائع أو المحرر ملتزم بدفع الزيادة في معدل الفائدة للمشتري أما إذا انخفض سعر الفائدة المتغير عن معدل الفائدة على الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير فيتم تنفيذ عقد المبادلة ويمكن تمثيل آلية عمل عقد مبادلة floors بيانيا :

شكل (5-12): عقد المبادلة floors



مصدره : محمد صالح الحناوي "تحليل تقييم الأسهم والسندات" مرجع سابق *ص391*

p433 ref op cit « techniques financière internationale » -michel jura¹

مثال عددي:

إذا كان لدينا عقد مبادلة لأوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد بمبلغ 100000000 جنيه وذلك بمعدل 6% كحد أدنى مع العلم أن معدل الفائدة المتغير في 15 سبتمبر هو 5.5% وفي 15 مارس 8% ماذا سيحصل؟

الحل: يوم 15 سبتمبر:

يوم 15 سبتمبر معدل الفائدة المتغير يقدر 5,5% وهو أقل من معدل الفائدة على الأوراق المالية والذي يقدر بـ 2% وبهذا يحصل مشتري عقد المبادلة على الفرق والذي يتمثل في:
$$100000000 \times \frac{164}{360} (6\% - 5,5\%) = 25555,56 \text{ جنيه.}$$

نلاحظ أن هذه المدفوعات سالبة وهذا ما يدل على أن المشتري هو الذي يحصل عليها والمحرر هو الذي يدفعها

يوم 15 مارس:

في 15 مارس معدل الفائدة المتغير 8% وهو أعلى مقارنة مع معدل الفائدة على الأوراق المالية وفي هذه الحالة لا توجد أي مدفوعات.

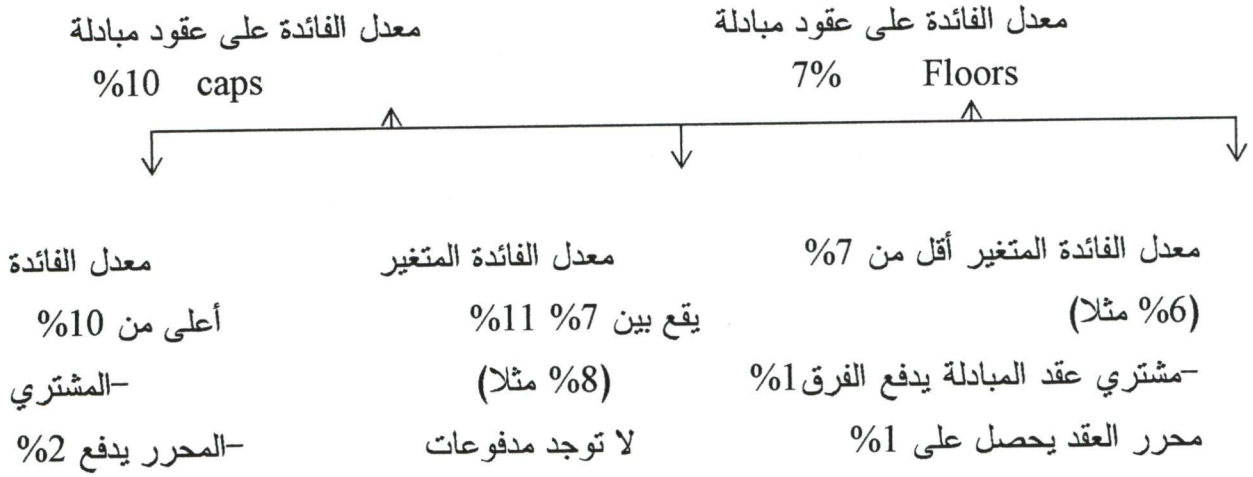
إن من خلال هذا المثال نستنتج أن هذا النوع من العقود يشبه إلى كبير حقوق اختيار البيع ولكن على معدلات الفائدة، ويحصل المحرر على المكافأة من المشتري تكون قيمتها على أساس تغير الحد الأدنى لمعدل الفائدة، حيث كلما ارتفع ترتفع قيمة المكافأة.

المطلب الرابع: عقود المبادلة المختلطة: (collars)

يتكون عقد المبادلة المختلط باتخاذ مركز طويل في عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد (caps) أي شراء كاب، وفي نفس الوقت اتخاذ مركز قصير الأجل في عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد أي بيع Floors⁽¹⁾ فإذا ارتفع معدل الفائدة المتغير عن معدل الفائدة على الأوراق المالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد بالنسبة لعقد الكاب فإن المشتري سوف يحصل على الفرق، أما إذا انخفض معدل الفائدة المتغير عن معدل الفائدة على الأوراق المالية. فبالنسبة لعقد الفلور ففي هذه الحالة مشتري العقد هو الذي يدفع الفرق بين المعدلات. ويمكن تمثيل عقد المبادلة المختلط بالشكل التالي:

*p 434 ref op cit « techniques financière international » -michel jura¹

شكل (5-13): عقد مبادلة مختلط



المصدر: محمد صالح الحناوي "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق ص 394

مثال عددي:

نفترض أن مستمر قام بشراء عقد مبادلة مختلط، يتم تسويته في 15 مارس و 15 سبتمبر من كل عام. وقيمة العقد تقدر بـ 10 مليون جنيه مع العلم أن معدل الفائدة على عقد مبادلة الكاب هو %10 بينما على عقد مبادلة floors فهو %7. أما معدل الفائدة المتغير فبلغ %5,5 في 15 مارس و %8 في 15 سبتمبر ، %11 في 15 مارس فماذا سيحصل؟

الحل:

1- يوم 15 مارس

معدل الفائدة المتغير بلغ %5,5 وبما أنه أقل من عقد مبادلة فلور والذي يقدر بـ %7 فتبعاً لذلك سوف يدفع المشتري أي المستثمر الفرق والذي يتمثل في:

$$10000000 \times 164 \times (7,5\% - 5,5\%) = 76667,67 \text{ جنيه}$$

معنى ذلك أن المشتري هو الذي يدفع الفرق.

2- 15 سبتمبر:

هنا معدل الفائدة المتغير بلغ %8 فهو ليس أقل من %7 (معدل الفائدة على floors) ولا أكبر من %10 والذي يمثل معدل الفائدة على عقد cap فهو يقع بينها، وعليه لا توجد أي مدفوعات.

3-15 مارس:

معدل الفائدة المتغير بلغ 11% وهو في هذه الحالة أكبر من عقد المبادلة الكاب 10% وعليه المشتري في هذه الحالة سيحصل على الفرق المتمثل في :

$$11\% - 10\% \times \frac{164}{360} \times 10000000 = 51111,11 \text{ جنيه}$$

- إذا كان مثلا معد الفائدة على عقد مبادلة الكاب مساويا لمعدل الفائدة على عقد مبادلة الفلور هو 8% ماذا سيحصل وبنفس المعطيات ؟

يوم 15 مارس:

معدل الفائدة المتغير يساوي 5,5% وهو أقل من معدل الفائدة على عقد مبادلة الفلور، وعليه فعلى المشتري أن يدفع الفرق والذي يتمثل في :

$$8\% - 5,5\% \times \frac{164}{360} \times 10000000 = 127777,78 \text{ جنيه}$$

يوم 15 سبتمبر:

هنا معدل الفائدة المتغير يساوي تماما معدل الفائدة على عقد مبادلة الكاب وعقد مبادلة الفلور وعليه لا توجد أي مدفوعات.

يوم 15 مارس:

معدل الفائدة المتغير يساوي 11% وهو أعلى من معدل الفائدة على عقد مبادلة الكاب، وعليه المشتري يحصل على الفرق والذي يتمثل في:

$$11\% - 8\% \times \frac{164}{360} \times 10000000 = 153333,33 \text{ جنيه}$$

وأخيرا نستنتج أن عقد المبادلة المختلطة collars يمكن المؤسسة من الحد من مخاطر أسعار الفائدة عند كل مستوى لأسعار الفائدة، فهو أقل تكلفة من الكاب والفلور.

المبحث الثالث: كيفية تنظيم سوق المبادلة

المطلب الأول: لمحة تاريخية عن نشأت هذا السوق

خلال سنوات السبعينات ظهرت وسيلة في بريطانيا بموجبها يستطيع فرع شركة أمريكية مقيم في لندن أن يحصل على الليرة الإسترلينية اللازمة ولكن بسعر أفضل من السعر الذي يعرضه بنك إنجلترا أي السعر الرسمي، كما يستطيع فرع شركة بريطانية مقيم في أمريكا أن يحصل على الدولارات الأمريكية وبمعدل أدنى من المعدل المعروض في سوق نيويورك، وهذا كله للرقابة على الصرف.

هذا من جهة، ومن جهة أخرى نشأ أسلوب آخر للتبادل عرف بالتبادل الثنائي بموجبه تقوم شركة بإقراض شركة أخرى ولكن بالعملة الوطنية للطرف المقرض وبمعدل الصرف محدد مسبقاً، ويكون عادة سعر الصرف الحالي وقت الاتفاق.

إن هذين الأسلوبين قد مهدا لظهور عقود المبادلة. لأنه في ظل هذين الأسلوبين لم يكن يوجد عقد يربط الطرفين ويضمن الوفاء بالتزامات كل طرف، فوجد عقد المبادلة أو سواب لضمان واستجابة لرغبة المتعاملين في ذلك. فهو عبارة عن عقد علني يحدث على أنه إذا وقع أحد الطرفين في خطأ يعفى من العقد. وعملية المبادلة لا تسجل في الميزانية.

وكان قيام أول عقد مبادلة بين المصرف العالمي وشركة IBM في شهر أوت سنة 1981، فبفضل هذا التعامل توضحت الفوائد التي يقدمها السواب وخاصة سواب العملات، كما مكنته من الشهرة والتطور. وبعد هذا عرف سوق السواب توسعاً ملحوظاً. وفي أواخر عام 1982 ظهر سواب المعدلات.⁽¹⁾

لكن لا نستطيع معرفة حجم هذا السوق لأن ميزانية المصارف لا تتضمن أي تقييم لهذه العمليات وذلك لسرية المعطيات. فالمعلومات الوحيدة التي يمكن الحصول عليها هي تلك المعروضة في النشرات الخاصة والتي لها اتصال بمختلف الأسواق الدولية، وخاصة (BRI).

فالإحصائيات تقول أن حجم المبالغ التي تتضمنها عمليات السواب بين عامي 1981-1984 كانت ما بين 120 و 150 مليار دولار أمريكي ليعرف بعدها وخصوصاً سنة 1985 قفزة كبيرة، ومختلف عقود السواب المتداولة تتراوح مدتها ما بين 5 إلى 7 أعوام.⁽²⁾

¹ - J. peyrard "risque de change" ref op cit *p 128*

² غفرانسوا لروا، ترجمة حسن الضيقة "الأسواق الدولية للرساميل" مرجع سابق *ص 280-282*

المطلب الثاني: المتعاملون في هذا السوق

1- المستخدمون:

المستخدمون هم المتدخلون في سوق السواب أي المتعاملين الذين يستعينون به كبديل، ويتمثل هؤلاء المستخدمين في كل من المصارف، الشركات المتعددة الجنسيات، بيوت التوظيف، شركات التأمين، الوكالات الحكومية والدولية، ويهدف كل طرف بدخوله لهذا السوق إلى تقليل تكاليف التمويل أو إعادة التمويل، تحسين معدل العائد المرتفع بالنسبة للأصول، وأهم دافع وهو التغطية ضد مخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأحياناً للمضاربة.⁽¹⁾

ب- الوسيطاء intermediary:

عند التطرق إلى كيفية عمل عقود المبادلة افترضنا أن العملية تتم ما بين طرفين، ولكن في الواقع غير ذلك، حيث لا تتصل شركتان غير ماليتان ببعضهما البعض مباشرة بل يتطلب الأمر وجود طرف ثالث يقوم بدور الوسيط.

في إيجاد متعاملين لهما الرغبة في تنظيم عملية مبادلة ثنائية يأتي دور الوسيط الذي يضمن نجاح العملية وكذا سريتها، والأكثر أهمية هو ضمان تنفيذ الالتزامات التعاقدية لكل من الطرفين، وذلك بتحملة خطر عدم الوفاء بالالتزامات للطرف المخل، ويلعب دور الوسيط كل من المصارف والسامسة... الخ

فدور المصارف في تنظيم عمليات السواب ساهمت في تنشيط حضورها في السوق، وكذا توسيع حقل زبائنها، فإذا أرادت شركة ما مبادلة دين لها بمعدل فائدة ثابت بدين آخر بمعدل فائدة متغير أول ما تقوم به هو الاتصال بأحد المصارف المتواجدة في السوق لتبلغها برغبتها، فيقوم هذا الأخير أي البنك تحديد شروط عقد المبادلة تبعاً لمعطيات السوق. ويحتل هو دور الطرف الآخر، ولكن لوقت مؤقت حتى يجد شركة أخرى مكتملة للشركة الأولى أي التي لها حاجات معاكسة، فيتخلى لها عن دور الطرف الثاني.⁽²⁾

لكن يتقاضى الوسيط جراً قيامه بهذه العملية عمولة تحددت بـ 50-75 نقطة أساس. هذا عام 1982 أما عام 1986 فقدّر متوسط العمولة بـ 15-20 نقطة وذلك من مجموع إجمالي الصفقة⁽³⁾ مثلاً، إذا كانت عملية سواب بحجم 5 مليار تدفع عليه عمولة للوسيط تقدر بـ 10 ملايين دولار. كما يقتطع مبلغ 2,5 مليون دولار كعمولات (أجور - تكاليف إدارة) ويبقى صافي الربح 7,5 مليون دولار.

¹- فرانسوا لروا "الأسواق الدولية للرساميل" مرجع سابق *ص 280-282
²- طارق حماد عبد العال "المشتقات المالية" مرجع سابق *ص 238
³- فرانسوا لروا "الأسواق الدولية للرساميل" مرجع سابق *ص 283

فمنذ ظهور عقود المبادلة عرف دور المصارف نشاطا كبيرا، كما سارع السماسرة هم أيضا لإبراز اهتمامهم بهذا السوق، وذلك لتوسيع رقعة نشاطهم. ويمكن توضيح دور الوسيط من خلال المثال التالي:

لا شك أنه بدخول الوسيط في عملية المبادلة تتضمن العملية ثلاثة أطراف، فقد نتساءل عن مكاسب كل طرف من هذه العملية؟

مثال:

نفترض أن شركة معينة تريد استثمار 100 مليون جنيه في استثمار عقاري وذلك بمعدل عائد 13.23% ولكن هذه الشركة تحصل على هذا القرض من البنك بمعدل فائدة متغير.

في هذه الحالة تتوقف أرباح الشركة (أ) على معدل الفائدة المتغير. أن التغير في معدلات الفائدة يحمل الشركة عبئ خدمة الدين، فإذا ارتفع معدل الفائدة إلى 13,75% ستعرض الشركة (أ) لخسائر بقدر 0,5%

ولنفترض بالمقابل وجود شركة أخرى (ب) اقترضت مبلغ 100 مليون جنيه لمدة 5 سنوات ولكن بمعدل فائدة ثابت 11% والعائد المحقق من استثمار هذه القروض هو 11,75% فإذا انخفضت أسعار الفائدة إلى 10,25% فإن الشركة (ب) ستفقد جزء من أموالها .

إذن لتغطية كل من الخسائر التي تتعرض لها الشركة (أ) والشركة (ب) قامت الشركة (أ) بإبرام عقد مبادلة مع بنك آخر بموجبه تدفع الشركة معدل فائدة متغير قدره 11,35% وتحصل على فائدة ثابت من البنك وهو 11% وعليه تكون أرباح الشركة (أ) كالتالي:

	13,25%	العائد من الاستثمارات
-	11,35%	تدفع للبنك
+	11%	تحصل على
-	11,40%	تدفع على القروض معدل فائدة
	<u>1,5%</u>	متغير + 0,05%

يحصل الشركة (أ) على 1,5 x 100000000 = 1400000 جنيه.

تقوم الشركة (ب) أيضا يعقد مبادلة مع بنك آخر بموجبه يدفع البنك معدل فائدة متغير وتدفع الشركة معدل فائدة ثابت بـ 11% ، حيث يقدر معدل الفائدة بـ 11,25% .

ويكون ربح الشركة (ب) كالتالي:

	11,75%	العائد على محفظتها
-	11%	تدفع للبنك
+	11,25%	يحصل من البنك على
-	11%	تدفع معدل فائدة ثابت
	<u>1</u>	على القرض

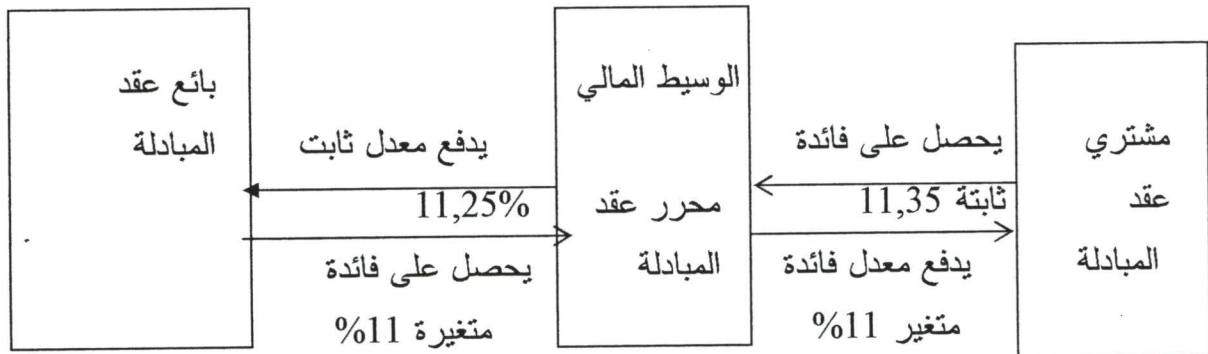
تحصل الشركة (أ) على $1\% \times 100000000 = 1000000$ جنيه.

والآن يجب معرفة فوائد أو متحصلات البنك من هذه العملية، وهي تتمثل في:

	11,35%	يحصل على فوائد من الشركة (أ)
-	11%	يدفع لـ (أ)
-	11,25%	يدفع لـ (ب)
+	<u>11%</u>	يحصل على فوائد من (ب)
	0.1%	

وعليه فإن البنك قد تحصل على هامش ربح $0,1\%$ أو 10 نقاط أساسية Basis points أما الأرباح فهي عبارة عن 100000 جنيه $(100000000 \times 0,1)$ ويمكن تمثيل دور الوسيط في الشكل التالي:

شكل (5-14): دور الوسيط في عقد المبادلة



المصدر: نهال فريد مصطفى، محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد "الإستثمار في الأسهم والسندات" مرجع سابق *ص313*.

المطلب الثالث: السوق الثانوية للمبادلة

كما توجد للعقود المستقبلية سوقا، يمكن التفكير في سوق السواب نظرا للتوسع الكبير الذي شهده عمليات المبادلة، فكانت أول رغبة في إنشاء سوق ثانوي للسواب هي رغبة شركة first borstan فلقد أبدت رغبة كبيرة في وجود هذا السوق. لعدم الارتياح السائد في أوساط المصارف والسماصرة الأمريكيين الذين احتلوا المراكز الأساسية في عملية السواب، وأيضا لتوحيد نمط التعامل عن طريق غرفة المقاصة، ولضمان عدم الاحتلال بالالتزامات.

فنتقل إليها الحقوق والواجبات المتعلقة بكلا الطرفين، ولكن نقل هذه الحقوق والواجبات يصاحبه نقل خطر عدم الوفاء، ولهذا من الصعب وجود سوق ثانوية لعقود المبادلة في غياب غرفة المقاصة. لقد ولد سوق السواب في جو اتصف بالمزاحمة، وأبدى كل بيت وساطة تصوراته للعقد، ولكن ساد خطر الفوضى، وظاهرة عدم تساوي العقود المتداولة مما أدى إلى إعاقة تطور هذا السوق بشكل واضح. ولكن لم يلبث الوسطاء الماليين حتى أسسوا جمعية دولية خاصة بوسطاء عمليات السواب. عرفت بـ international swap dealers association ISDA واستطاعت هذه الجمعية أن تتوسع ذلك بانضمام إثنين وأربعين عضوا وأصبحت سنة 1985 كمرجع لاستخدام السواب بتوحيد طرق التعامل، وبفضل هذا المرجع إذا أرادت أي شركة الدخول في عقد مبادلة، عليها أن تنتقل رغبتها إلى وسيط أو يبيع هذا العقد. وبهذا ساهمت عمليات المبادلة بشكل كبير في تقريب الشروط التي تعرضها مختلف أسواق الرساميل، وتدعيم منطقة التمويل.⁽¹⁾

¹ - فرانسوا لوا "الأسواق الدولية للرساميل" مرجع سابق *ص284*

المبحث الرابع: إدارة المخاطر باستخدام عقود المبادلة

قد يتبادر إلى أذهاننا سؤال وهو: لماذا ترغب الأطراف الأساسية لعقد المبادلة المشاركة في العقد؟

في حقيقة الأمر يتكون عقد المبادلة من طرفين، فإذا كان عقد مبادلة أسعار الفائدة فالطرف الأول يرغب في التحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة وهو دافع الفائدة الثابتة أما الطرف الثاني فهو يهدف إلى إدارة مخاطر انخفاض أسعار الفائدة و هو دافع الفائدة المتغيرة. هذا بالنسبة لعقد مبادلة أسعار الفائدة. أما عقود مبادلة العملات فالهدف الأساسي منها هو التغطية ضد مخاطر سعر الصرف. ولكن هناك أغراض أخرى لاستخدام هذه العقود.

المطلب الأول: تحسين شروط الإقراض و الإقتراض

ويكون ذلك من خلال مبادلة معدلات الفائدة مثلا الثابتة بالمتغيرة، فإذا كان لدينا مؤسستين B.A ونشأ بينهما عقد مبادلة معدل فائدة ثابت بالمتغير، حيث A تسدد لـ B معدل الفائدة المتغير LIBOR و B تسدد لـ A معدل الفائدة الثابت وليكن %8,75 ومعدل الفائدة المتغير على القرض B هو LIBOR+0,75% من السهل أن تبين أن عقد المبادلة كان مفيد للطرفين من خلال الجدول التالي:

جدول (5-4): توضيح ربح المبادلة.

B	A	
LIBOR+0,75%	8,75%	تكاليف القرض الأساسي
-LIBOR	+LIBOR	عقد المبادلة
+8,75%	-8,75	التكلفة الكلية
9,50%	LIBOR-0,25%	
0,5	0,5	الربح من المبادلة

المصدر: christian descamps – Jacques soichot « gestion financière internationale » ref op cit*p71*

نلاحظ أنه في الأخير كل طرف قد استعمل بالطريقة الأفضل إمكانياته في ما يخص الاقتراض وفي السوق الذي توجد فيه أحسن الظروف، وكل طرف قد حصل على معدل تختلف عن معدل الفائدة المدفوع عن القرض إذا قام بالاقتراض مباشرة من السوق، ولكن لا يكون الربح دائما %0,5

وإنما قد تختلف وهذا راجع لشروط عقد المبادلة والتي تؤدي إلى تحقيق أرباح أكبر في بعض الأحيان. وحتى إن كانت A تفضل الاقتراض بمعدل متغير يكون من الأفضل لها الاقتراض بمعدل ثابت وذلك لتوفير الشروط الملائمة لـ B ونفس الشيء بالنسبة لـ B فعليها أيضا أن توفر الشروط اللازمة لـ A. (1)

المطلب الثاني: الدخول إلى الأسواق المختلفة

هذا الاستعمال يخص بالدرجة الأولى عقود مبادلة العملات، فإذا كانت مثلا مؤسسة أمريكية A بحاجة إلى الأورو وبمعدل فائدة ثابت، ولكنها غير معروفة في هذا السوق، فيمكن لها إبرام عقد مبادلة مع شركة متعددة الجنسيات لمبادلة هذا القرض بقرض معدل فائدة متغير وبال دولار الأمريكي. و بالفعل إذا تمت المبادلة بين المؤسستين فتقوم المؤسسة المتعددة الجنسيات بتقديم الأورو للمؤسسة A بينما المؤسسة الأمريكية تقدم الدولارات. و بهذا نستنتج أن المؤسسة تمكنت من الحصول على العملة المرغوب فيها أي الإقراض بالأورو، كما يمكن هذا العقد من تقليل تكاليف التمويل وذلك بتجنب خطر سعر الصرف.

إذا كان من غير الممكن الدخول إلى أسواق معينة وذلك لأسباب مختلفة قد تكون لأسباب قانونية مثلا. فإن عقد المبادلة يمكن هذه المؤسسة من التعامل في هذا السوق وبالعملة المرغوب فيها. (2)

المطلب الثالث: تغيير طبيعة أصل موجود

تهدف عقود المبادلة أيضا إلى تغيير طبيعة أصل يكون موجودا من قبل. كمثلا في فترة انخفاض أسعار الفائدة، مستثمر له قرض بمعدل فائدة ثابت، إذن في هذه الحالة سيتعرض لخسارة ولكن بفضل عقد المبادلة يستطيع مبادلة القرض بمعدل فائدة ثابت بقرض بمعدل فائدة متغير إذا كانت مؤسسة لها قرض بمعدل فائدة ثابت 10% وتقوم بعقد مبادلة قرض بمعدل فائدة ثابت بقرض بمعدل فائدة متغير مع أحد البنوك يحدد على أساس libor لتغطية مخاطر انخفاض أسعار الفائدة، بموجبه تدفع المؤسسة libor للبنك والبنك بدوره يدفع فائدة 9% إذا مثلا: بمرور سنة الليبور انخفض إلى 8% إذن هنا تدفع المؤسسة معدل الفائدة على القرض الأساسي والليبور بموجب عقد السواب وتحصل بالمقابل على 9% من البنك وعليه القرض يكلفها $(10\% + \text{libor} - 9\%) = 1\% + \text{Libor}$ وتحقق بذلك ربح 1%. (3)

المطلب الرابع: تغطية مخاطر سعر الفائدة والعملات

الهدف الرئيسي لعقود مبادلة أسعار الفائدة هو تغطية مخاطر تقلبات أسعار الفائدة.

¹- christian decamps- jacques soichot « gestion financier international » ref op cit *p 70*

²-cloud du floux/ lourent margulier « finance international et marche de gré a gré » economica 1997 *p248*

³- christian decamps- jacques soichot « gestion financier international » ref op cit *p 69*

مثال :

نفترض مؤسسة مالية (A) ولتكن مثلاً قدمت قروض للإستهلاك قصيرة الأجل بمعدل 12% فمن معرضة لخسارة إذا انخفضت أسعار الفائدة.

وبالمقابل مؤسسة مالية أخرى (B) تمول قروض طويلة الأجل بقروض ذات الأجل القصير بمعدل فائدة قابل للتغيير فهي معرضة لخطر ارتفاع الأسعار.

إن بعقد مبادلة يتوجب على أحد الطرفين دفع الفائدة الثابتة و الطرف الآخر معدل الفائدة المتغير دون أن ننسى أن البنك الأول يحصل من المقرضين (قروض قصيرة الأجل) . ويدفع بموجب عقد السواب للطرف الثاني معدل فائدة متغير بينما يحصل من الطرف الثاني بموجب عقد المبادلة علي معدل فائدة ثابت . وبهذا تكون المؤسسة المالية الأولى قد أمنت نفسها من خطر انخفاض أسعار الفائدة . أما المؤسسة الثانية قد أمنت نفسها من خطر ارتفاع أسعار الفائدة .

إذا افترضنا أنه في لحظة ما بلغ معدل الفائدة LIBOR 11 % فيمكن تسجيل الملاحظات الثانية: إذا تدفع ل A (libor+1%) و B تدفع ل A 12% .

وإذا افترضنا أنه بعد مرور سنة وصل libor إلى 10% فيمكن تسجيل مايلي :

على B أن تدفع ل A $1 - (LIBOR + 1\%) = 1\%$

وعليه البنك A ممكن أن يعوض بالسواب خطر انخفاض معدل الفائدة على القروض قصيرة الأجل. (1)

ويمكن أن نجمل استعمالات واستخدامات عقود السواب في النقاط التالية: (2)

- لتحويل عملة ما إلى عملة أخرى بشكل مؤقت ، ودون الإحتفاظ بالعملة الأجنبية . كأن يباع إسترليني مقابل دولار بتسليم أجل لمدة ثلاثة أشهر وشراء إسترليني مقابل دولار بتسليم أجل لمدة شهر فهي بذلك تخلق وضع أجل مقابل وضع أجل .

- بفضل عملية المبادلة يمكن استثمار مبلغ ما في الخارج وبعملة أجنبية قد يكون بسبب ارتفاع أسعار الفائدة في هذا البلد وكذا تجنب مخاطر سعر الصرف وتستخدم هذه العملية البنوك المركزية خاصة بسبب أسعار الصرف عملاتها . فنقوم بشراء عملة أجنبية وبيع عملة محلية فوراً ثم بيع العملة الأجنبية مقابل شراء العملة المحلية أجلاً وذلك لتخفيف الضغوط التي تتعرض لها عملة بلده ، كما يستخدم البنك المركزي هذه الإستراتيجية لتوفير السيولة اللازمة للاقتصاد الوطني أو للتخلص من فائض السيولة .

*p 72 ref op cit « christian decamps- jacques soichot » gestion financier international - 1

²مدحت صادق "النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي" مرجع سابق *ص155

خلاصة الفصل :

إن من خلال هذا الفصل لقد تعرفنا على عقود المبادلة وكيفية استخدامها وما هي الأغراض التي يستعمل لأجلها. فعملية المبادلة هي عبارة عن اتفاقيات تتم بين طرفين لتبادل تدفقات نقدية في المستقبل ووفقا لشروط محددة وفترة محددة مسبقا، تعتبر هذه العقود كامتداد للعقود المستقبلية والأجلة .

نميز عدة أنواع لهذه العقود ولكن النوعان الأكثر شيوعا هما عقود مبادلة أسعار الفائدة وعقود مبادلة العملات، ففي عقود مبادلة أسعار الفائدة، يتم مبادلة معدلات الفائدة الثابتة بالمتغيرة حيث يتعهد أحد الطرفين بدفع الفائدة الثابتة والآخر بدفع المتغير.

أما في ما يخص عقود مبادلة العملات فيتم تبادل تدفقات نقدية لعمليتين مختلفتين حيث يتمكن كل طرف من الحصول على العملة التي يحتاجها، وقد تصحب عملية مبادلة العملات عملية مبادلة أسعار الفائدة وهو ما يعرف بعقد المبادلة الهجين أو المتقاطع كأن تقترض مؤسسة معينة قرض بالدولار والأخرى بـ الأورو، وتقوم كل واحدة بتسديد الفوائد والمبلغ الأصلي للقرض للأخرى فالهدف من هذه العملية هو إمكانية الاقتراض بالعملة المرغوب فيها وإدارة خطر الصرف وخطر معدل الفائدة، فهذا الجمع ما بين العقدين أدى إلى زيادة حجم هذه العقود.

إن الفرق الأساسي بين عقود مبادلة أسعار الفائدة مبادلة العملات هو أنه في حالة سواب معدلات الفائدة لا يتم بتبادل أصل الدين وإنما تدفقات الفائدة، أما في حالة سواب العملات فيتم تبادل المبلغ الأصلي للدين في بداية ونهاية عقد المبادلة، فالطرف الذي يدفع الفائدة بالعملة الأجنبية يستلم مبلغ الدين الأجنبي وبدوره يدفع أصل الدين المحلي هذا في بداية عقد المبادلة، أما عند انتهاء تاريخ استحقاق الأصل يستلم الدين المحلي ويدفع الدين الأجنبي.

إن عقود السواب تتم عادة بين مؤسستين ولكن قد يوجد طرف ثالث في هذه العملية قد يكون بنك أو مؤسسة مالية أخرى يلعب دور الوسيط وذلك لضمان التنفيذ الكامل للعقد، والوفاء بالتزامات كل طرف، ولكنه يتحصل مقابل ذلك على عمولة من الطرفين، وذلك بدخولها في عقد مبادلة مع طرفين في نفس الوقت، وهذا ما يمكنها من تخزين طلبات المبادلات حتى تجد الفرق الذي يرغب في اتخاذ المركز المقابل، وأغلبية المبادلات تتم بين مؤسسة وبنك.

وأخيرا عقود السواب تمنح فرصة الاقتراض بالعملة الملائمة ومعدل الفائدة الملائم، كما تفسح المجال للتعامل في أسواق تعد مغلقة بالنسبة لمؤسسات معنية، وأهم ما تتيحه من فرصة هو إدارة المخاطر.

الفصل السادس
و

جاءت الأوقات المالية
و

المشقة في بعض الطول
و

النامية
و

مقدمة الفصل.

المبحث الأول: أدوات وخدمات مؤسسة التمويل الدولية لإدارة المخاطر.

المطلب الأول: لمحة عن مؤسسة التمويل الدولية.

المطلب الثاني: أدوات وخدمات إدارة المخاطر ومعايير محاسبتها.

المطلب الثالث: تغطية مخاطر أسعار العملات.

المطلب الرابع: تغطية مخاطر أسعار الفائدة.

المطلب الخامس: المعيار الدولي لمحاسبة المشتقات.

المبحث الثاني: القطاع المالي السعودي في ظل هذه التقنيات الحديثة.

المطلب الأول: مؤسسة النقد العربي.

المطلب الثاني: النظام المالي السعودي والاتجاهات العالمية .

المطلب الثالث: السياسات المتبعة لبناء النظام المالي.

المبحث الثالث: استعمال الأدوات المالية المشتقة في المملكة.

المطلب الأول: تعامل البنك العربي الوطني بالمشتقات.

المطلب الثاني: الهدف من استخدام المشتقات.

المطلب الثالث: تعامل البنك الأهلي التجاري بالمشتقات.

المطلب الرابع: بنك الإمارات العربية للاستثمار.

المبحث الرابع: استعمالات أخرى للمشتقات في الدول النامية.

المطلب الأول: خطر تقلبات أسعار النفط.

المطلب الثاني: الحلول المقترحة لإدارة مخاطر أسعار النفط.

المطلب الثالث: الحواجز المعرقة لتبني هذه الحلول.

المطلب الرابع: حجم تجارة المشتقات في الدول النامية.

خلاصة الفصل.

مقدمة الفصل:

إن وجود نظام مالي متطور وفعال هو أحد المتطلبات الأساسية لتحقيق نمو اقتصادي مطرد، فمن خلال عملية الوساطة المالية بين المدخرين و المستثمرين وبين المقرضين والمقترضين، يشجع النظام المالي الإيداع و الإستثمار، ويحث أيضا على توجيه الأمتل للأموال المتوفرة للإستثمار، علاوة على ذلك فإنه يقدم مجموعة من الخدمات المالية الأخرى، مثل تحويل الأموال، الضمانات، إدارة المخاطر، التخطيط المالي، إدارة الإستثمار، الخدمات الإستثمارية... إلخ و التي أصبح المجتمع بحاجة متزايدة لها في العصر الحالي.

فمنذ سنوات الثمانينات تبرز كل الحسابات العالمية أن قطاع الخدمات المالية بالنسبة لكل الدول المتقدمة مكانة مرموقة ومهمة في الإقتصاد، ذلك لأنه لا يمكن تصور حياة اقتصادية دون خدمات مالية، حيث لا يكون أبدا من التعظيم إذا قلنا أن قطاع الخدمات المالية يشكل البنية الأساسية للإقتصاد الجديد، فقطاع الخدمات المالية يجمع كل من مهام البنوك، شركات التأمين... إلخ إضافة إلى ذلك الأدوات المالية.

فما يهنا كثيرا هو الأدوات المالية التي تهدف إلى استثمار رأس المال، وتحقيق ربح للمستثمر في هذه الأدوات، و تحت هذه الأدوات المالية تندرج الأدوات المالية المشتقة، التي تعتبر من أهم الإبداعات المالية، تعود في الأصل إلى غياب الأدوات المالية و المنتجات الموجهة لتسيير مختلف المخاطر الإقتصادية، فالأساليب المستعملة لتسيير هذه المخاطر عرفت تغيرا كبيرا خلال السنوات الأخيرة، فحسب بعض الإقتصاديين هذا التغير ناتج عن زيادة الظواهر خاصة الأزمات المالية خلال هذه السنوات الأخيرة في الأسواق المالية العالمية.

منذ هذا الوقت أصبح حجم الأدوات المالية المشتقة خيالي حيث كان يمثل مضاعف حجم المنتوجات الخام في الولايات المتحدة الأمريكية، هذا عن الدول المتقدمة، لكن ماذا عن الدول النامية ؟ أين هي من كل هذا ؟

من أجل هذا ومن بين الدول العربية أنشأت المملكة العربية السعودية خلال السنوات الماضية نظاما ماليا قويا يهدف إلى خدمة الإقتصاد بفعالية، حيث يقوم هذا الأخير على قاعدة عريضة تظم مجموعة من المؤسسات والتي تقدم مجموعة من الوسائل أو الخدمات المالية للمدخرين و المستثمرين، من بينها الأدوات المالية المشتقة إضافة إلى ذلك السوق الآجل "السعدية" بالإمارات العربية المتحدة .

إذن من أجل إجراء بحثنا هذا ارتأينا أن نتطرق في هذا الفصل إلى استعمال بعض الدول النامية لهذه الأدوات المالية المشتقة ، سنتعرض أولا إلى أهم الأدوات المستخدمة لإدارة المخاطر المقدمة للدول النامية من مؤسسة التمويل الدولية ، لننتقل إلى تبيان كيفية استعمال المملكة العربية السعودية هذه الأدوات، ثم سنبيين الإستخدامات الأخرى و الممكنة لهذه الأدوات بالنسبة للدول النفطية.

المبحث الأول : أدوات و خدمات إدارة المخاطر لمؤسسة التمويل الدولية international finance corporation

إن الأساليب المستعملة لتسيير مختلف المخاطر المالية، عرفت تطورا كبيرا خلال السنوات الأخيرة، و حسب بعض الإقتصاديين فإن هذا التطور ناتج عن حدة الأزمات المالية في الأسواق المالية العالمية خلال هذه السنوات و من أهم هذه الأساليب الأدوات المالية المشتقة التي أصبح حجمها خيالي في الدول المتقدمة، و في هذا الصدد تدم مؤسسة التمويل الدولية أدوات و خدمات للدول النامية، لإدارة مخاطرها و التي سنتعرف عليها من خلال هذا المبحث، لكن قبل هذا لا بد من التعريف بهذه المؤسسة .

المطلب الأول: لمحة عن مؤسسة التمويل الدولية.

إن مؤسسة التمويل الدولية عضو في مجموعة البنك الدولي، ومقرها الرئيسي في واشنطن العاصمة، وهي تشارك جميع مؤسسات مجموعة البنك الدولي في هدفها الرئيسي وهو: تحسين نوعية حياة الناس في البلدان النامية الأعضاء فيها كما تشجع إستثمارات القطاع الخاص القابلة للاستمرار في البلدان النامية كوسيلة لتخفيض أعداد الفقراء وتحسين مستويات المعيشة، أنشأت سنة 1956⁽¹⁾ وهي أكبر مصدر متعدد الأطراف للتمويل عن طريق القروض والمساهمات في رأس المال المقدمة لمشروعات القطاع الخاص في البلدان النامية، فهي تشجع تنمية القطاع الخاص القابلة للإستمرار بصورة رئيسية عن طريق:⁽²⁾

- ✓ تمويل مشروعات القطاع الخاص في البلدان النامية.
- ✓ مساعدة الشركات الخاصة في البلدان النامية على تعبئة الموارد التمويلية من الأسواق المالية الدولية.

✓ تقديم المشورة والمساعدة الفنية لمؤسسات الأعمال (الشركات) والحكومات.

يبلغ عدد الأعضاء في مؤسسة التمويل الدولية 174 بلدا يقررون بصورة جماعية سياساتها ويوافقون على استثماراتها، وللاستمرار إلى مؤسسة التمويل الدولية، يجب أن يكون البلد المعني أولا عضوا في البنك الدولي للإنشاء و التعمير، أما السلطات المؤسسية الممنوحة للمؤسسة مخولة إلى مجلس المحافظين الذي يعين البلدان الأعضاء ممثلين عنها فيه، وتقدم البلدان الأعضاء رأس مال مؤسسة التمويل الدولية السهمي المدفوع، ويتم التصويت بالتناسب مع عدد الأسهم التي يحوزها كل بلد عضو بمبلغ رأس مال مؤسسة التمويل الدولية المصرح به 2،45 بليون دولار⁽³⁾.

1- www.IFC.org/ifcext/arabic.nsf/content/doingbusiness

2- www.IFC.org/ifcesct/arabic.nsf/content/ICFfinancialproduct

3- www.IFC.org/ifcesct/arabic.nsf/content/ICFfinancialproduct

هذا ويفوض مجلس المحافظين كثيرا من سلطاته إلى مجلس الإدارة، الذي يتألف من المديرين التنفيذيين للبنك الدولي للإنشاء و التعمير، والذي يمثل البلدان الأعضاء في مؤسسة التمويل الدولية ويتولى مجلس الإدارة استعراض جميع المشروعات.

إن رئيس مجموعة البنك الدولي "جيمس دولفنسون" يشغل أيضا منصب رئيس مؤسسة التمويل الدولية، ونائب الرئيس التنفيذي للمؤسسة، بيتر فويكي، مسؤول عن الإدارة العامة للعمليات اليومية للمؤسسة، ولا توجد استثمار نموذجية لطلب تمويل من مؤسسة التمويل الدولية إذ بوسع أي شركة أو صاحب مشروع أجنبي أو محلي، يسعى إلى إقامة مشروع جديد أو توسيع مؤسسة أعمال قائمة أن يتصل مباشرة بمؤسسة التمويل الدولية

تعمل المؤسسة على أساس تجاري، وتستثمر بصورة حصرية في المشروعات التي تستهدف الربح وتتقاضى الأسعار السائدة في الأسواق مقابل أدواتها وخدماتها والتي يمكن جمعها في ثلاثة مجموعات.

1 الأدوات المالية:

إن أكبر نشاط تمارسه مؤسسة التمويل الدولية هو تمويل مشروعات القطاع الخاص في البلدان النامية، وتقدم مؤسسة التمويل الدولية قروضا، وتمويلا لأسهم ورأس المال، و أشباه أسهم رأس المال، كما تقدم أدوات إدارة المخاطر المالية، وتمويلا لمؤسسات الوساطة المالية.

2 الخدمات الإستشارية:

تقدم مؤسسة التمويل الدولية مشورة ومساعدة فنية لمؤسسات الأعمال (الشركات) الخاصة والحكومات في البلدان النامية، وتغطي هذه الخدمات نطاقا عريضا يشمل تقديم المشورة بشأن الخصخصة، والسياسات العامة ذات الصلة بنشاط الأعمال، والقضايا الخاصة بصياغة معنية.

3 تعبئة الموارد:

تساعد مؤسسة التمويل الدولية الشركات في البلدان النامية على دخول أسواق رأس المال الدولية، وجحر الزاوية في جهود تعبئة الموارد هو برنامج المشاركة في القروض الذي ينظم قروضا جماعية من البنوك، وعلى الرغم من أن مؤسسة التمويل الدولية تتسق أنشطتها في كثير من المجالات مع المؤسسات الأخرى في مجموعة البنك الدولي، فإنها تعمل عادة بصورة مستقلة قانونيا وماليا، ولها اتفاقية تأسيس ورأس مال سهمي وجهاز إدارة وجهاز موظفين خاص بها.

كما تعبئ مؤسسة التمويل الدولية موارد تمويلية من المؤسسات المالية الدولية من خلال صناديق الإستثمار و ضمان الإكتتابات و توريق الديون (تحويلها إلى أوراق مالية)، الإصدار الخاص للأوراق المالية، و الأساليب الإبتكارية الأخرى، و عن طريق القيام بدور الحافز تتمكن مؤسسة

التمويل الدولية من زيادة فعالية مواردها المحدودة إلى أقصى حد ،على الرغم من أن المؤسسة تقدم القروض بشروط السوق فإنها لا تتنافس رأس المال الخاص بل بالأحرى إنها تكمله كما تستثمر في المشروعات التي تفي بمعايير الإستثمار الخاصة بها .

فوجود هذه المؤسسة مفيد للمشروع من وجهة النظر المالية و كذلك الفنية و السياسية ،و يسعى المستثمرون الأجانب إلى مشاركة المؤسسة بسبب خبرتها العملية الواسعة بكيفية ممارسة نشاط الأعمال في البلدان النامية و بسبب علاقاتها الممتازة مع حكومات البلدان النامية ،ووضع مؤسسة التمويل كمنظمة دولية مستقلة يطمئن المستثمرين الأجانب و البلدان المضيفة على السواء .فبوسعها توفير قدر إضافي من الطمأنينة، عن طريق مساعدة الشركات و رعاة المشروعات على التفاوض مع حكومات البلدان المضيفة ،و نظرا لأن دور مؤسسة التمويل هو مساعدة البلدان النامية الأعضاء فيها فإن حكومات هذه البلدان تثق في المؤسسة و في نفس الوقت تدرك الشركات أن المؤسسة تفهم إحتياجات القطاع الخاص .

المطلب الثاني : أدوات وخدمات إدارة المخاطر ومعايير محاسبتها

إن المؤسسات التي تتمتع بالأهلية الإئتمانية في البلدان المتقدمة لها إمكانية الحصول على مجموعة متنوعة من الأدوات المالية للتحوط ضد المخاطر و التي تتمثل في: مبادلات أسعار الفائدة، أسعار العملات، العمليات الآجلة، حقوق (خيارات) البيع أو الشراء الخاصة بأسعار الفائدة، العملات، السلع، وغيرها من المشتقات التي هي عبارة عن أدوات مشتقة من مؤشر أساسي كسعر عملية أو سعر فائدة أو سلعة⁽¹⁾.

فقد عرف استخدام هذه الأدوات في أسواق البلدان المتقدمة خلال السنوات العشر الماضية نموا سريعا، ذلك منذ بداية مبادلات أسعار الفائدة، والعملات في أوائل الثمانينات، ومنذ ذلك الحين نمت سوق هذه الأدوات نموا هائلا، ويبلغ حجمها القائم أي غير المسدد أكثر من \$90 تريليون دولار أمريكي منذ 30 يونيو 2000⁽²⁾، أما في ديسمبر 2003 فقد بلغ حجم العقود المتداولة في الأسواق المشتقة 167 مليار دولار ، و هو ما يعادل 20 مرة من PIB في الو.م.أ فكان حجم العقود المستقبلية و الخيارات تمثل 52787 دولار و المبادلات بلغت 80 % من المعاملات الآجلة.⁽³⁾ ولكن رغم هذا النمو الهائل للشركات في البلدان النامية لم تستفد عامة من هذه التطورات، قد نتساءل لماذا ؟

1 - www.Upmf-grenoble.fr/cureit/team/mofei/ins.pdf

2 - www.ifc.ifecetsct/arabic.nsf/content/riskmanagement

3 - j.l beson « produit et marches dérivés » voir site web :

www.upmf-grenoble.fr/curei/mofi/0405-jlback3.htm

إن هذا راجع لإعتبارات المخاطر القطرية و المتطلبات الإئتمانية الصارمة في أسواق المشتقات المالية، والتي قد تمنع حتى أقوى الشركات منعا بالأهلية الإئتمانية في البلدان النامية من الوصول إلى أسواق أدوات إدارة المخاطر المالية.

فالأدوات المالية المشتقة المتاحة عادة للبلدان النامية هي تلك التي تضمن أدنى تعرض للمخاطر الائتمانية مثل: مقايضات أسعار الفائدة قصيرة الأجل، قد تكون هذه الأدوات مفيدة ولكنها لا توفر أكثر استراتيجيات التحوط فعالية بالنسبة للكثير من المتعاملين، لكن في بعض الحالات قد يكون من الممكن الحصول على أدوات لإدارة المخاطر لآجال طويلة، بشرط أن تقدم هذه الشركة المعينة ضمانا قد يكون بتكلفة مرتفعة.

بهذا ارتأت مؤسسة التمويل الدولي International Finance Corporation أن تقدم وبعناية أدوات إدارة المخاطر التي تتماشى مع احتياجات المتعاملين معها في البلدان النامية وذلك بإتباع الطرق التالية⁽¹⁾:

- تحديد وقياس المخاطر التي تنشأ عن تعرض الشركة المعينة لتغيرات الأسعار المالية أو أسعار السلع.
- تقديم المشورة إلى الشركة باختيار أدوات واستراتيجيات تحوطية بديلة طبقا للمستوى المفضل لتغطية المخاطر و التكاليف المرتبطة بذلك.
- في مرحلة التنفيذ النهائية لهذه العملية، تلعب مؤسسة التمويل الدولية دور الوسيط بين المشاركين الرئيسيين في الأسواق وبين الشركة المتعاملة معها، وهذا ما يتيح فرصة تنفيذ الإستراتيجيات التحوطية المختارة بتكلفة مقبولة.
- فمؤسسة التمويل الدولية تتمتع بوضع فريد يمكنها من ان تقدم للشركات في البلدان النامية مجموعة متنوعة وعريضة من أدوات إدارة المخاطر المالية إضافة إلى هذا فهي توفر منافع أخرى تتمثل في⁽²⁾:

- تتيح فرصة الوصول إلى الأسواق المالية العالمية بأفضل الشروط المواتية.
- توفير علاقات واسعة النطاق في الأسواق.
- اكتساب خبرة فنية في مجال إدارة المخاطر المالية، حيث تتحقق هذه الخبرة من الإستخدام الواسع النطاق للأدوات المشتقة في العمليات المالية الخاصة بمؤسسة التمويل مثل: التمويل، إدارة الأصول السائدة، إدارة الأصول و الخصوم.
- إكتساب خبرة قانونية عالمية، بما في ذلك تقييم ما إذا كان استخدام أدوات المخاطر في البيئات التنظيمية المحلية المختلفة.

¹ - www.upmf-grenoble.fr/curei/mofi/in5.pdf

² - www.ifc.org/ifecetsct/arabic.nsf/content/riskmanagement

تقدم مؤسسة التمويل الدولية مجموعة واسعة ومتنوعة من أدوات إدارة المخاطر لمشروعات القطاع الخاص في البلدان النامية والتي تتمثل خاصة في أدوات العملات، أسعار الفائدة، وتسهيلات إدارة المخاطر، فهي واحدة من المنظمات القليلة المستعدة لتقديم أدوات إدارة المخاطر ذات آجال استحقاق طويلة للمتعاملين معها في البلدان النامية.

فالغرض الأساسي من تقديم هذه الأدوات هو التحوط فقط، و بذلك تسعى مؤسسة التمويل الدولية لإتاحة الفرصة للمتعاملين معها للوصول إلى المشتقات الدولية من أجل التحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار المتعلقة بالعملات وأسعار الفائدة، وأسعار السلع لكن محققة من وراء ذلك ربح وتحسين لأهليتها الائتمانية، فهي بذلك تحاول سد الفجوة الائتمانية بين المتعاملين معها وبين السوق عن طريق منح الشركات إمكانية الحصول على أدوات قد لا تتمكن من الحصول عليها مباشرة نظرا للمخاطر الائتمانية القطرية، فهي تلعب دور الوسيط بين الشركات الخاصة في البلدان النامية وبين السوق.

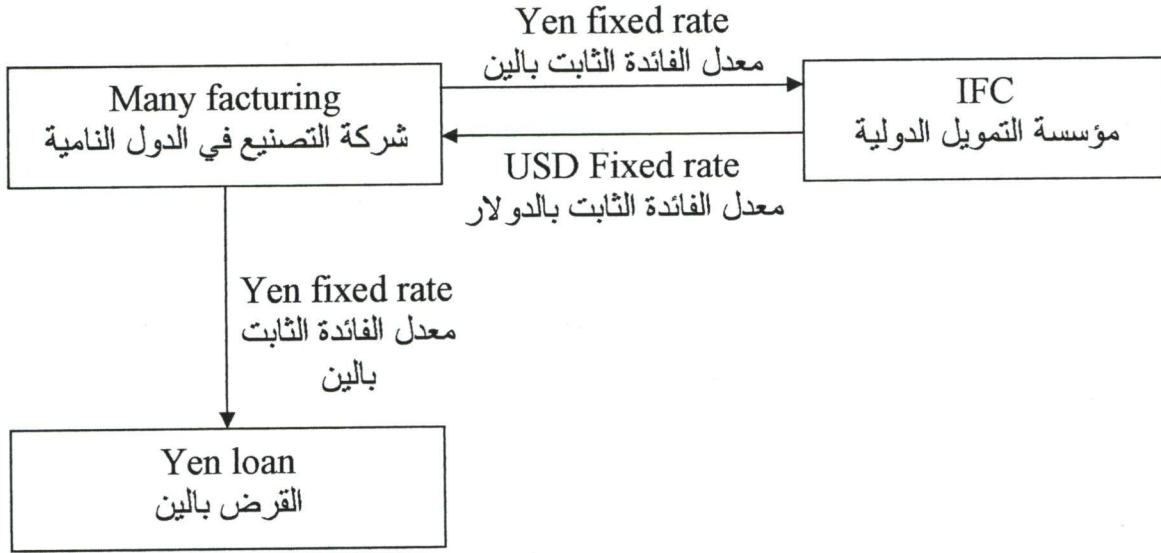
عند وضع الإستراتيجيات التحوطية لإدارة المخاطر، يمكن للمؤسسة أن تقدم للمتعاملين معها الأدوات المتوفرة في الأسواق المالية الدولية، وسنوضح فيما يلي المناهج التي قد تستخدمها مؤسسة التمويل الدولية لإدارة تعرض المتعاملين معها لمخاطر أسعار العملات و الفائدة، من خلال أمثلة لأدوات إدارة المخاطر التي تقدمها مؤسسة التمويل الدولية، و يتطلب وضع كل شركة استخدام إستراتيجيات و أدوات مختلفة.

المطلب الثالث: تغطية مخاطر أسعار العملات

تتحمل شركة تصنيع في إحدى البلدان النامية إلتزاما قائما بالين الياباني يمثل تمويلا جذابا من مصدر تمويل رسمي، غير ان عائدات الشركة من الصادرات تقوم بالدولار الأمريكي بصورة رئيسية، لذلك الشركة تعاني من عدم توافق بين العملات، يعرضها لمخاطر التقلبات في أسعار صرف الين بالدولار.

يمكن للمؤسسة توفير عملية مقايضة تتيح للمؤسسة فعليا تحويل التزاماتها بعملة غير الدولار الأمريكي إلى التزام بالدولار الأمريكي، فهذه المبادلة تمكن شركة التصنيع هذه من تحويل التدفقات النقدية لخدمة الدين بالين إلى أساس عملة عائداتها بالدولار الأمريكي ونتيجة لذلك يزول أثر التقلبات في الدخل في المستقبل نتيجة عدم التوافق بين العمليتين في هذا القرض بالذات و يمكن تمثيل العملية في الشكل (6-1).

الشكل (6-1) : التدفقات النقدية الناتجة عن عملية مبادلة العملات



المصدر : www.ifc.org/ifecetsct/arabic.nsf/content/riskmanagement

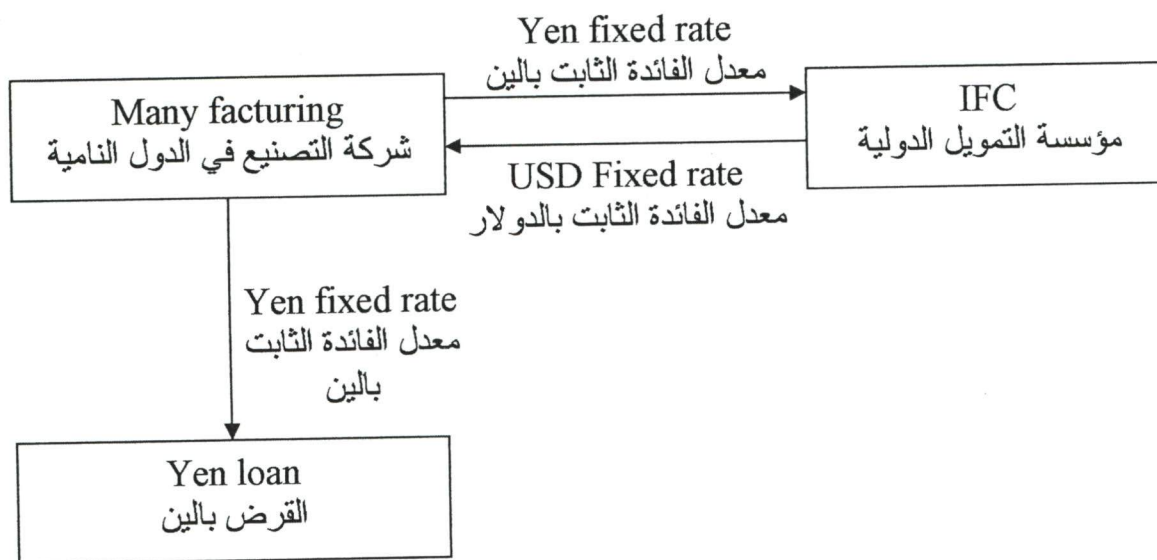
من خلال هذه العملية توجد حالات خاصة وهي استخدام عمليات مبادلة العملات المحلية، فنظرا لما حدث من تطور في الآونة الأخيرة في أسواق المشتقات الطويلة الأجل بعملات محلية معينة، تقدم مؤسسة التمويل الدولية حاليا أدوات بالعملات المحلية في تلك البلدان، كمثال توضيحي عن التحوط ضد مخاطر العملات باستخدام أدوات العملات المحلية، أمامنا حالة شركة تايلوندية تحقق إيرادات بعملتها المحلية، وبالمقابل تحصل الشركة على تمويل مقوم بالدولار الأمريكي، وبسعر فائدة متغير يستند إلى سعر *libor*، من منظور إدارة المخاطر فإن الشركة تعاني من عدم توافق بين العملات لأن الإيرادات بالباخت التايلاندي تقابل التزامات بالدولار الأمريكي بسعر فائدة معوم.

فبإمكان الشركة حماية نفسها من تقلب أسعار العملات والفائدة عن طريق الدخول في عملية مبادلة بين الباهت والدولار مع مؤسسة التمويل الدولية، حيث تدفع الشركة سعر فائدة ثابت بالباخت للمؤسسة وتحصل على سعر ليبور معوم بالدولار، ويمكن هيكلة التدفقات النقدية من هذه المقايضة بحيث توافق تماما المبالغ القائمة (غير المسددة) من أصل القرض الذي تستند إليه عملية المقايضة. ونظرا لأن خدمة الديون المتعلقة بقرض الشركة المقوم بالدولار الأمريكي بسعر فائدة معوم تقابلها التدفقات النقدية التي تحصل عليها بسعر معوم من مؤسسة التمويل الدولية بموجب عملية المقايضة،

فإنها تتحمل التزاما بالباهت بسعر فائدة ثابت، ونتيجة لذلك تكون عملية مقايضة العملات قد حققت للشركة فعلا تمويلا بالباهت بسعر فائدة ثابت. (1)

و يمثل الشكل (2-6) التدفقات النقدية المرتبطة بهذه المقايضة و القرض الذي تستند إليه .

الشكل (2-6) : التدفقات النقدية لمبادلة العملات (خالة عملة محلية)



المصدر : www.ifc.org/ifecetsct/arabic.nsf/content/riskmanagement

المطلب الرابع : تغطية مخاطر أسعار الفائدة

شركة كهرباء في إحدى البلدان النامية ستبرم عقدا طويل الأجل مع الحكومة المحلية، وبموجب شروط العقد ستحصل الشركة على مبلغ ثابت من الإيرادات بالدولار، غير أن معظم تمويلها الطويل الأجل محدد على أساس سعر فائدة معوم مستند إلى سعر الليبور، فبإمكان الشركة حماية نفسها من تقلب أسعار الفائدة عن طريق تنفيذ عملية مقايضة لأسعار الفائدة مع مؤسسة التمويل الدولية، حيث تدفع الشركة سعر فائدة ثابت للمؤسسة وتحصل على سعر معوم مستند إلى سعر ليبور ويمكن هيكلة التدفقات النقدية من هذه المقايضة لتوافق تماما المبالغ القائمة (غير المسددة) من أصل القرض الذي تستند إليه عملية المقايضة.

نظرا لأن خدمة الديون المتعلقة بقرض الشركة المحصل بسعر فائدة متغير تقابلها النفقات النقدية التي تحصل عليها بسعر معوم من مؤسسة التمويل الدولية، بموجب عملية المقايضة، فإنها تتحمل

¹ - www.ifc.org/ifecetsct/arabic.nsf/content/riskmanagement

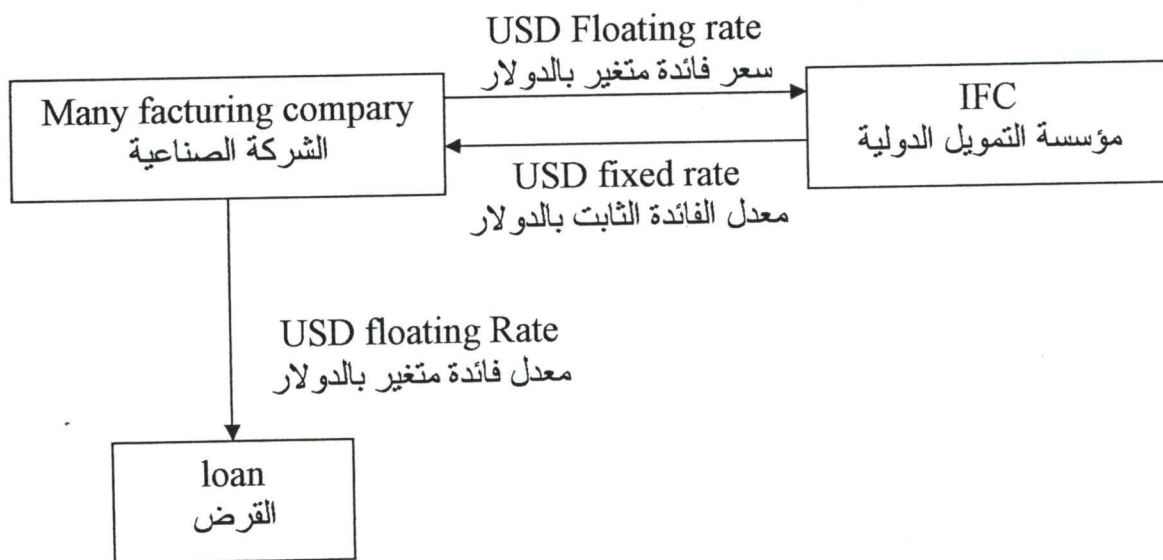
إلتزاما بسعر فائدة ثابت، ونتيجة لذلك تكون عملية مقايضة أسعار الفائدة قد حققت للشركة فعليا تمويلا بسعر فائدة ثابت.

كما يكون لدى المتعاملين مع مؤسسة التمويل الدولية احتياجات تحوطية متعددة وتمتد لفترة زمنية طويلة، في هذه الحالة تقدم المؤسسة بعض التسهيلات لإدارة المخاطر قد تتمثل في الموافقة على الدخول في مجموعة متنوعة من معاملات إدارة المخاطر مع أحد المتعاملين حتى مبلغ معين من التعرض للمخاطر بشأن فترة تنفيذ معينة (محددة).

فيمثل مبلغ التعرض للمخاطر نسبة مؤوية من المبلغ الإقتراضي الذي تستند إليه المعاملة على أساس تقديرات المخاطر المحتملة في المستقبل مثلا، لا تخلق مقايضة أسعار فائدة بمبلغ 10 ملايين دولار مخاطر قيمتها 10 ملايين دولار، وذلك لأن المخاطر المحتملة أو التعرض للمخاطر يستند إلى الفرق في المستقبل بين سعر الفائدة الثابت وسعر الفائدة المعوم.⁽¹⁾

ونتيجة لذلك لا يمثل التعرض للمخاطر سوى جزء من أصل المبلغ الإقتراضي، هذه التسهيلات المقدمة للشركات، هناك تسهيلات أخرى مقدمة للمؤسسات المالية كما هو موضح في الشكل (3-6).

الشكل (3-6): التدفقات النقدية الناتجة عن عملية مبادلة أسعار الفائدة

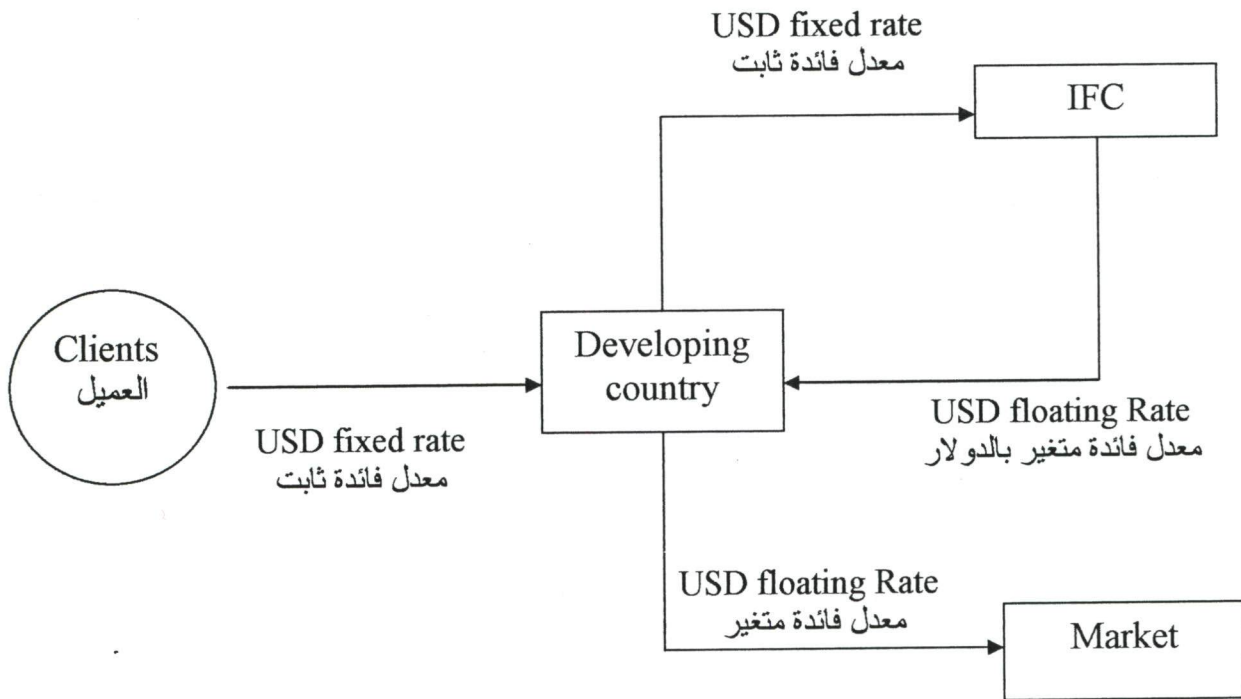


المصدر : www.ifc.org/ifecetsct/arabic.nsf/content/riskmanagement

¹ - www.ifc.org/ifecetsct/arabic.nsf/content/riskmanagement

يمكن لمؤسسة مالية في أحد البلدان النامية الدخول مع مؤسسة التمويل الدولية في معاملة لإدارة المخاطر لأسباب عديدة، مثلا: يمكن لمؤسسة مالية استخدام هذه الأدوات للتحوط ضد المخاطر الناجمة عن عدم توافق أصولها وخصومها أو لتقديم أنواع القروض التي تعرضها على عملائها، فإذا كان بنك يحصل على تمويل جذاب من السوق بالدولارات الأمريكية بسعر فائدة معوم، لكن عملاء هذا البنك يفضلون اقتراض دولارات أمريكية بسعر فائدة ثابت حتى يثبتوا تكاليف الفائدة التي يتحملونها، ولذلك يقرض عملائه دولارات أمريكية بسعر فائدة ثابت، ولكي يزيل عدم التوافق بين أصوله وخصومه يمكنه أن يدخل في مقايضة أسعار فائدة مع مؤسسة التمويل الدولية، حيث يدفع بموجبها سعر فائدة ثابت بالدولار ويحصل على سعر فائدة معوم بالدولار، وهكذا يكون البنك قد وسع مجموعة أدواته دون تعريض ميزانيته العمومية لمخاطر أسعار الفائدة. وهذا ما يوضحه الشكل (4-6).

الشكل (4-6): التدفقات النقدية الناتجة عن المعاملات مع المؤسسات المالية في الدول النامية



المصدر: www.ifc.org/ifecetsct/arabic.nsf/content/riskmanagement

المطلب الخامس : المعيار الدولي لمحاسبة المشتقات المالية

يقوم المعيار الدولي المحاسبي بتحديد مبادئ الإعراف بالمعلومات الخاصة للموجودات المالية و المطلوبات المالية وقياسها، و من ثم الإفصاح عنها بطبيعة الحال (1) فالمعيار المحاسبي الدولي IAS39 له أثر كبير في ميدان العمل. وقد قوبل هذا المعيار من المحاسبين و المراجعين باستصعاب له حتى أصبحوا يشكون من تطبيقاته، لكن كان هذا في بداية تطبيق المعيار فقط حيث أنها طبيعة بشرية لدى الإنسان ألا يحب كل ما هو غامض و جديد، لكن حلت هذه المشكلة بالممارسة و المؤتمرات التي عقدت و الدورات التدريبية و ورش العمل التي تناولت هذا المعيار.

فهناك معايير أخرى تدرج تحت هذا المعيار والتي نذكر منها: (2)

معيار المحاسبة الدولي "IAS25" محاسبة الإستثمارات ويشمل الإعراف بالدين و استثمارات حقوق الملكية وقياسها وكذلك الإستثمارات في الأراضي و المباني، و الموجودات الأخرى الملموسة و غير الملموسة، و المحتفظ بها على سبيل الإستثمار، و عليه فالمعيار الدولي IAS39 قام بإلغاء المعيار رقم "IAS25" باستثناء ما يتعلق بالأراضي و المباني و الموجودات الأخرى الملموسة و غير الملموسة و المحتفظ بها بغرض الإستثمار.

كما يلغي معيار المحاسبة الدولي "IAS38" والذي تناول الموجودات غير الملموسة، معيار المحاسبة الدولي "IAS25" فيما يتعلق بالإستثمارات في الموجودات غير الملموسة، و يعتبر هذا المعيار متمماً لأحكام معيار المحاسبة الدولي "IAS32" والذي تناول "الأدوات المالية، الإفصاح و العرض". الجدير بالذكر أنه يسري مفعول معيار المحاسبة الدولي على البيانات المالية التي تبدأ من 1 يناير 2001 و تمثل محاور و محتويات معيار المحاسبة الدولي في: (3) الإعراف، القياس، التحوط و الإفصاح.

1- الاعتراف:

يجب على المؤسسة او المنشأة الإعراف بالموجودات المالية أو المطلوبات المالية في ميزانيتها العمومية فقط عندما تصبح طرفاً في الأحكام التعاقدية للأداة، و نتيجة لذلك تعترف المنشأة بكافة حقوقها أو التزاماتها التعاقدية بموجب المشتقات في ميزانيتها العمومية على أنها موجودات أو مطلوبات.

فقد ذكر المعيار بعض الأمثلة على تطبيقات الفقرتين السابقتين وهي: يتم الإعراف بالذمم المدينة و الذمم الدائنة، عندما تصبح المؤسسة طرفاً في العقد، و نتيجة لذلك لها حق قانوني أو عليها التزام قانوني باستلام أو دفع النقد.

1 - www.albayan.co.ae/albayan/2003/02/23/equit/25.htm

2 - www.albayan.co.ae/albayan/2003/02/23/equit/25.htm

3 - www.albayan.co.ae/albayan/2003/02/23/equit/25.htm

ويتم الإعتراف بالخيارات المالية على انها موجودات أو مطلوبات عندما يصبح المالك أو المحرر طرفا في العقد، أما العمليات المستقبلية المخطط لها، مهما كان احتمال حدوثها ليست موجودات ومطلوبات للمنشأة، حيث أن المنشأة من تاريخ تقديم التقرير المالي لم تصبح طرفا في عقد يتطلب الإستلام أو التسليم المستقبلي للموجودات الناجمة عن العمليات المستقبلية⁽¹⁾.

2- القياس:

عندما يتم الإعتراف بأحد بنود الموجودات أو بنود المطلوبات المالية بشكل مبدئي فإنه يجب على المنشأة قياسه بمقدار التكلفة وهي القيمة العادلة للعرض المعطى في حالة اصل أو المستلم في حالة مطلوب مقابله، ويتم إدخال تكاليف العملية في القياس المبدئي للموجودات و المطلوبات المالية. يمكن عادة تحديد القيمة العادلة للعرض المعطى أو المستلم بالرجوع إلى سعر العملة و أسعار العملة أو أسعار السوق الأخرى، وإذا لم يكن من الممكن تحديد أسعار السوق بشكل موثوق به فإنه يتم تقدير القيمة العادلة للعرض على أنه مبلغ كافة الدفعات النقدية المستقبلية أو المبالغ المستلمة.

لغرض قياس الأصل المادي بعد الإعتراف المبدئي طبعا يصنف معيار الموجودات المالية إلى⁽²⁾.

✓ الإستثمارات المحتفظ بها حتى الإستحقاق.

✓ الموجودات المالية المتوفرة للبيع

✓ الموجودات المالية المحتفظ بها للمتاجرة.

3- التحوط:

يكون التحوط بتحديد أداة تحوط واحدة أو أكثر، وكذا البند المحوط والذي يكون إما أصل أو مطلوب أو التزام ثابت أو عملية مستقبلية متوقعة، فإذا تعرضت المنشأة لمخاطر التغيرات في القيمة العادلة أو التغيرات في التدفقات النقدية المستقبلية، أو لأغراض محاسبة التحوط يحدد على أنها محوطة.

هناك بعض الإفتراضات الهامة المطبقة عند تقدير القيم العادلة للموجودات المالية والمطلوبات المالية المسجلة بمقدار القيم العادلة بشكل منفصل للفئات الهامة من الموجودات المالية.

تعتبر الموجودات المالية المشتقة والمطلوبات المالية المشتقة دائما على أنها محتفظ بها لغرض المتاجرة إلا إذا حددت بأنها أدوات تحوط.⁽³⁾

¹ - www.albayan.co.ae/albayan/2003/02/23/equit/25.htm

² - www.amb.com.sa/arabic/f2003/notesasp

³ - www.amb.com.sa/arabic/f2003/notesasp

المبحث الثاني: القطاع المالي السعودي في ظل التقنيات الحديثة

إن نتيجة رفع القيود و إزالة المعوقات في عدد كبير من الإقتصاديات، والتطورات السريعة في تقنية المعلومات ووسائل الإتصال، ومع الإدماج العالمي للأسواق المالية خلال العقدين الماضيين أفاقا جديدة لحشد الموارد المالية وتوظيف الأموال المتوفرة للإستثمار بفعالية أكثر لكن تزايد الإندماج المالي في الوقت نفسه أدى إلى وجود مخاطر وتحديات جديدة، فمثلا رغم أن التدفقات الرأسمالية الكبيرة قد تخفف من التمويل الخارجي لبلد ما، إلا أنها قد تؤثر أيضا بصورة سلبية وحادة على استقراره الإقتصادي من خلال تأجيج التضخم ورفع أسعار الصرف الحقيقية إلى مستويات أعلى لا يمكن دعمها والتي قد تؤثر على الأسس الإقتصادية للبلد إضافة إلى ذلك فإن الصدمات التي تحدث في سوق ما يمكن أن تنتشر بسهولة إلى أسواق أخرى مثل ما حدث في آسيا في الفترة ما بين 96-97 ولذلك من الضروري أن يكون النظام المالي المحلي قويا على نحو ملائم لمواكبة المخاطر المرتبطة بعملية العولمة بوجه عام و الإندماج العالمي بوجه خاص.

لهذا لقد أنشأت المملكة العربية السعودية عبر السنوات الماضية نظاما ماليا قويا يهدف إلى خدمة الإقتصاد، فهو نظام يتسم بقدر كبير من الكفاءة، واستخدام كبير للتقنيات الحديثة، كما يخضع لرقابة صارمة ويعمل في أسس سليمة، فقد أثبت هذا النظام قوته ومرونته خلال أزمة الخليج في مطلع السبعينات الميلادية، وكذلك الأزمات المالية الأخيرة التي حدثت في آسيا، روسيا، البرازيل، الأرجنتين، وتركيا وظل خلال ذلك متماسكا ومستقرا.

يضم النظام المالي السعودي بوجه عام المؤسسات المالية والمصرفية وسوق رأس المال، وتشمل هذه المؤسسات بصورة رئيسية مؤسسة النقد العربي وأحد عشر مصرفا⁽¹⁾.

المطلب الأول: مؤسسة النقد العربي

مؤسسة النقد العربي هي المصرف المركزي للمملكة، فهي قمة النظام المالي السعودي، تأسست بتاريخ الخامس والعشرين من شهر رجب 1371هـ الموافق ل 20 أبريل 1953 م⁽²⁾ ومارست منذ إنشائها دورا حيويا في توطيد وتنمية الإقتصاد السعودي من خلال تعزيز نمو النظام المالي وضمان استقراره والمحافظة على استقرار الأسعار المحلية وسعر الصرف، وبالإضافة إلى كونها مصرف الحكومة تقوم المؤسسة بإدارة احتياطات البلاد من النقد الأجنبي.

¹ - www.sama.gov.sa/ar/news/1424-03-26.htm

² - www.nationalinvestor.ae./arabic/transaction-arasp

لتعزيز قاعدة رأسمال المؤسسة قامت بتنفيذ برامج لعودة المصارف الأجنبية حيث طلبت منها أن تتحول إلى شركات مساهمة تطرح أسهمها للإكتتاب العام على أن تكون غالبية حقوق الملكية لمساهمين سعوديين ويتعين على جميع المصارف تزويد المؤسسة ببيانات مالية وإحصائية دورية. كما أنشأت المؤسسة بالتعاون مع المصارف التجارية عددا من أنظمة المدفوعات والتسويات المتقدمة والمتطورة هذا ما ساعد على تحسين مستوى الجودة النوعية لخدمة العملاء، وخاصة الخدمات المالية، وبهذا استطاعت أن تحقق غرضين هامين، وقد ظل متوسط معدل التضخم السنوي منخفضا جدا خلال السنوات الست عشر الماضية، كما تم المحافظة على سعر الصرف الريال خلال نفس الفترة، وبالتالي قابلية التحويل الكامل للريال السعودي وعدم وجود قيود على المدفوعات من ولي المملكة، كل هذا ساهم في إيجاد بيئة مستقرة تسعى لتشجيع تنفق رأس مال من الخارج للإستثمار محليا، وتوفير السيولة الكافية لدى المصارف لتلبية الإحتياجات الإئتمانية لكافة قطاع الإقتصاد، وتقوم المؤسسة عادة بتقديم السيولة النقدية اللازمة للمصارف من خلال إتفاقيات إعادة الشراء والمقايضة في سوق النقد الأجنبي وتوظيف الودائع.

1- المصارف التجارية:

تطور النظام المصرفي السعودي ليصبح واحدا من أكثر الأنظمة سلامة وكفاءة في العالم، وبدأت نشأته مع اكتشاف النفط وارتفاع إيراداته، ففي ذلك الوقت تم السماح لعدد كبير من المصارف الأجنبية بفتح فروع لها في المملكة وهي: بنك هولندا العام، بنك الهند الصينية، البنك البريطاني للشرق الأوسط، لبنك الأهلي الباكستاني بالإضافة إلى عدد كبير من الصيرافة المحليين. بدأ النظام المصرفي مساره الحديث مع نشأة مؤسسة النقد العربية السعودية، وفي عام 1952 م تم السماح لعدد من المصارف الأجنبية الجديدة بفتح فروع لها في المملكة، كما تم ترخيص إنشاء مصرفين محليين كبيرين هما: البنك الأهلي التجاري وبنك الرياض⁽¹⁾.

تميز عقد السبعينات الميلادية بأنه مرحلة النمو السريع للنظام المصرفي وتوطيده، حيث نمت خلال هذه الفترة أصول المصارف من 3 مليار ريال إلى 93 مليار ريال، وارتفعت الودائع من مليار ريال إلى 68 مليار وفي سنة 1976 أعلنت الحكومة عن سياسة هامة بخصوص المشاركة السعودية في المصارف الأجنبية، واقتضى ذلك تحويل فروع المصارف الأجنبية إلى شركات مساهمة تتداول أسهمها من قبل الجمهور على أن تكون غالبية حقوق الملكية لمساهمين سعوديين وأدى هذا البرنامج والذي تم تطبيقه خلال فترة ثمانية أعوام إلى تعزيز رأسمال المصارف

¹⁻ www.Bbkoline.com/arabk/bhbbk/bhfbkentreprise/bbkentreprise.htm

للمستوى الملائم لمواكبة التوسع الكبير في المتطلبات المتزايدة للخدمات المقدمة بما في ذلك الخدمات المالية.

لكن في فترة الثمانينات حدث هبوط في أسعار النفط خاصة في بداية عقد الثمانينات عن مستوياتها التي كانت سائدة، واستمرارها بالإنخفاض، وبهذا تراجعت إيرادات الحكومة بدرجة كبيرة وعانت المصارف من القروض المتعثرة مما أدى إلى انخفاض أرباحها⁽¹⁾.

فلتصحيح الوضع بادرت الحكومة والمتمثلة في مؤسسة النقد العربي باتخاذ عدد من التدابير وذلك لتحسين كفاءة الإدارة السليمة للشركات، وتعزيز إجراءات إدارة المخاطر كما أدخلت المؤسسة عددا من الأنظمة التقنية المتقدمة وذلك لتحسين كفاءة الأعمال المصرفية وتعزيز الخدمات المالية.

يعمل حاليا 11 مصرفا في المملكة منها 8 مصاريف سعودية اجنبية مشتركة، ولها 201 فرعا في نهاية النصف الأول من عام 2002م منتشرة في أرجاء المملكة، وهي تمارس نشاطها بأسلوب العمل المصرفي الشامل، كما تقدم مجموعة واسعة من المنتجات و الخدمات بما في ذلك الخدمات المصرفية للأفراد والشركات و الإستثمارات في مجال الإستثمار، تسهيلات الوساطة المالية، عمليات المشتقات الإستثمارية بالإضافة إلى خدمات اخرى، وبهذا فإن المصارف السعودية تساهم في جهود التنمية التي تبذلها الحكومة.

2- مؤسسة الإقراض المتخصصة:

تشكل مؤسسات الإقراض المتخصصة قطاعا مهما في النظام المالي السعودي، وهي تشمل: صندوق التنمية الصناعية السعودي، البنك الزراعي العربي السعودي، صندوق التنمية العقارية، صندوق الإستثمارات العامة، بنك التسليف السعودي، فقد مارست مؤسسة النقد العربي السعودي دورا هاما في إنشاء هذه المؤسسات العامة في مطلع السبعينات الميلادية من القرن الماضي. تقدم هذه المؤسسات القروض طويلة الأجل لقطاعات حيوية من الإقتصاد مثل: الصناعة، الزراعة... إلخ كما تسعى لتلبية الإحتياجات الإجتماعية مما يشجع النمو القطاعي و تنويع الإقتصاد، مارست هذه المؤسسات ومازالت تمارس أدوارا هامة في تعزيز النمو ودعم تلك القطاعات حيث بلغ إجمالي قروضها المتصرفة منذ تأسيسها حتى نهاية الربع الأول من عام 2002 م 286 مليار ريال⁽²⁾ بعد صدور نظام الإستثمار الأجنبي الجديد لتشجيع الإستثمارات الأجنبية، سيقوم صندوق التنمية الصناعية السعودي بتقديم قرض لمشاريع ذات ملكية أجنبية بالكامل.

1- www.sama.gov.sa/ar/news/1424-03/1424-03-26.htm

2- www.sama.gov.sa/ar/news/1424-03/1424-03-26.htm

4- سوق رأس المال:

بالإضافة إلى توسع دور القطاع المصرفي، بذلت الحكومة جهودا لتطوير سوق رأس المال، فقد بدأ تداول الأسهم بالمملكة العربية السعودية في عام 1935 م⁽¹⁾ ففي منتصف الثمانينات وضعت الحكومة كافة عمليات تداول الأسهم تحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي، وفوضت المصارف التجارية بممارسة أعمال الوساطة في تداول الأسهم، وشهدت سوق الأسهم تطورا كبيرا بزيادة عدد الأسهم المتداولة، واستثمار ما يزيد عن 1,6 مليون فرد في أسهم الشركات المساهمة السعودية⁽²⁾.

ففي نفس الوقت تمت صناعة صناديق الإستثمار بشكل كبير، وزاد إجمالي أصولها الإستثمارية، كما شهد أيضا سوق سندات التنمية الحكومية و أودونات الخزنة توسعا تدريجيا وبات ظهور سوق سندات شركات مطلبا حتميا.

تمكنت المملكة العربية السعودية عام 1990 م من إدخال النظام الآلي لتداول الأسهم يتم بموجبه إتمام الصفقات و التسوية بشكل فوري متيحا بذلك للمستثمرين الفرصة للإستثمار بكل راحة وبكل سهولة من منازلهم أو مكاتبهم، وتم أيضا تعزيز شفافية السوق حيث تقوم الجهات المصدرة للأسهم بنشر بياناتها الدورية كاليانات المالية⁽³⁾.

المطلب الثاني: النظام المالي السعودي و الإتجاهات العالمية

يبدو ن النظام المالي السعودي مطمئنا أكثر إذا نظر إليه في سياق التطورات والإتجاهات في الأسواق المالية العالمية، فقد تحولت نسبة هذه الأسواق خلال العقد الماضي بسبب بعض القوى المهيمنة والمتفاعلة مثل، تحرير الأسواق المالية الذي ساعد على تدفق الأموال عبر الحدود لتوظيفها بشكل حر ورفع القيود عن صناعة الخدمات المالية الذي أدى إلى إضعاف الحدود التقليدية بين مختلف أنواع الوسطاء الماليين وفي بعض الأحيان انحصارها تماما، وعولمة المؤسسات المالية مما مكنها من توسيع دورها الوسيط على المستوى العالمي، والنمو السريع المذهل في تقنيات المعلومات والإتصالات، وقد أوجدت هذه الإتجاهات العالمية بيئة عالمية أكثر حيوية وارتباطا وتقلبا مع تزايد المخاوف من اضطراب الأسواق والمؤسسات العاملة فيها، وبالتالي تطلب ذلك تركيزا كبيرا و تمحيصا أدق على ممارسات إدارة المخاطر للقطاع المالي.

1- www.nationalinvestor.ac/arabic/transaction-ar.asp

2- www.sama.gov.sa/ar/news/1424-03/1424-03-26.htm

3- www.sama.gov.sa/ar/news/1424-03/1424-03-26.htm

ويقوم المشرفون الدوليون في أسواق الخدمات والأوراق المالية و التأمين من وقت لآخر بإصدار معايير جديدة ومبادئ وإرشادات عن أفضل الممارسات التي ينبغي مراعاتها من جانب المصارف والمؤسسات المالية الأخرى.

لقد كان سجل المملكة العربية السعودية إزاء هذه الإتجاهات العالمية المشار إليها للغاية، فقد ظل نظامها المالي دائماً متحرراً من القيود حتى في الفترات التي مارست فيها معظم دول العالم رقابة على النقد وبهذا مارست المؤسسات المالية السعودية عملها من البداية في بيئة حرة من القيود، كما سمح نظام مراقبة البنوك باستطاعة هذه الأخيرة تقديم كافة الخدمات المصرفية التقليدية، ممارسة الوساطة المالية بالأسهم وإدارة صناديق الإستثمار، وتقديم الإستشارات في مجال الإستثمار وغير ذلك.

وقد سمح للمصارف السعودية حديثاً بتقديم منتجات التأمين و الإستثمار في شركات التأجير المتخصصة، وساند هذا التحول في نشاط المصارف لتكون مراكز خدمات مالية شاملة البنية الرقابة المالية بالمملكة التي تعمل تحت سقف واحد.

فمنذ نشأة هذا النظام المالي قد كان مواكبا لعملية العولمة بسبب وجود كثير من المؤسسات المالية من دول متقدمة ونامية على حد سواء، وحتى الآن تعمل ثمانية مصارف من ظل أحد عشر مصرفاً في المملكة بمشاركة اجنبية، منها ستة مصارف دولية لها حضور هام من حيث المشاركة بالملكية وعقود الإدارة، وساهمت هذه العلاقات في عملية نقل التقنية وتطوير منتجات وخدمات جديدة والتقدم في ممارسات إدارة المخاطر.

المطلب الثالث: السياسات المتبعة لبناء النظام المالي

ركزت المملكة بصورة مستمرة على بناء نظام مالي سليم ومستقر وموثوق به، وظل هذا الإهتمام القوة المحركة الرئيسية لسياساتها وإجراءاتها في هذا المجال، وتتلخص الحوافز الرئيسية لهذه السياسات التي وجهت تطور النظام المصرفي حتى الآن وستظل كذلك مستقبلاً فيما يلي:⁽¹⁾

- ✓ إيجاد سوق مالية مفتوحة ومتحررة مع حد أدنى من القيود على التدفق الحر لرأس المال.
- ✓ إيجاد نظام مصرفي قوي وسليم لدعم النمو الإقتصادي.
- ✓ تشجيع المنافسة العادلة في تقديم الخدمات المالية مع وجود خيارات كثيرة، وبهذا الخصوص ضمنت السلطات وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الحيوية في البلاد، مع إمكانية الوصول إلى مصارف إقليمية ودولية ومقدمي الخدمات المالية الأخرى في الخارج.

¹ - محمد بن سليمان الجاسر "تطور القطاع المالي لتحقيق نمو إقتصادي أفضل " عن موقع الأترنت:
www.sama.gov.sa/ar/news/1424-03/1424-03-26.htm

✓ السماح للمصارف الأجنبية ومساهمين أجانب بالمشاركة في النظام المصرفي بالمملكة والإستفادة منهم، وحرصت السياسة الحكومية خلال الأعوام الماضية على ان تساهم المشاركة الأجنبية في نمو اقتصاد المملكة وتحقيق الإستفادة القصوى من خلال نقل التقنية وتدريب الموارد البشرية الوطنية وتحسين ممارسات إدارة المخاطر وغيرها.

✓ ضمان ان تظل السوق المالية السعودية في وضع رائد في مجال تقنية المعلومات والاتصالات.

✓ تشجيع نهج أسلوب العمل المصرفي الشامل، حيث يمكن أن تقدم معظم الخدمات المالية بواسطة المصارف التي تتصف بالإدارة الجيدة والإشراف الفاعل وتحظى برؤوس أموال كبيرة ولها شركاء أجانب يتمتعون بالثقة وأقوياء.

فنظرا لهذه المساعي يتوقع ان يحقق النظام المالي السعودي مزيدا من النمو وان يكتسب مزيدا من القوة و الكفاءة خلال السنوات القادمة، ولن ينحصر ذلك في توسع إطار المؤسسات فحسب بل يتوقع حدوث تحسين هام أيضا في الجودة والتنوعية للخدمات المقدمة من المؤسسات المالية، ولعل القوة المحركة وراء هذا التقدم هي التطورات والإتجاهات العالمية والعوامل المحلية كالنمو السكاني السريع وتنوع الإقتصاد، وتزايد وعي وذوق المستهلكين، وبرامج التخصص، وتزايد دور القطاع الخاص.

وتتمتع سوق رأس المال السعودية بقدرات كامنة للمساهمة بصورة كبيرة في النمو الإقتصادي، وتؤكد الأبحاث بقوة بأن أية سوق رأس مال ذات أداء جيدة بالنسبة لحجمها و سيولتها، تؤثر إيجابا في النمو الإقتصادي، ويتم تحقيق ذلك من خلال الجمع بين المدخرين و الجهات التي تقوم باستثمار الأموال بطريقة تساند دور المصارف وبذلك تضيف نسقا كاملا للنظام المالي ليتمكن من ممارسة دوره في دعم عملية النمو الإقتصادي، كما لا بد أن تمارس سوق رأس المال دورا كبيرا في تلبية متطلبات التمويل طويل الأجل لمختلف القطاعات الإقتصادية.

كما يتوقع أن يطرح القطاع المالي منتجات وخدمات جديدة وزيادة الطلب على بعض الخدمات، فمع إطلالة العام 2020 م سنتشهد بنية السوق المالية السعودية تغيرات مثيرة تشمل بعض الملامح الجديدة لهذه البنية وتتمثل فيما يلي:⁽¹⁾

- زيادة في عدد المشاركين مما يؤدي إلى طرح مجموعة واسعة من المنتجات والخدمات المالية.
- إرتفاع الوعي بالهندسة المالية لدى المواطنين مما يساهم في تطور صناعة الخدمات المالية (المشتقات) التي تعتبر رافدا هاما من روافد التنمية المالية.

¹محمد بن سليمان الجاسر "تطور القطاع المالي لتحقيق نمو إقتصادي أفضل " عن موقع الأنترنت:
www.sama.gov.sa/ar/news/1424-03/1424-03-26.htm

- تحول عدد كبير من الشركات المقفلة إلى شركات مدرجة في السوق مما يوفر بدائل جيدة للإستثمار وتنويع المخاطر.
- تحول شركات صغيرة ومتوسطة وكبيرة الحجم إلى السوق المالي بأدوات جديدة نظرا لزيادة عدد أدوات الإستثمار المتنوعة.
- ظهور سوق مالية إقليمية متكاملة على المستوى الخليجي وربما العربي.
- إزدياد فرص التوظيف في مجموعة واسعة من المجالات المالية.
- ظهور عملة موحدة لدول الخليج العربية وما يترتب عليه من أثر في السياسات النقدية والمالية وانعكاسات ذلك على تطور واندماج الأسواق المالية.

المبحث الثالث: استعمال الأدوات المالية المشتقة في المملكة العربية السعودية

لقد تميز النظام المالي في المملكة العربية السعودية بالقوة و الفعالية، كان أساس هذه القوة هو القاعدة العريضة والواسعة من الخدمات المالية للمدخرين والمستثمرين، وأهم هذه الخدمات الأدوات المالية المشتقة أو المشتقات المالية والتي استطاعت المملكة العربية السعودية أن تكتشف أهميتها ومدى مساهمتها في تطوير النظام المالي ككل الذي يشكل أهم مسعى من مساعي المملكة. يتم استخدام هذه التقنية الحديثة من طرف البنك العربي الوطني والبنك الأهلي التجاري، فسناحول في هذا المبحث أن نتطرق لأهم أنواع الأدوات المشتقة المستعملة في هذين البنك، والأغراض المرجوة من هذه الأخيرة، كما سنبين كيفية محاسبة هذه الأدوات، وسنبداً بتبيان كيفية استعمالها أولاً في البنك العربي الوطني لننتقل إلى البنك الأهلي التجاري، ثم بنك الإمارات العربية للإستثمار.

المطلب الأول: استخدام البنك العربي للمشتقات

تأسس البنك العربي الوطني بموجب المرسوم رقم 38 المؤرخ بتاريخ 18 رجب 1399 هـ الموافق لـ 13 يونيو 1979 وهو شركة مساهمة سعودية، بدأ أعماله بتاريخ 02 فبراير 1980 بعد أن انتقلت إليه عمليات البنك العربي المحدود في المملكة العربية السعودية، يعمل هذا البنك بموجب السجل التجاري رقم 1010027912 بتاريخ 01 ربيع الأول 1400 هـ الموافق لـ 19 يناير من خلال شبكة فروعه وعددها 114 فرعاً، وسنة 2002 أصبح 116 فرعاً في المملكة العربية السعودية وفرعاً واحداً في المملكة المتحدة، بلغ عدد موظفي البنك 2163 موظفاً وفي سنة 2002 بلغ 2005 موظف، تتمثل أهداف البنك في تقديم كافة أنواع الخدمات، ولكن سنركز الدراسة على الخدمات أو الأدوات المالية المشتقة⁽¹⁾.

سيستخدم البنك الأدوات المالية المشتقة للأغراض التجارية ولأغراض تغطية المخاطر، وهي عبارة عن التزامات لتبادل مجموعة من التدفقات النقدية بأخرى، وقد تكون مقايضات أسعار العملات التي عادة ما تقوم فيها الأطراف المتعاقدة الإتفاق على سعر ثابت وسعر متغير وبعملة واحدة دون تبادل المبلغ الأصلي، أو مقايضات العملات والتي يتم بموجبها تبادل العملات بسعر أصلي وذلك بعملات مختلفة، وفي حالة مقايضة أسعار العملات بعملات مختلفة، فإنه يتم بموجبها تبادل المبلغ الأصلي زائد دفع ثابت وبسعر متغير وبعملات مختلفة، إضافة إلى المقايضات توجد العقود المستقبلية، الأسعار الآجلة، الخيارات.

¹ - www.amb.com.sa/arabic/f2003/notesasp

فالعقود المستقبلية هي عبارة عن اتفاقيات تعاقدية لشراء أو بيع عملة أو بضاعة أو أداة مالية معينة بسعر وتاريخ محددين في المستقبل، وهي عقود يتم تصميمها خصيصاً، والتعامل بها خارج الأسواق المالية النظامية، أما عقود الصرف الأجنبي المستقبلية وعقود الأسعار المستقبلية فيتم التعامل بها وفق أسعار محددة في الأسواق المالية النظامية، حيث يتم تسديد التغيرات في قيمة العقود المستقبلية يومياً⁽¹⁾.

الأسعار الآجلة هي عبارة عن عقود أسعار عمولات مستقبلية يتم تداولها بصورة منفردة وتتص على ان يسدد نقدا الفرق بين سعر متفق عليه وسعر السوق في تاريخ مستقبلي محدد وذلك عن المبلغ الأصلي المحدد وخلال الفترة الزمنية المتفق عليها⁽²⁾.

الخيارات هي عبارة عن اتفاقيات تعاقدية يمنح بموجبها البائع (وهو مصدر الخيار) الحق وليس الإلتزام للمشتري (أي المكتب بالخيار) بيع أو شراء أداة مالية بسعر محدد سلفاً في تاريخ مستقبلي محدد أو في وقت خلال فترة زمنية معينة⁽³⁾.

المطلب الثاني: الهدف من استخدام المشتقات

يستعمل البنك العربي الوطني هذه الأدوات لغرضين أساسيين، اولا لغرض تجاري وثانيا لغرض إدارة المخاطر، يكون الغرض التجاري إما بالمبيعات أو تحديد المراكز أو موازنة أسعار الصرف، كيف ذلك ؟

فيما يخص المبيعات فهي تتمثل في طرح منتجات للعملاء لتمويل أو تعديل أو تخفيض المخاطر الحالية و المستقبلية أما تحديد المراكز فتتمثل في إدارة مخاطر السوق مع توقع الحصول على أرباح إيجابية في الأسعار أو المعدلات أو المؤشرات، وموازنة أسعار الصرف تكون بتحديد الفروقات في أسعار الصرف بين الأسواق أو المنتجات للحصول على أرباح من ذلك.

أما غرض تغطية المخاطر فيتمثل في إدارة تعرض البنك لتقلبات أسعار الصرف الأجنبي، ولتقليل أسعار العملات والعمولات لتكون ضمن المستويات المقبولة، التي يقررها مجلس الإدارة بناء على التوجيهات الصادرة عن مؤسسة النقد العربي، فقد وضع مجلس الإدارة مستويات معينة لمخاطر العملات وذلك بوضع حدود للتعامل مع الأطراف النظيرة ومخاطر مراكز العملات.

فستستخدم استراتيجيات تغطية المخاطر لضمان بقاء مراكز العملات ضمن الحدود المقررة، كما وضع مجلس الإدارة مستوى لأسعار العملات وذلك بوضع حدود للفجوات في أسعار العملات للفترة المقررة، كما يستخدمها البنك لتقليل تعرضه لمخاطر أسعار العملات والعمولات.

¹-البنك الأهلي التجاري : www.alahli.com
²-البنك الأهلي التجاري : www.alahli.com

³-www.anb.com.sa/arabic/f2003/notesasp

إن عقود الصرف الأجنبي الآجلة ومقايضات العملات تكون لتغطية مخاطر عملات محددة بشكل خاص، أما مقايضات الأسعار المستقبلية الخاصة بأسعار العملات فيستخدمها البنك لتغطية مخاطر أسعار العملات و يمكن تصنيف تغطية المخاطر إلى فئتين و هما تغطية مخاطر القيمة العادلة و تغطية مخاطر التدفقات النقدية.

فبالنسبة لتغطية مخاطر القيمة العادلة فهي تهدف إلى تغطية مخاطر التغيرات في القيمة العادلة للموجودات أو المطلوبات المغطاة، أما تغطية مخاطر التدفقات النقدية فهي تهدف إلى تغطية التغيرات في التدفقات النقدية سواء كانت متعلقة بخطر محدد مرتبط بالموجودات أو المطلوبات المغطاة أو العمليات المتوقعة أو الإلتزامات المؤكدة التي تؤثر على صافي الدخل أو الخسارة المعلن عنها، وحتى نصل إلى القيمة العادلة يجب أن نأخذ بعين الإعتبار جميع التدفقات النقدية لعدة سنوات ووضع نسبة خصم ملائمة لإيجاد القيمة الحالية لهذه التدفقات التي تعكس القيمة العادلة، وقد سميت هذه القيمة بالقيمة المركزية باعتبار أنها المركز الذي تدور حوله الأسعار السوقية، ولهذا تحدد القيمة العادلة في العادة بالرجوع إلى الأسعار المتداولة بالسوق وطرق خصم التدفقات النقدية⁽¹⁾.

هذا عن الأهداف المحققة من وراء استعمال هذه الأدوات، لكن قد نتساءل كيف يمكن قياس هذه لأدوات المالية المشتقة ؟

يتم في الأصل قياس الأدوات المالية المشتقة والتي تشتمل على عقود الصرف الأجنبي، العقود المستقبلية الخاصة بأسعار العملات، اتفاقيات الأسعار الآجلة، مقايضات أسعار العملات والعملات، خيارات أسعار العملات والعملات المكتسبة والمشتراة بالتكلفة ويعاد قياسها لاحقا بالقيمة العادلة، فتقيد كافة المشتقات بقيمتها العادلة ضمن الموجودات ذلك عندما تكون القيمة العادلة إيجابية، وضمن المطلوبات عندما تكون القيمة العادلة سلبية، وبهذا تدرج أية مكاسب أو خسائر ناتجة عن إعادة قياس أدوات تغطية المخاطر بقيمتها العادلة مباشرة في قائمة الدخل، ويتم تسوية الجزء المتعلق بالبند الذي تمت مخاطره في القيمة الدفترية لذلك البنك ويدرج في قائمة الدخل. وتتمثل القيمة الدفترية القيمة الحسائية للأصل المالي التي تشتق من حسابات الشركة أو المؤسسة التي يرتبط بها هذا الأصل.

أما بالنسبة لتغطية مخاطر التدفقات النقدية يتم في الأصل إثبات الجزء الخاص بالربح أو الخسارة الناجمة عن اداة تغطية المخاطر في الإحتياطات الأخرى ضمن حقوق المساهمين، وفيما يخص تغطية مخاطر النفقات النقدية التي لها تأثير على المعاملات المستقبلية، يتم تحويل الربح أو الخسارة المدرجة في الإحتياطات الأخرى إلى قائمة الدخل خلال نفس الفترة التي تؤثر فيها المعاملة المغطاة على قائمة الدخل، أما في الحالات التي تؤدي فيها العمليات المتوقعة المغطاة أو الإلتزامات المؤكدة

¹ - www.amb.com.sa/arabic/f2003/notesasp

الفصل السادس : تجارب استعمال الأدوات المالية المشتقة في بعض الدول النامية

إلى إثبات موجودات أو مطلوبات عندئذ يتم إدراج الربح أو الخسارة التي سبق وأن تم إثباتها ضمن الإحتياطات الأخرى في القياس الأول لتكلفة الشراء أو القيمة الدفترية لتلك الموجودات أو المطلوبات.

الجدير بالذكر أنه يجب توثيق طبيعة علاقة تغطية المخاطر وأهدافها، بما في ذلك تفاصيل البنود المغطاة بمخاطرها وأداة تغطية هذه المعاملات محاسبيا على أنها معاملات تغطية مخاطر القيمة العادلة أو التدفقات النقدية.

سنتين فيما يلي القيمة العادلة الإيجابية والسلبية للأدوات المالية المشتقة مع تحليل بالمبالغ الإسمية للفترة المتبقية حتى تاريخ الإستحقاق، والتي تعتبر مؤشرا على حجم المعاملات القائمة في نهاية السنة⁽¹⁾.

الجدول(6-1): المبالغ الإسمية للفترة المتبقية حتى تاريخ الإستحقاق 2001م بآلاف الريالات السعودية

أكثر من 5 سنوات	1-5 سنوات	3-12 شهر	خلال 3 أشهر	إجمالي المبالغ الإسمية	القيمة العادلة السلبية	القيمة العادلة الإيجابية	
416.420	2.281.427	1.404.684	2.037.475	6.140.006	163.311	161.801	أسعار العمولات
-	427.500	213.750	-	686.250	222	2.087	العملات
-	356.250	52.168	3.750	412.168	10.030	5.931	العمولات
-	-	15.717.908	19.640.817	35.358.725	29.101	23.191	الصرف الأجنبي
-	-	1.079.682	942.503	2.022.185	11.813	12.643	العملات
90.654	1.401.174	269.615	-	1.761.443	21.240	11.538	أسعار العمولات
-	37.500	150.000	100.000	278.500	-	2.407	أسعار العملات
507.074	4.548.851	18.887.807	22.724.545	46.668.277	235.717	219.598	

مصدره: www.anb.com.sa/arabic/f2003/notes_asp

¹ -البنك الأهلي التجاري : www.alahli.com

المطلب الثالث: استخدام البنك الأهلي التجاري للمشتقات

البنك الأهلي التجاري هو بنك إسلامي متواجد في المملكة العربية السعودية، فهو يمثل مركز الريادة فيها، وقد حدد تاريخ أول يوليو 1997م تاريخا للتحويل من شركة تضامن إلى شركة مساهمة سعودية، يقدم هذا البنك مجموعة متنوعة من الخدمات من خلال شبكة فروع متخصصة يزيد عددها عن 60 فرعا منتشرا في أنحاء المملكة يتولى إدارتها موظفون ذوي كفاءة عالية وخبرات طويلة، كما يقدم البنك منتجات تمويل إسلامي وفقا للضوابط الشرعية كالمرابحة، المضاربة... إلخ والتي تشرف عليها رقابة شرعية مستقلة وتدرج هذه المنتجات ضمن بند القروض والسلف.

إبتداء من سنة 2001 قام البنك بتطبيق معيار المحاسبة الدولي رقم 39 المتعلق بإثبات وقياس الأدوات المالية بما فيها الأدوات المالية المشتقة حيث يتم إثباتها سواء كانت موجودات أو مطلوبات في قائمة المركز المالي. تتمثل الأدوات المالية المشتقة في عقود الصرف الأجنبي و العقود المستقبلية الخاصة بأسعار العملات، واتفاقيات ومقايضات أسعار العملات والعمولات، وخيارات أسعار العملات والعمولات (المكتتبة والمشتراة) ويتم قياسها بقيمتها العادلة، وتستعمل أيضا لأغراض المتاجرة ولتغطية المخاطر التي تصنف إلى فئتين، تغطية مخاطر القيمة العادلة ومخاطر التدفقات النقدية⁽¹⁾.

لكن لكي تكون المشتقات مؤهلة لمحاسبة المخاطر، فإنه يتوقع بأن تكون تغطية المخاطر فعالة جدا، أي أن التغيرات في القيمة العادلة أو التدفقات النقدية يجب أن تغطي بشكل فعال التغيرات التي طرأت على البند الذي يتم تغطية مخاطره، ويجب ان تكون هذه التغيرات بشكل موثوق به، وعند بداية التغطية يجب توثيق أهداف واستراتيجية إدارة المخاطر بما في ذلك تحديد أداة تغطية المخاطر، وطبيعة المخاطر المغطاة وطريقة تقييم فعالية تغطية المخاطر، وفي تاريخ لاحق يجب تقييم مدى فعالية تغطية المخاطر بصورة واضحة.

ففي حالة انتهاء سريان الأداة المغطاة أو بيعها أو تنفيذها أو عند انتهائها أو عندما لم تعد مؤهلة لمحاسبة لتغطية والمخاطر، في ذلك الوقت يتم الاحتفاظ بالربح أو الخسارة المتراكمة الناجمة عن أداة تغطية المخاطر في الإحتياطات الموجهة للمساهمين لحين وقوع المعاملة التي تم التنبؤ بها، وفي الحالات التي لا يتوقع حدوث المعاملة المغطاة التي تم التنبؤ بها يتم نقل الربح او الخسارة المتراكمة إلى قائمة الدخل للفترة.

¹-البنك الأهلي التجاري : www.alahli.com

الجدول (6-2) : المبالغ الإسمية للفترة المسبقة حتى تاريخ الإستحقاق 31 ديسمبر 2000م بآلاف الريالات السعودية

أكثر من 5 سنوات	1-5 سنوات	3-12 شهر	خلال 3 أشهر	إجمالي المبالغ الإسمية	
-	3.744.365	6.808.750	5.567.000	16.120.115	أسعار العملات
-	1.333.000	326.000	518.000	2.183.000	أسعار عملات مستقبلية
-	-	-	300.000	300.000	أسعار العملات
-	9.954.000	10.199.396	12.798.085	32.951.481	أسعار الصرف الأجنبي
-	-	6.000	202.000	208.000	أسعار الصرف الأجنبي الآجلة
-	-	1.688.000	-	1.688.000	السعر الآجل
	15.037.365	19.028.146	19.385.085	53.450.596	

مصدره: البنك الأهلي التجاري www.alahli.com

وسنبين الآن ملخصاً بالبنود المغطاة مخاطرها وضعية المخاطر وأداة تغطية المخاطر وقيمتها العادلة.

الجدول (3-6): البنود المغطاة مخاطرها و طبيعة المخاطر و أداة التغطية

البند المغطاة	القيمة العادلة	التكلفة	المخاطر	أداة تغطية المخاطر	القيمة العادلة الإيجابية	القيمة العادلة السلبية
عمولة ثابتة	1.787.630	1.745.775	القيمة العادلة	مقايضة أسعار العملات	11.538	21.241
عمولة متغيرة	252.352	287.500	التدفق النقدي	مقايضة أسعار العملات	2.407	-

مصدره: البنك الأهلي التجاري www.alahli.com

وعليه x86 تقريبا من القيمة العادلة الإيجابية للمشتقات الخاصة بالبنك مع مؤسسات مالية، بينما أبرمت أقل من 14 % من عقود القيمة مع مؤسسات غير مالية.

المطلب الرابع: بنك الإمارات العربية للاستثمار

تأسس البنك في دبي بموجب مرسوم من صاحب السمو حاكم دبي تحت اسم الإمارات العربية للاستثمار المحدود عام 1999، تم تسجيل البنك بموجب قانون الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة لسنة 1984 (وتعديلاته) كشركة مساهمة عامة، يقوم البنك بالأعمال المصرفية التجارية والاستثمارات المصرفية وإدارة محافظ الاستثمار، يعمل لدى عدة موظفين. (1) من خلال الأعمال العادية يدخل البنك في أنواع مختلفة من المعاملات ما يعرف بالأدوات المالية المشتقة فالأداة المالية المشتقة هي عقد مالي ما بين طرفين تعتمد الدفعات على الحركات في سعر واحدة أو أكثر من الأدوات المالية المعينة مرجع السعر أو المؤشر. (2) تتمثل الأدوات المالية المشتقة في أدوات آجلة ومستقبلية ومقايضات وخيارات، وخلال سنة 2004 أبرم البنك فقط عقود صرف عملات أجنبية آجلة.

¹ - www.dfn/arabicstatment%26companis/financial/report/HEIBANK-annua

² - www.dfn/arabicstatment%26companis/financial/report/HEIBANK-annua

فعقود صرف العملات الأجنبية الآجلة هي اتفاقات تعاقدية لشراء أو بيع عملة معينة بتاريخ وسعر محددين في المستقبل.

أما العقود الآجلة فهي عقود حسب رغبة الزبون عن طريق الكاونتر. ولقد تم إبرام سنة 2003 100% من عقود المشتقات الخاصة بالبنك مع مؤسسات غير مالية.⁽¹⁾

فالغرض منها هو تلبية البنك احتياجات عملائه فإن البنك هو طرف في عقود صرف عملات أجنبية آجلة بالإضافة إلى ذلك فلإدارة موجوداته ومطلوباته، كما يستخدم البنك عقود الصرف العملات الأجنبية الآجلة لغرض الحماية ضد مخاطر سعر صرف العملات.

يتم تحديد القيمة العادلة للمشتقات بالرجوع إلى الأسعار المتداولة في السوق، فمثلا احتساب القيمة العادلة لعقود صرف العملات الأجنبية الآجلة يكون بالرجوع إلى أسعار الصرف الآجلة ذات الاستحقاقات المتشابهة وقد قدرت كل من القيمة العادلة للمشتقات السلبية والإيجابية لسنة 2004 بما يلي:

القيمة العادلة الإيجابية للمشتقات 83317 ألف درهم 31 ديسمبر 2004

القيمة العادلة السلبية للمشتقات 153776 ألف درهم دائما سنة 2004

ولا يتم تقييد العمليات التي تتضمن أدوات مالية مشتقة في الميزانية العامة بل خارجها.⁽²⁾

¹ -www.dfen/arabicstatment%26companis/financial/report/HEIBANK-annua

² -www.dfen/arabicstatment%26companis/financial/report/HEIBANK-annua

المبحث الرابع: استعمالات أخرى للأدوات المشتقة

المطلب الأول: خطر تقلبات أسعار النفط

إن الدول التي تعتمد اعتمادا كبيرا على تصدير النفط معرضة لخطر تقلبات أسعار هذا الأخير، وتتمثل هذه الدول في الدول النامية والتي تندرج تحتها الجزائر باعتبارها تعتمد بدرجة كبيرة على عائدات البترول، فقد تؤدي هذه التقلبات إلى تقلب ميزانيات هذه الدول وبالتالي إنفاقها الحكومي، وعليه تقلب سعر صرف عملاتها، فقد عرفت أسعار الصرف تقلبات تاريخية كانت بشكل كبير ومفاجئ، هذا ما تترتب عنه حدوث أزمات اقتصادية مفاجئة في هذه الدول، ليس هذا فقط بل قد يمتد حتى للميادين الإجتماعية و السياسية.

أمام هذه الأوضاع خاصة وأن أغلب هذه الدول مدينة لصندوق النقد الدولي وبهدف تخفيف اعتمادها على المنظمات الدولية والديون الخارجية لا بد من التفكير في إيجاد حلول مناسبة للتخفيف من حدة أثر تقلب أسعار النفط.

إن الدول النفطية لم تبق مكتوفة الأيدي بل حاولت ان تجد حلا لهذا المشكل وذلك بإتباع طرق عديدة من أهم هذه الطرق هو إنشاء ما يسمى "بصناديق التوازن" أو "صناديق الإستقرار" أو "صناديق المستقبل" فالهدف واحد من هذه الصناديق، وتتمثل في وضع الفائض جانباً في حالة زيادة إيرادات النفط وذلك بهدف استخدامه عند انخفاض الإيرادات، وبالفعل قامت بهذه الطريقة عدة دول مثل: الكويت، إيران، الجزائر، فنزويلا... إلخ فالهدف من هذه الصناديق هو تمهيد التقلبات والتقليل من أخطارها، ولكنها لا تؤدي الغرض المرغوب فيه أي تخفيض مستوى المخاطر.

قد نتساءل لماذا ؟

لأن أسعار النفط لا تنخفض لفترة تساوي فترة الإرتفاع، كما ان مستوى الإرتفاع لا يساوي تماما مستوى الإنخفاض، وهذا ما يؤثر على إيرادات صادرات هذه الدول، فهذه الصناديق تشبه إلى حد ما صناديق الإعانات ذلك لأنها لا تعكس السعر الحقيقي للموارد النفطية داخل البلاد والتي يجب أن تماثل الأسعار العالمية، كما تشكل هذه الصناديق عائقاً في وجه التغير الهيكلي في الإقتصاد ذلك لأنها تؤثر على الشفافية وتؤدي إلى تدهور الكفاءات في الإيرادات الحكومية.⁽¹⁾

¹بولدر كولورادو "تفاديا لمخاطر تقلب أسعار النفط و الميزانيات و الإنفاق الحكومي" عن موقع الأنترننت : www.alwatan.com/graphics/2004/02feb/6-2/dailyhtm/economy.html

المطلب الثاني: الحلول المقترحة لإدارة مخاطر أسعار النفط

بعد فشل صناديق التوازن في تنفيذ الغرض المرغوب فيه لا بد من التفكير في إيجاد حلول أخرى، فالحل الأمثل يكمن في توافر إيرادات نفطية ثابتة ومستمرة خلال فترة زمنية طويلة، لكن ما هي الوسائل اللازمة للحصول على ذلك ؟ من بين الوسائل لتحقيق إيرادات نفطية ثابتة و التقليل من مخاطر تقلبات الأسعار هناك وسيلة في غاية الأهمية وهي بيع الإنتاج المستقبلي الآن في الأسواق الآجلة بأسعار محددة، قد تبدو فكرة بسيطة وعملية ومعروفة لكن الدول النفطية لا تستعمل هذه الوسيلة. قد نتساءل لماذا ؟

قبل الإجابة على هذه التساؤلات سنوضح أولاً الإيجابيات المحققة من استعمال هذه الوسيلة لننتقل بعد ذلك للصعوبات التي تعرقل تطبيق هذه الوسيلة.⁽¹⁾

بما أن الدول النفطية لا تستطيع تحمل هذه المخاطر بإمكانها نقل هذه المخاطر للفئات التي تستطيع تحمل ذلك ويتم هذا في أسواق خاصة بهذه المخاطر، فيمكن للبلد النفطي استعمال هذه الوسيلة بإحدى الطريقتين: إما بيع النفط في الأسواق الآجلة أو شراء تأمين ضد انخفاض كبير في الأسعار، ولهذا يمكن أن تستقر إيرادات النفط المتوقعة، كما ستخفف من تقلبات إيرادات النفط، كما أنها ستوفر للحكومة وقتاً كافياً لتغيير سياساتها والتأقلم مع تغير الأوضاع بسهولة، وأهم شيء هو أنها تهدف إلى تثبيت أسعار النفط في المستقبل.

إذن كيف تستفيد الدول النفطية من الأسواق الآجلة ؟.

لقد أكدت البحوث العلمية في مجال أسواق النفط المستقبلية أنه يمكن تخفيض مخاطر تقلب أسعار النفط بمقدار 80 % في المدى القصير (أقل من 6 أشهر) و 70 % على المدى الطويل (أكثر من 6 أشهر)⁽²⁾ سنوضح الاستفادة من خلال المثال التالي:

لنفترض ان الحكومة تتوقع ان يكون متوسط الأسعار في العام القادم 25 دولار للبرميل، وبفرض أن الحكومة تريد تمويل ميزانيتها عن طريق 100 مليون برميل خلال العام، في هذه الحالة تكون هذه الدولة معرضة لمشاكل إذا كانت توقعاتها خاطئة أو لم تتحقق ولن تعاني من أية مشاكل إذا كانت توقعاتها صحيحة وهذا ما يبينه البيانات التاريخية، فالمخاطر كبيرة سبب احتمال انخفاض أسعار النفط إلى مستويات أقل من المستويات المتوقعة بكثير، وهذا ما يؤثر سلباً على ميزانية هذه الحكومة وبالتالي انخفاض الإنفاق، وعليه الإستدانة من الخارج، ولكن لتخلص من ذلك يمكن للحكومة أن تقوم ببيع 100 مليون برميل التي ستننتجها مستقبلاً ومحددة، هذا أول حل لكن هناك

¹- بولدر كولورادو "تفاديا لمخاطر تقلب أسعار النفط و الميزانيات و الإنفاق الحكومي " عن موقع الأنترنت : www.alwatan.com/graphics/2004/02feb/6-2/dailyhtm/economy.html

²- بولدر كولورادو "تفاديا لمخاطر تقلب أسعار النفط و الميزانيات و الإنفاق الحكومي " عن موقع الأنترنت : www.alwatan.com/graphics/2004/02feb/6-2/dailyhtm/economy.html

حل ثاني أو استراتيجية أخرى، فطبقا لهذه الإستراتيجية تقوم الحكومة بدفع مبلغ معين سلفا لإعطائها الحق بالبيع بالسعر المتفق عليه سابقا، فإذا أرادت الحكومة القيام بذلك أي بيع النفط بالسعر المحدد مع دفع المبلغ المحدد سابقا، أما إذ لم تقم بذلك فتخسر المبلغ المدفوع، ويكون قرار الحكومة على أساس تغيرات الأسعار، ومن المعروف ان الحكومة لا تقوم بهذه العملية إذا ارتفعت الأسعار بشكل يفوق السعر المتفق عليه، إضافة على هذا هناك خيارات أخرى متعددة لهذه الحكومة أو الدول النفطية ككل، وهو المزج بين الإستراتيجيتين السابقتين، أو بيع نصف الإنتاج في الأسواق الآجلة وبيع النصف الآخر في الأسواق الفورية.

فقد قام "دانيل" وزير السياسة المالية في صندوق النقد الدولي بدراسة في الأسواق المالية، تبين منها أن متوسط معدل التغير في أسعار النفط بين عامي 1990 حتى 2000 بلغ 1,33 دولار للبرميل الواحد، بينما بلغ متوسط معدل التغير في الأسعار الآجلة 0,51 دولار فقط، ومن هذا نستنتج أن الأسعار المستقبلية خفضت من حدة التقلب و المخاطرة بمقدار 61% (1).

المطلب الثالث: الحواجز المعرّقة لتبني هذه الحلول

رغم الإيجابيات التي تقدمها هذه الأدوات المالية الجديدة إلا أننا نلاحظ أن معظم الحكومات في الدول النامية لا تقوم بتطبيقها خاصة إدارة مخاطر أسعار النفط، وحتى الدول التي تطبقها لا يمكننا معرفتها وذلك لقلّة المعلومات الجيدة عن هذا الموضوع وكذا سرّيتها، لكن المكسيك قامت أثناء حرب الخليج عام 1991 من استخدام أسواق المخاطرة، لكن استخدام الدول النامية لهذه الأسواق (أسواق المخاطرة) قليل جدا مقارنة بما يمكن أن تكون عليه.

يشير تقرير البنك الدولي إلى أنه في عام 1999م سجلت 5% من العمليات فقط في الدول النامية، أما الباقي فقد تم في الدول المتقدمة، فولاية "تكساس" الأمريكية قامت ببيع نفطها في الأسواق المستقبلية لتثبيت الإيرادات المالية للولاية (2).

قد نتساءل لماذا لا تقوم الحكومات في الدول النامية بإدارة المخاطر بهذه الطريقة ؟

إذن رغم الفوائد الإقتصادية لاستخدام أسواق المخاطرة أو أسواق النفط المستقبلية من قبل الدول النفطية إلا أن هناك العديد من الأسباب التي تمنعها من ذلك، أهمها أسباب سياسية وأمور أخرى تتمثل في عدم توفر الخبراء الماليين في هذه الدول إضافة إلى الأضرار السياسية التي قد تلحق بصانع القرار من جراء الموافقة على استخدام الأسواق المستقبلية، فمثلا إذا انخفضت أسعار النفط وحققت الحكومة إيرادات إضافية من عمليات الأسواق المستقبلية، فإن البعض سينظر إليها على أنها

1 - بولدر كولورادو "تفاديا لمخاطر تقلب أسعار النفط و الميزانيات و الإنفاق الحكومي" عن موقع الأنترنت : www.alwatan.com/graphics/2004/02feb/6-2/dailyhtm/economy.html

2 - بولدر كولورادو "تفاديا لمخاطر تقلب أسعار النفط و الميزانيات و الإنفاق الحكومي" عن موقع الأنترنت : www.alwatan.com/graphics/2004/02feb/6-2/dailyhtm/economy.html

أرباح ناتجة عن عملية مقامرة، أما إذا ارتفعت الأسعار فإن البعض سينظر إليها على أنها خسارة كبيرة ناتجة عن سوء تصرف المسؤولين، لهذه الأسباب يفضل أصحاب القرار عدم الدخول في عمليات في الأسواق المستقبلية.

كما أنه إذا حدث أي خطأ إنساني أو آلي أو محاسبي في العمليات الآجلة فهذا سيؤدي إلى خسائر ضخمة تطيح سياسيا بصانع القرار.

قد تمتنع الدول النفطية عن استخدام أسواق المخاطرة لاعتقادها أن مركزها الإئتماني الضعيف يمنعها من استخدام الأسواق المالية لتمويل عملياتها، ولكن هذا السبب ضعيف لأن عمليات بيع النفط الآجلة بسعر محدد سيؤدي إلى تعزيز المركز المالي للبلد المصدر.

قد تعتقد أيضا الدول النفطية أن الأسعار المستقبلية منخفضة مقارنة بالأسعار التي تتوقعها هذه الدول ولهذا لا تستفيد الدول النفطية الكبرى من عمليات الأسواق المستقبلية كالسعودية وإيران وذلك إما لتوفر معلومات سرية لدى هذه الدول بما سيحدث في المستقبل، وإما لأن دخول هذه الدول للأسواق الآجلة سيؤدي إلى تخفيض الأسعار بسبب الكميات الكبيرة التي تم إنتاجها.

لكن توقعات الأسعار في الأسواق المستقبلية أدق وأصح وأكثر عدالة من توقعات الدول النفطية الصغيرة وعليه فحجة أن توقعاتهم أدق لا يمكن أخذها بعين الاعتبار.

إن عدم توفر الكوادر الوطنية المؤهلة لإدارة عمليات مالية كبيرة في هذه الدول، ذلك لأن هذا النوع من العمليات يتطلب أعدادا كبيرة من الخبراء والمختصين وهذا ما يصعب توفره في الدول النفطية وحتى الكبيرة منها.

الدول النفطية الكبيرة إذا قامت بعمليات آجلة علنية سيؤدي هذا إلى تخفيض أسعار النفط، وبالتالي خسائر كبيرة حيث أنه مجرد قيام دولة نفطية كبيرة بعملية بسيطة في الأسواق الآجلة سيؤدي إلى انخفاض في الأسعار أكبر بكثير من أثر العملية ذاتها، وهذا ما يغير مفهوم المخاطرة كله.

وعليه الشروط اللازمة لتنفيذ هذه العملية تتمثل في:⁽¹⁾

- إن الدخول إلى عمليات آجلة في الدول النفطية يجب أن تتم بهدف استقرار أسعار النفط فقط وليس لهدف جني أرباح من تقلبات أسعار النفط، فاستعمال هذه الأدوات على المدى الطويل يعتبر نوع من أنواع المقامرة التي تضر باقتصاديات الدول المصدرة للنفط، كما أنه توجد أسباب ثقافية ودينية واجتماعية تمنع هذه الدول من تبني هذه الأفكار.

كما أن السياسة تتنافى مع مبادئ صندوق النفط الدولي خاصة إذا كان الطرف الآخر في العقود المستقبلية دولة نامية، خاصة إذا انخفضت أسعار النفط إلى مستويات أقل من السعر المتفق عليه بكثير فإن الدول النفطية ستستفيد على حساب الدولة الأخرى والتي ستضطر إلى دفع سعر أعلى

¹- بولدر كولورادو "تفاديا لمخاطر تقلب أسعار النفط والميزانيات والإنفاق الحكومي" عن موقع الأنترنت : www.alwatan.com/graphics/2004/02feb/6-2/dailyhtm/economy.html

من سعر السوق، ونظرا لعدم تمكن هذه الدولة من دفع فاتورة الواردات فإنها ستلجأ إلى الإستدانة من صندوق النقد الدولي، وبهذا فالحل الوحيد هو ان يكون الطرف الآخر هو الدول الصناعية لنجاح الخطة.

إضافة إلى ذلك ونتيجة لسياسة الولايات المتحدة المتعسفة فإن الكثير من الدول تخشى الدخول في الأسواق الآجلة في كل من أوروبا وأمريكا بسبب تخوفها من قيام الـ.و.م.أ من تجميد أموالها، ولا شك أيضا أن قيام بعض الدول النفطية بالدخول في عمليات آجلة هو أن كارثة طبيعية أو سياسية في هذه الدول أو في الدول المجاورة سيؤدي إلى ارتفاع أسعار النفط بشكل كبير الأمر الذي سيؤدي إلى إعلان الدول عن عدم قدرتها على الوفاء بالعقد.

المطلب الرابع: حجم تجارة المشتقات في الدول النامية.

إن اتحاد صناعة المشتقات (The futur industry association (FIA) وخلال دراستها السنوية قد توصلت إلى بعض النتائج التي تخص تجارة المشتقات المالية في كل أنحاء العالم بصفة عامة وفي الدول النامية بصفة خاصة. وأهم ما توصلت إليه هو زيادة حجم تجارة المشتقات المالية في الدول النامية، حيث ارتفع حجم التجارة الخاصة بالعقود المشتقة من 6.78 بليون خلال العشر أشهر الأولى من سنة 2003 إلى 7.4 بليون سنة 2004 دائما لنفس المدة أي خلال العشر أشهر الأولى⁽¹⁾ فقد تحقق هذا الارتفاع أو بالأحرى كان مصدر هذا الارتفاع في حجم المعاملات بالمشتقات هو عقود معدلات الفائدة المتداولة في BA بالبرازيل بنسبة 28% وكذا عقود معدلات الفائدة المتداولة في MEX بالمكسيك نسبة 39%.⁽²⁾

بالمقابل فقد بلغ حجم تجارة المشتقات في بورصة شيكاغو نسبة 40.5% في ما يخص العقود و34% فيما يخص الخيارات دائما في بورصة شيكاغو.⁽³⁾

إضافة إلى حجم المتاجرة بالمشتقات المالية، وحسب البيانات المالية المتوفرة لدى اتحاد صناعة المشتقات (FIA) قام هذا الأخير بترتيب بورصات العقود على أساس حجم المعاملات بالمشتقات فتوصل إلى النتائج التالية:

- من بين العشر مراتب الأولى للمعاملات بالمشتقات ثلاثة منها كانت في الدول النامية، والتي تمثلت في كل من كوريا، المكسيك، البرازيل.

- من بين 25 مراتب الأولى للمعاملات بالمشتقات تسعة منها سجلت أيضا في الدول النامية والتي تمثلت في كل من (الصين، الهند، جنوب افريقيا، تايوان).

¹ - www.financial policy.org/ds brief.htm

² - www.future industry.org/fimagazi1929.asp

³ - www.financial policy.org

- دول أخرى احتلت مراتب مختلفة خلال الترتيب الكلي تمثلت في كل من الأرجنتين، سنغافورة، هانغارييا، ماليزيا.

وهذا ما يعكس حضور تجارة المشتقات في الدول النامية. فالحجم الإجمالي للعقود المسبقة المتعامل بها سنة 2004 بلغت 8.8 بليون والتي زاد حجمها بنسبة 9% على ما كانت عليه خلال سنة 2003. فقد مثلت العقود الخاصة بالعملات نسبة 35.4% أما العقود الخاصة بمعدلات الفائدة فقد مثلت نسبة 20.7% (1). وهذا ويشير اتحاد صناعة المشتقات إلى أن هذا النمو المتزايد لحجم تجارة المشتقات المالية سيستمر، وهناك عدة مؤشرات تبين ذلك. كما يشير أن مصدر هذه الزيادة سيكون أيضا من الدول النامية، فبالمقابل حجم تجارة المشتقات في الو.م.أ يزيد بسرعة فائقة. لكن حجم التجارة هذا في قلب ويعتبر دائم وأيضا في تطور مستمر، حيث لا بد أن يحذو حذو هذه الدول التي تتعامل بالمشتقات الدول المتبقية.

ونذكر في هذا الصدد دولة الإمارات العربية المتحدة التي عقدت اتفاقية تطوير السوق المالي المسمى "السعودية".

وبالفعل تم توقيع اتفاقية في العاصمة الإماراتية، 27 جانفي 2005 كان موضوعها هو تطوير السوق الآجل الإماراتي المسمى "السعودية" ليصبح saadiyat international stock Exchange SISE والذي سيبدأ عمله خلال هذه السنة (2005) حيث يتم التعامل فيه بكل أنواع المشتقات المالية كما هو الحال في البورصات العالمية، كبورصة شيكاغو وبورصة لندن وغيرها (2) هذه الاتفاقية وقعت من طرف الشيخ "بن زايد آل نعيان" رئيس هيئة تجارة المناطق الحرة بأبو ظبي، و"صالح سالم بن عمير الشمسي" رئيس ومسير الشركة الإماراتية العامة لرأس المال . emirat global capital corp (EGCC)

كما نظمت أيام دراسية في ما يخص استعمال بعض التقنيات كالتخزين، والمعاملات في هذا السوق كالمعاملات الدولية، التعامل بالعقود والخيارات وعقود السلع وبيت المقاصة. فبتطور هذا السوق سيمثل أهم مكون للأسواق المالية وأسواق السلع الكبرى، حسب تصريح "الشيخ بن زايد" سيمثل هذا السوق المركز المالي الجديد للمنطقة. أما الشمسي فقد صرح بأنه سيتم استعمال تقنيات حديثة في هذا السوق، كالمعاملات الالكترونية وغيرها، وسيبدأ العمل فيه نهاية هذه السنة. وهذا ما سيؤدي إلى جلب مستثمرين جدد سواء كانوا أفرادا أو شركات. فبالإضافة إلى المراكز المالية العالمية للتعامل بالمشتقات، سيحتل "سوق السعودية" مكانة مرموقة ومركز مالي مهم. كما قال الشمسي إنه يشكل الخليج الجديد " the golff new " . (3)

1 -- www.financial.policy.org

2- www.uaeinteract.com

2- www.uaeinteract.com

كما عقدت بتونس مؤخرا اتفاقية أبرمت بواشنطن بينها وبين البنك الدولي للإنشاء والتعمير في 28 مارس 2003 والمتعلق باستعمال الأدوات الائتمانية الحديثة لتغطية المخاطر المرتبطة بالقروض المبرمة مع هذا البنك.

فهذه الاتفاقية ستمكن الجمهورية التونسية من إدارة أفضل لمخاطرها خاصة المتعلقة بأسعار الصرف وأسعار الفائدة على القروض الممنوحة من طرف البنك. كما ستستفيد من خبرة ودراية البنك بهذه الوسائل⁽¹⁾

وأخيرا في الوقت الذي ظهرت فيه هذه الأدوات، من المفيد أن نتساءل ما إذا كانت هذه الأخيرة تشكل وسيلة فعالة للتغطية ضد المخاطر وفي نفس الوقت إذا كانت لا تشكل خطرا على النظام المالي ككل سنحاول الإجابة على هذا السؤال من خلال إبراز أهم الإيجابيات لهذه الأدوات.

إن الأدوات المالية المسبقة هدفها الأول و الأساسي هو تأمين التسيير الأمثل للمخاطر وتحويلها لمتخصصين قادرين على تسييرها بأحسن طريقة، فالأدوات المالية المشتقة تتمثل في ثلاثة أنواع رئيسية وهي العقود المستقبلية، الخيارات، عقود المبادلات وطبقا لهذه الأنواع ظهرت أدوات أخرى مصنعة بشكل متقن، فهذا الظهور كان استجابة لاحتياجات جديدة، فهي تعد ثمرة الابتكارات البنكية و التحرير المالي التي تنشط عمليات المنافسة ما بين القطاعات.

يشكل ظهور الأدوات المالية المشتقة تكامل وكفاءة الأسواق المالية وأسواق رأس المال ككل، فمن جهة وطبقا للإطار النظري للمشتقات فهي مصدر لتحويل المعلومات الجديدة، ومن جهة أخرى المشتقات المالية تحين تكامل الأسواق من خلال زيادة إمكانية التغطية، التوظيف التداول، كما تمكن من تحقيق فوائد غير موجودة في السوق الحاضر، فبطبيعة الحال سيتوسع حجم السوق بشكل كبير مع ظهور وتوسع هذه الأدوات وبشكل عميق، كما سيؤدي إلى تحسين الجودة، ووجود الشفافية، الإستقرار والأمان وهذا ما يؤدي إلى جلب مستثمرين جدد.

إن عملية التغطية الكاملة ضد المخاطر تمثل الوظيفة الأساسية لهذه الأدوات كما تسهل تسيير المخاطر المتعلقة بدرجة عدم التأكد فيما يخص الأسعار المستقبلية للأصول، وهذا من شأنه أن يخلف آثار إيجابية على مستوى الإقتصاد الكلي أما على مستوى المؤسسات، فالأدوات المالية المشتقة تؤدي إلى تحسين السيولة المالية، وتفاذي التقلبات الحادة التي تؤثر على التوازن المالي ومقدرته على مقاومة أية صدمة، هذا أيضا يؤدي إلى تشجيع المستثمرين وبأحسن الشروط التمويلية، وهذا ما يؤدي بنا إلى التفكير في عقود المبادلة والتي تلعب دورا فعالا، فالتقليل من درجة عدم التأكد يخلق جو موات أو ملائم لتطور النشاطات والتبادلات الخارجية والإستثمارات.

هذه التغطية ضد المخاطر تكمن المؤسسات من التسيير الأمثل لخدمة الدين، وتحسين شروط القروض وكذا تفاذي الصعوبات، لكن الخطر لا يمكن تجاوزه كلية وإنما يتم تحويله للمتعاملين

¹ - www.akhbar.tn/akhbar/archives/2003/07/23-001.htm

الذين يحسنون تسييره، كالوسطاء الماليين المختصين، فبفضل هذه المستحدثات ازدادت كمية الإنتاج وهذا ما سيكون له تأثير إحتمالي على التضخم.

الأدوات المالية المشتقة تحت التغيير في مسار النمو في المدى الطويل، كما ان استعمالها هو بمثابة تصنيع للطلب الكلي في ظل الإقتصاد وأيضا العرض الكلي عن طريق الإستثمار المنتج الإستعمال الأمثل للموارد، فهذه الأدوات تمكن من معرفة قدرات البلد الإقتصادية لمواجهة الصدمات الداخلية.⁽¹⁾

¹ -yves simon « les marches dérivés » ref op cit *p88*

خلاصة الفصل:

تعرضنا في هذا الفصل إلى الإستعمالات الممكنة للأدوات المالية المشتقة في الدول النامية محاولين من خلال ذلك إبراز أهم الإيجابيات أو الفوائد المحققة من استعمالها في هذه الدول، خاصة بعد التحولات المالية خلال العشرية الأخيرة ومبدأ التحرير المالي وما ترتب عنها من مستحدثات شملت كل المجالات، فكانت من بينها ظهور هذه الفرص الإستثمارية الجديدة التي تعتبر كحلول تغطي مشاكل المخاطرة المالية.

كان ظهور هذه الأدوات أولاً في الدول المتقدمة وحققت تطوراً كبيراً، لكن الدول النامية لم تستفد كثيراً من هذه التطورات، لهذا كان من الواجب التفكير في كيفية تمكن الدول النامية من أخذ قسط ولو قليل من هذه التطورات.

فمؤسسة التمويل الدولية قامت بتقديم مجموعة متنوعة وواسعة من هذه الأدوات لتمكن هذه الدول من إدارة مخاطرها.

وقد كانت المملكة السعودية واحدة من الدول التي أرادت أن تحقق نظاماً مالياً قوياً ذو كفاءة وقادراً على مواجهة أية صدمة خارجية، لكن السبل المتبعة للوصول إلى هذا الهدف لا تنحصر في توسيع إطار المؤسسات المالية فحسب وإنما تحسين وتنويع الجودة والنوعية للخدمات المقدمة من طرف هذه الأخيرة، إضافة إلى ذلك تونس والتي عقدت مؤخراً إتفاقية أبرمت بواشنطن بين الجمهورية التونسية والبنك الدولي للإنشاء والتعمير في 28 مارس 2004 مع هذا البنك، وستمكّن هذه الإتفاقية من إرساء إدارة أفضل للمخاطر المتعلقة بتغيير أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة المرتبطة بقروض البنك الدولي وتحسين التصرف فيها كما أنها ستمكّنها من الإستفادة من خبرة البنك ودراسته بوسائل وطرق استعمال الأدوات المشتقة للتقليل من تلك المخاطر وكذلك علاقته المتعددة مع المؤسسات المالية الكبرى التي يتعامل معها في هذا المجال.

كما يمكن الإستفادة من هذه الأدوات للتسيير أو التقليل من مخاطر تقلبات أسعار النفط بالنسبة للدول النفطية وخاصة التي تعتمد بشكل كبير على مداخل البترول، دون أن ننسى الإتفاقية التي عقبتها الإمارات العربية لتطوير السوق الآجل (السعودية).

فهذه الأدوات المالية المشتقة لها إيجابيات أخرى إضافة إلى إدارة المخاطر وأهمها تنمية قدرات البلد الإقتصادية لمواجهة أية صدمة.

خالد
م

الخاتمة:

يعتبر الاستثمار المالي عملية متكاملة، لها أبعاد سامية ورؤية مستقبلية، تحمل في طياتها كل المتغيرات والمستجدات وتتطلب اكتساب المهارات والخبرات الفاعلة بمرور الزمن والإحاطة بكل جديد.

فمن أدوات الاستثمار المالي الأوراق المالية، وإضافة لهذه الأدوات ما يعرف بالأدوات المالية المشتقة، والتي هي عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصل المالي محل العقد. من خلال بحثنا هذا تبين لنا أن الهدف الأساسي لهذه الأدوات والذي أدى إلى ازدهارها وتطورها هو السيطرة على المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، بل أن الأمر قد يصل إلى تحقيق استثمارات ذات عائد خالي من المخاطر Risk free investment.

لقد ظهرت هذه الأدوات لأول مرة استجابة لاحتياجات المزارعين الذين كانوا يريدون التأمين ضد تقلبات الأسعار في المستقبل الخاصة بمحصولهم الزراعي. لكن تطور استخدام هذه الأدوات ليشمل كل من الأوراق المالية، المؤشرات، أسعار الفائدة، العملات... الخ. وأصبحت تتكون من ثلاثة مجموعات هي: العقود المستقبلية، حقوق الاختيار، عقود المبادلة.

فالعقود المستقبلية تعتبر أهم أداة للتغلب عن عدم التأكد، وتخفيض المخاطر حيث تسعى هذه العقود إلى تأمين إتقاء تحمل الخطر من الأشخاص الذين لا يرغبون بتحمل المخاطر أي المنظمون أصحاب المشاريع إلى الذين يرغبون بذلك أي المضاربين، هذا الاتقاء يتم بواسطة شراء أو بيع العقود المستقبلية فالمستثمر يقوم في السوق المستقبلية بالعملية المعاكسة للعملية في السوق الحاضر، وكل خسارة في السوق الحاضر يقابلها ربح في السوق المستقبلي.

كما تعمل العقود المستقبلية على إستقرار الأسعار، فالمضارب الذي يريد التعامل في السوق المستقبلي يباشر عملياته على أساس تقديره لاتجاهات السوق، ويأخذ بعين الاعتبار مختلف العوامل التي يمكن أن تسيطر على الأسعار وتؤثر فيها، فإذا وجد أن هذه العوامل من شأنها أن تؤدي إلى رفع الأسعار أقدم على الشراء بقصد إعادة البيع عند ما يتحقق الارتفاع المرجو، والعكس صحيح، فهي تعمل بصورة غير مباشرة على توازن العرض والطلب.

كما تعد هذه العقود وسيلة فعالة للحصول على معلومات عن توقعات المستثمرين بشأن الأسعار في المستقبل بالإضافة إلى فعالية وصدق المعلومات التي تقدمها صفقات العقود المستقبلية، فهي معلومات مجانية إلى حد كبير.

أما عقود الاختيار فاستخدامها يؤدي إلى أن يصبح الاستثمار بمثابة الاستثمار الخالي من المخاطر، فهي أهم وسيلة للتغطية ضد المخاطر، كما تقدم معلومات عن تقلب في الأسعار، وتوفر عنصر السيولة

بصرة أكبر، وتؤدي إلى تخفيض تكاليف المعاملات حيث تتخفص العمولات في أسواق الاختيار، مقارنة بالأسواق الحاضرة، وهذا ما يشجع المستثمرين على التعامل في هذه الأسواق. بينما عقود المبادلة فتهدف أساس إلى تغطية مخاطر تقلبات أسعار الفائدة، أسعار صرف العملات، حيث تهتم إدارة المنشآت والمؤسسات المالية اهتماما كبيرا ومتزايدا بها نظرا للأخطار الناجمة عن تغير أسعار الفائدة والتي قد تؤدي أحيانا إلى حد الإفلاس.

فبفضل عقود المبادلة يتم تفادي التقلبات التي تؤثر على التوازن المالي للمؤسسة حيث تؤدي دورها على أحسن ما يرام. وتمكن من التبادلات الخارجية والاستثمار، وتمنح للمؤسسات إمكانية التسيير الحسن لخدمات الديون.

وعليه فالأدوات المالية المشتقة تشكل تكامل و كفاءة كبيرين للأسواق المالية، وأسواق رأس المال ككل. فلقد عرفت هذه الأدوات منذ ظهورها تطورا ملحوظا منذ سنة 1960، ولا زالت متواصلة ليومنا هذا في الدول المتقدمة. لكن في ظل هذه التطورات العالمية، إلا أن الدول النامية لا زالت تعاني من المخاطر المالية أو بالأحرى هي معرضة لها، ذلك راجع لنقص الخبرة في هذا المجال، خاصة الوعي بالهندسة المالية التي تساهم في تطوير صناعة الخدمات المالية (المشتقات) والتي تعتبر من أسس التنمية المالية ورغم تظن بعض الدول النامية لهذه المستحدثات نتيجة إدراكها الدور الذي يمكن أن تلعبه للتنمية اقتصادها لكن يقصر استعمالها على مجال محدد خاصة عمليات المبادلة لتغطية خطر سعر الصرف ومعدل الفائدة، كما يتم في المملكة العربية السعودية و الإمارات العربية المتحدة ، وتونس حيث عقدت اتفاق باستعمال الأدوات الائتمانية الحديثة لتغطية المخاطر المالية المرتبطة بالقروض المنوحة من البنك الدولي. إلا أنه يبقى قليل مقارنة مع ما تشهده هذه الأدوات في الأسواق العالمية .

إذ أن الدول النامية قد تحقق أهدافا كثيرة إذا استعملت هذه الأدوات نذكر منها:

- تحقيق نظام مالي ذو كفاءة عالية.
- إدارة أفضل للمخاطر المتعلقة بتغيير أسعار صرف العملات، وأسعار الفائدة المرتبطة بالقروض المقدمة للدول النامية خاصة وان معظم هذه الأخيرة مدينة.
- الاستفادة من خبرة الدول المقدمة في هذا المجال، واكتساب خبرة فنية في مجال إدارة المخاطر المالية
- تطوير الأسواق المالية وتفعيل دورها، وهذا ما يؤثر إيجابا على النمو الاقتصادي.
- زيادة طرق التمويل.
- التقليل أو تسيير خطر تقلبات أسعار النفط بالنسبة للدول النفطية.
- تحسين هام في جودة ونوعية الأدوات المالية المقدمة.

- زيادة التبادلات الخارجية والاستثمارات
 - توفر علاقات واسعة النطاق في الأسواق.
 - الوصول إلى أسواق المشتقات الدولية.
 - تحسين الأهلية الائتمانية للدول النامية.
 - ازدياد فرص التوظيف في مجموعة واسعة من المجالات المالية.
- لكن على الدول النامية أن تعمل جاهدة للوصول إلى هذه الفوائد وذلك بتوفير الكوادر الوطنية المؤهل لذلك والتي تتمثل في:
- ضرورة العمل على توفير الكفاءة للأسواق المالية.
 - التوجه نحو الخصوصية.
 - تعدد وتنوع الأدوات المالية المتاحة في الأسواق المالية.
 - توفير المناخ الملائم للمستثمرين، وذلك من خلال تحسين الأوضاع والظروف التي تتم في العملية الاستثمارية.
 - ارتفاع الوعي بالهندسة المالية لدى المواطنين مما يساهم في تطوير صناعة الخدمات المالية (المشتقات) التي تعتبر رافداً من روافد التنمية المالية.

تتتتتتتتت **المراج** **ع**
تتتتتتتتت

المراجع

1- الكتب والمجلات باللغة العربية:

- 1- أ. د. عبد الغفار حنفي "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية الجديدة للنشر الإسكندرية 2003.
- 2- أ. د. محمد مطر "إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية" المكتبة الوطنية عمان، الأردن الطبعة الأولى 1993.
- 3- أ. د. محمد صالح جابر "الاستثمار بالأوراق المالية" مدخل التحليل الأساسي والفني للاستثمارات" المكتبة الوطنية عمان الطبعة الثانية 1989.
- 4- أ. د. محمد صالح الحناوي "تحليل وتقييم الأسهم والسندات" الدار الجامعية للنشر والتوزيع الإسكندرية.
- 5- أ. د. زياد رمضان "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي" دار وائل للنشر 1998.
- 6- أ. د. خالد وهيب الراوي "الاستثمار : مفاهيم، تحليل واستراتيجية" دار المسيرة للنشر والطباعة والتوزيع عمان الطبعة الأولى 1999.
- 7- أ. د. محمد صالح الحناوي، أ. د. نهال فريد مصطفى، أ. د. جلال إبراهيم العبد "الاستثمار في الأسهم والسندات" الدار الجامعية .
- 8- أ. د. منير ابراهيم هندي "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" توزيع منشأة المعارف الإسكندرية 1999.
- 9- أ. د. منير ابراهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" توزيع منشأة المعارف الإسكندرية 1999.
- 10- أ. د. عبد الغفار حنفي "بورصة الأوراق المالية أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات" دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية 2003.
- 11- أ. د. منير ابراهيم هندي "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال - الأوراق المالية وصناديق الاستثمار" المكتب العربي الحديث - الإسكندرية 1999.
- 12- أ. د. وفا رجب "العقود الاختيارية" مجلة المصارف العربية آذار 1993.
- 13- أ. د. طارق حماد عبد العال "المشتقات المالية: مفاهيم، إدارة المخاطر - المحاسبة" كلية التجارة جامعة عين شمس 2001.
- 14- أ. د. محمد صالح الحناوي "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية الإبراهيمية 1997.

15-أ.د مدحت صادق "النقود الأجنبية وعمليات الصرف الأجنبي" دار غريب للطباعة والنشر
1997.

16-أ.د هوشيار معروف كاكامولا "الاستثمار والأسواق المالية" دار الصفاء للنشر والتوزيع عمان
2003-1424هـ.

17-أ.د فرانسوا لروا- ترجمة حسن الضيقة " الأسواق الدولية للرساميل" المؤسسة الجامعية
بيروت 1991.

18-أ.د عمرو محي الدين "المال والصناعة" بنك الكويت الصناعي العدد الثامن عشر 2000.

19-أ.د صلاح السيد جودة "بورصة الأوراق المالية" مكتبة ومطبعة الإشعاع الأولى 2000.

20-أ.د شمعون شمعون "البورصة:بورصة الجزائر" أطلس للنشر .

21-أ.د السيد بدوي عبد المحافظ "إدارة الأسواق والمؤسسات، نظرية معاصرة" توزيع دار الفكر
العربي - القاهرة 1999.

22-أ.د مروان عطون "الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"
الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية 1993.

23-أ.د منير ابراهيم هندي "الفكر الحديث في مجال الاستثمار" توزيع منشأة المعارف الإسكندرية
1999.

24-أ.د عبد الغفار حنفي .أ.د رسمية قرياقص "الأسواق والمؤسسات المالية، شركات التأمين
والبورصات وصناديق التأمين" مركز الإسكندرية للكتاب الأزاريطة 1999.

25-أ.د محمد صالح الحناوي، أ.د السيد عبد الفتاح عبد السلام "المؤسسات المالية، البورصة
والبنوك التجارية" الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع الإبراهيمية 2000.

26-أ.د محمد صالح الحناوي "دليل الاستثمار" الدار الجامعية الإبراهيمية 1997.

27-أ.د محمد صالح الحناوي /د نهال فريد مصطفى /د جلال العبد "الإستثمار في الأوراق المالية
"الدار الجامعية 2003-2004.

28-أ.د محمد الصالح الحناوي/إبراهيم سلطان /جلال العبد"تحليل و تقييم الأوراق المالية "الدار

الجامعية 2002