

## مقدمة

إن التطور المذهل في مجال الاستثمار في البورصات العالمية، وبفضل التقنيات الحديثة والتطور الهائل في وسائل الاتصال وتطور الهندسة المالية، إذ بذلت فئة متخصصة يطلق عليها مصطلح المهندسين الماليين جهودا كبيرة في تلبية احتياجات المستثمرين، وإيجاد بديل للأدوات التقليدية التي لم تعد تستجيب ولا تتلاءم مع متغيرات العصر، حيث ظهرت أدوات مالية جديدة لم تكن مجرد طفرة في أداء الأسواق المالية والسلعية وأسواق المعادن النفيسة، وإنما كانت ثورة في أساليب وصيغ التعامل، ونوعية الأدوات التي يجرى التعامل عليها في هذه الأسواق، ولعل أهمها المشتقات المالية، تلك المتداولة في الأسواق المشتقة التي يتم فيها تداول الأصول المالية والتي تكون قيمتها مرتبطة بقيمة أصل آخر والذي يطلق عليه باسم الوسيلة التحتية (sous-jacent) أو (support). فهذه الأسواق تسمح بتغطية العديد من المخاطر المالية التي يتعرض لها المستثمرون والمتعاملون في الأسواق المالية.

ولقد ظهرت تلك الأسواق منذ مئات السنين، حيث كانت تستعمل من أجل تغطية المخاطر الناجمة عن التقلبات التي تصيب أسعار المواد الأولية والمنتجات الفلاحية، ولكن منذ عقد السبعينات من القرن الماضي سمحت الأسواق المشتقة للمتعاملين فيها بالتغطية ضد مخاطر التقلبات الناجمة عن أسعار الفائدة وتسيير المحافظ الاستثمارية، وذلك من أجل تفادي النتائج السلبية التي تنجم عن التقلبات التي تحدث في قيمة القيم المنقولة وكذا المؤشرات البورصوية.

وللتفصيل أكثر نجزئ الفصل كما يلي:

- ❖ **المبحث الأول:** مفهوم المشتقات المالية.
- ❖ **المبحث الثاني:** أنواع المشتقات المالية.
- ❖ **المبحث الثالث:** محيط المشتقات المالية.

**المبحث الأول: مفهوم المشتقات المالية**

تزايدت أهمية المشتقات المالية Financial Derivative على مدار العقدين الآخرين من القرن الحالي بسبب الثورة التي حدثت في تكنولوجيا الاتصالات وانعكاساتها على أسواق المال والتي بدخولها فيما يعرف بعصر العولمة Globalisation عمقا واتساعا، وقد قادت الثورة الحادثة في عالمي الاستثمار والتمويل، إلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة، أدوات تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر Diversification and Transfer Risk مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثاني، وبذلك توفر لهذا السوق خاصتي العمق الاتساع وفي اتجاه يؤدي إلى تحسين كفاءته ويتم حوالي 80 من صفقاتها بالدولار الأمريكي<sup>1</sup>.

وتعتبر المشتقات من الأوراق المالية التي تنشأ من تلقاء نفسها بل تعتمد في وجودها على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل ولذلك يطلق عليها أوراق مالية مشتقة أي تشتق من أصل آخر موجود<sup>2</sup>.

**المطلب الأول: ظهور فكرة المشتقات المالية**

تعود أصول أسواق العقود الآجلة إلى بداية القرن 19، إذ جاء تنظيمها نتيجة للطلب والعرض على المحاصيل الزراعية وما يترتب على طبيعة هذه السلع من تقلبات حادة في الأسعار، حيث كانت العقود الآجلة في بادئ الأمر تتم بشراء وبيع البضاعة في يوم ما وتسليم البضاعة فيما بعد فمثلا كان بعض المتعاملين يقومون بشراء محصول الحبوب من المزارعين قبل النضج وذلك لتوقعهم ارتفاع أسعارها ما بين يوم الشراء ويوم التسليم وبيعه فيما بعد محققين من وراء ذلك أرباحا، ومتعاملين آخرين يقومون ببيع هذه الحبوب دون أن يمتلكوها توقعًا منهم بانخفاض سعر هذه الحبوب ما بين تاريخ الشراء وتاريخ التسليم<sup>3</sup>.

استعملت العقود الآجلة سنة 1840 في أسواق الحبوب بشيكاغو (الحبوب، الصوجا...) وفي نيويورك (السكر، البن، الكاكاو...) لتتطور هذه المعاملات وتشمل (النحاس، الرصاص، الزنك...) وللمعاملات الآجلة وظيفتين، وظيفة تجارية تتمثل في التسليم الفعلي للسلعة، و وظيفة مالية تتمثل في الحماية ضد مخاطر تقلبات الأسعار عن طريق التحديد المسبق لقيمة المعاملة، ويلاحظ على العقود الآجلة أنها تفتقر إلى النمطية والى شروط محددة تكون انطلاقا من اتفاق طرفي العقد أي أن هذه العقود كانت بمثابة اتفاق بين تاجرين لتبادل شيء معين بالتقاء طرفي العقد دون وجود أي قواعد أو نظم، ولتجنب التعرض لمخاطر الائتمان والتمثلة في عجز أحد الأطراف على تنفيذ العقد قامت الأسواق المالية بخلق

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، ط1، 2009، ص 163.

<sup>2</sup> فيصل محمد الشواره، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2008، ص

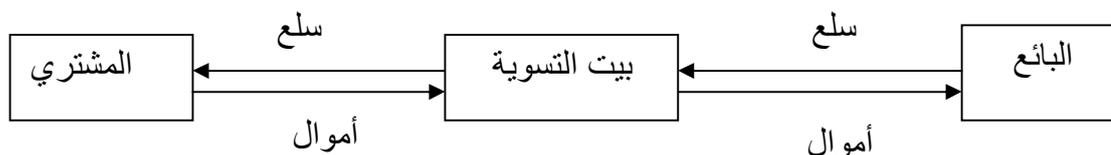
86.

<sup>3</sup> أسلامي أسماء، راجع سامية، ولهاصي فاطمة، "أثر الأسواق المشتقة على استقرار النظام المالي أزمة الرهون العقارية الثانوية كنموذج"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة ليسانس في العلوم التجارية، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة بشار، 2008-

2009، ص ص 30-32.

غرفة تقوم بدور الوساطة بين البائع والمشتري لتفادي التزام أحد الأطراف تدعى ببيت التسوية والشكل التالي (1-1) يبين ذلك:

الشكل (1-1) وظيفة بيت التسوية (غرفة المقاصة)



المصدر: محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2008، ص

422.

أنشأت أول بورصة للتعامل بالعقود المستقبلية في سنة 1972 وهي (INM International Netary Market) وهي فرع لبورصة شيكاغو، وبعدها في لندن سوق LIFFE وكان هذا التحول من العقود الأجلة إلى العقود المستقبلية بفضل عاملين:

(1)- شمولية أدوات مالية مختلفة، وتداولها في أسواق منظمة، كما يتم تحديد كل من الكمية، النوع، السعر وتاريخ التسليم في كل عقد.

(2)- إنشاء ما يسمى غرفة المقاصة، هذا ما يسمى انتقالها من متعامل لآخر خاصة وأن أغلبية معاملات الشراء في الأسواق المستقبلية تتحول إلى معاملات بيع قبل تاريخ التسليم.

أصبحت العقود المستقبلية نمطية وذات شروط موحدة متفق عليها بين جميع المتعاملين بالسوق، إن التغيرات الكبيرة في معدلات الفائدة وأسعار الصرف أثار اهتمام الكثير من البورصات العالمية لتصبح هذه العقود في 16 ماي 1972 تشمل العملات، وقد سعت هذه العقود في البداية بالدولار الأمريكي لتشمل بعدها عملات أخرى، أما معدلات الفائدة كانت محل العقود المستقبلية في نهاية سنة 1975 في بورصة شيكاغو ليفتح بذلك سوقين آخرين خاصة بالعقود المستقبلية لسندات الخزينة الأمريكية والودائع، ثم ظهرت بعدها عقود مستقبلية خاصة بالمؤشرات في بورصة Kana sas city bord of Trade، ومن أجل تنويع وتوسيع مجموعة الأدوات المالية المتاحة للمتعاملين قامت البورصات الأمريكية بخلق عقود الاختيار ولكن بإصدار قانون من طرف الكونغرس الأمريكي تم منع تداول هذه العقود باعتبارها معقدة ومركبة وان مجال استعمال العقود في القيم المنقولة مجال ضيق ومحدود، بعد المشاورات تم المصادقة على المشروع بشرط تداول هذه العقود في أسواق منظمة ما يضمن عملية مراقبتها ليتم بذلك إنشاء CBOT في 26 أفريل 1973، وتم فيها تداول أول معاملات على الخيار وفتحت أسواق عديدة في فرنسا 1987 أمستردام 1978، أما مجال العملات فأول الخيارات عليها كان ببورصة شيكاغو سنة 1982، و الخيارات الخاصة بالمؤشرات البورصوية كانت في مارس 1983، تعد المبادلات النوع الآخر من المشتقات المالية يكون موضوع عقودها خاص بالعملات وأسعار الفائدة والمؤشرات ويعود أصلها لعملية المقايضة أي مبادلة سلعة

بسلة أخرى بدأ انتشار هذه الأداة نهاية 1970 لغاية 1980 بهدف توفير عامل التغطية للمتعاملين ضد معدلات الفائدة وأسعار الصرف، ويكون العقد مابين متعاملين ليلتزم أحدهما بدفع معدل فائدة ثابت والآخر معدل فائدة متغير أو أن يبادل عملة بعملة أخرى، وفي سنة 1981 تم إبرام أول عقد مبادلة بين شركة IBM و البنك العالمي BIRD وعرفت نجاحا كبيرا وتطورا لتشمل مجالات مختلفة من الاستثمار.

### المطلب الثاني: تعريف المشتقات المالية

هناك عدة تعاريف للمشتقات المالية نحصر منها ما يلي:

(1)- المشتق أو الورقة المشتقة أداة مالية تعتمد قيمتها على قيم أخرى، ويمكن تعريف المشتقات المالية على أنها عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (عملات أجنبية- أوراق مالية) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة في إطار ما يسمى بالهندسة المالية<sup>1</sup>.

وتعرف المشتقات أيضا أنها متطلبات محتملة، ويتميز الاستثمار في المشتقات المالية بالمخاطر الشديدة نظرا لارتفاع درجة المخاطر التي تحيط بأسعارها كونها تعتمد التنبؤ بالمستقبل أساسا للاستثمار بها، وبالرغم من هذه المخاطر تحقق المشتقات المالية للمستثمر مزايا الرفع المالي (Leverage) نتيجة استخدام أسلوب الهامش (Margin) الذي يساهم في جني الأرباح نتيجة لتقلب أسعار الأدوات المالية الأصلية التي تشتق منها هذه العقود، تستخدم عقود المشتقات المالية كأداة للتحوط (Hedging) أيضا بهدف حماية المستثمر في الأوراق المالية ضد المخاطر لأن السمة الأساسية لأسعار الأوراق المالية هي التغير نتيجة لتعرضها لمخاطر السوق مما يؤثر بالضرورة على معدلات العائد التي تجعل الأداة المالية من خلال تحركات الأسعار (أسعار الخدمات، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار الأوراق المالية) المستقبلية أقل من القيمة الحالية، أي أن المشتقات المالية تستخدم كأداة للمضاربة (Spesulation) وفي الوقت نفسه أداة للتحوط أو التغطية من مخاطر الاستثمار<sup>2</sup>.

وتمثل المشتقات المالية عقود يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بمقتضاها تكلفة محدودة، وتتوقف مكاسب أو خسائر أطراف التعامل على القيمة السوقية للأصل محل التعاقد<sup>3</sup>.

(2)- كما عرفها صاحب كتاب مقدمة في المشتقات An Introduction to Dérivation بأنها أدوات تشتق عائداتها من أوراق مالية أخرى بمعنى أن أداءها يتوقف على أصول أخرى<sup>4</sup>. وهي عقود تتم بين طرفين

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، دار البيازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، دط، 2009، ص 397 .

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 398.

<sup>3</sup> رفيق مجاهدية، "كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمار"، مذكرة ماجستير تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2006-2007، ص 26.

<sup>4</sup> سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 2005، صص 58-59.

ويقتضي بموجبها تثبيت سعر سلعة ما في الوقت الحاضر على أن يتم تسليمها بهذا السعر الثابت في المستقبل<sup>1</sup>.

(3)- أما التعريف الذي وقع عليه اختيار صندوق النقد الدولي (IMF) فهو تعريف بنك التسويات الدولية (BIS) و هو أحد المؤسسات التابعة لصندوق النقد الدولي المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد و لكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل مالي في هذه الأصول، و كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد و التدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري<sup>2</sup>.

(4)- و تعرف كذلك: المشتقات اسم على مسمى، فكلمة مشتق تعني شيء اشتق أو تولد عن شيء آخر، فعقود المشتقات هي أدوات مالية تتوقف قيمتها على قيمة أصل آخر، أو بعبارة أدق أدوات يتوقف العائد المتولد عنها على اتجاه سعر أصل آخر<sup>3</sup>.

(5)- ويمكن تحديد مفهوم الأدوات المشتقة بأنها عبارة عن عقود مالية تتعلق بعمليات خارج الميزانية خاصة بالنسبة للبنوك، وتتحد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الأصول أو الأدوات او المؤشرات الأساسية المرتبطة<sup>4</sup>. مما سبق نستخلص الخصائص التالية للمشتقات المالية<sup>5</sup>:

- ✓ يتم تنفيذ وتسوية عقود المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي. حيث أن كل عقد تم شراؤه أو بيعه ينحل، في ابعد مدى، عند تاريخ الاستحقاق والجديد في أسواق العقود الآجلة هو إمكانية انحلال العقد في إحدى الحالتين: التسليم الفعلي أو المقاصة<sup>6</sup>.
- ✓ تتغير قيمة المشتقات المالية استجابة للتغيير في سعر الصرف أو سعر الفائدة أو سعر الأوراق المالية أو أية مؤشرات ائتمانية أخرى بمعنى آخر ترتبط العقود المالية للمشتقات بسعر فائدة محدد أو سعر صرف أجنبي أو سعر سلعة ما أو مؤشر أسعار أو مؤشرات ائتمانية.
- ✓ تشتق قيمة العقود من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل سعر الصرف الحالي أو سعر الفائدة الحالي.
- ✓ لا تتطلب عقود المشتقات المالية عادة استثمارات مبدئية.
- ✓ تستخدم عقود المشتقات المالية للتحوط ضد المخاطر نتيجة التغيير في أسعار تلك الأصول.
- ✓ تتيح عقود المشتقات المالية تحديد سعر السلعة، الصرف، الفائدة، الورقة المالية محل التعاقد.

<sup>1</sup> سيد سالم عرفة، "إدارة المخاطر الاستثمارية"، دار الرابحة للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2009، ص 141.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص60.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات"، الجزء الأول، نشأة المعارف، الإسكندرية، ص21.

<sup>4</sup> Shelagh heffer nan, Modern banking in theory and practice , new york, 1998, p p 172-173 .

<sup>5</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 398.

<sup>6</sup> وسام ملاك، "البورصات والأسواق المالية العالمية"، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني، بيروت، ط1، 2003، ص 129.

✓ تستخدم عقود المشتقات أيضا للتغطية والمضاربة في الأسواق المالية.

### المطلب الثالث: استعمال المشتقات المالية

تتعدد استعمالات الأدوات المالية المشتقة فهي قد تستخدم إما في:

➤ عمليات التغطية.

➤ عمليات المضاربة.

➤ عمليات المراجعة.

#### I- عملية التغطية:

من خلالها يتخذ المستثمر مركزا على الأصول المالية في السوق الآجل معاكس لمركزه في السوق الحاضرة، ويستوجب ذلك أن تكون الوسائل المالية المتداولة في السوقين متجانسة، فمن خلال عملية التغطية يستطيع المستثمر التعويض عن الخسائر الناجمة في أحد السوقين بأرباح يحققها في السوق الثاني. ورغم أن عملية التغطية تبرر وجود الأسواق الآجلة إلا أن حجم هذه العمليات هو في حدود 10% و 20% من مجموع المعاملات في الأسواق المنظمة و 30% إلى 40% في الأسواق غير المنظمة. فعملية التغطية تتضمن الحد من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر عند اتخاذ وضعية مالية ما عن طريق خلق وضعية جديدة ملائمة.

وتكون عملية التغطية باتخاذ مركز قصير (بيع) أو اتخاذ مركز طويل (الشراء) فمثلا المستثمر الذي يتخذ مركزا قصيرا على عقد آجل على أصل ما يتوقع أن تنخفض أسعار ذلك الأصل في المستقبل، لذلك يلجأ إلى بيع عقد آجل على هذا الأصل يضمن له الحصول على سعر معين يجنبه الخسائر في المستقبل. فالعقود الآجلة تمكن المستثمرين من نقل الخطر أو جزء منه إلى المستثمرين آخرين يرغبون في تحمل هذه المخاطر.

كما يمكن استعمال العقود المستقبلية للتغطية لنفترض أن مستثمرا ما أخذ مركز في السوق الحاضر بامتلاكه لأصل معين، ويغشى من مخاطر التغيرات السعرية التي قد يتعرض لها الأصل، فهنا بإمكانه أخذ مركز عكسي في سوق العقود عن طريق بيع عقد مستقبلي مماثل على نفس الأصل، أما إذا كان يخطط لبيع الأصل في السوق الحاضر فهنا يأخذ مركزا عكسيا في سوق العقود من خلال شراء عقد على نفس الأصل ويوجد نوعين من التغطية وهي<sup>1</sup>:

#### أ- التغطية الطويلة:

وتتمثل في التغطية التي يلجأ إليها المشتري الذي يقوم بشراء عقد مستقبلي اليوم كإحلال مؤقت للشراء الفعلي الذي سيتم في المستقبل مع الاحتفاظ بالعقود لمدة معينة على أمل أن ترتفع قيمتها السوقية.

<sup>1</sup> برودي نعيمة، "الأسواق المشتقة ودورها في تغطية المخاطر المالية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان 2004-2005، ص 46.

**ب- التغطية القصيرة:**

وهي تعني بيع عقد مستقبلي اليوم كإجلال مؤقت للبيع في المستقبل، كما تستعمل هذه التغطية لحماية الراغبين في الاقتراض في المستقبل والذين يتوقعون ارتفاع أسعار الفائدة المستقبلية وهذا ما يولد علاقة عكسية بين معدلات الفائدة المستقبلية والقيمة السوقية للعقد.

**II- عملية المضاربة:**

تصلح الأدوات المشتقة كوسيلة للمضاربة حيث يقوم المستثمرون بالمضاربة إما على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها من خلال عملية مراقبة التغييرات السعرية، فيلجأ المستثمرون إلى بيع أو شراء تلك العقود، إذ تتم هذه العمليات خلال فترة زمنية قصيرة، إذ يكون الغرض من المضاربة هو تحقيق أرباح رأسمالية، فالمضارب لا يرغب في امتلاك الأصل إنما هدفه هو انتهاز الفرصة بتحقيق الربح، فمثلا من خلال عملية المضاربة على العقود المستقبلية يهدف المستثمرون إلى استغلال الفرصة لتحقيق الأرباح من خلال التغييرات التي تطرأ على أسعار العقود المستقبلية ويلجأ المستثمرون إلى هذه السوق لما توفره من مميزات وهي<sup>1</sup>:

**أ- الرفع المالي (Leverage):**

فشراء عقد مستقبلي قيمته مليون دولار لا يكلف سوى دفع مبلغ لا يتجاوز بضعة آلاف من الدولارات تستخدم كهامش مبدئي، إذ يمكن أن يكون هذا الهامش ضمان خطابي من البنك، أو ورقة مالية تودع لدى السمسار عكس ما يحدث في السوق الحاضر والتي تتطلب فيها عملية الشراء تغطية جزء كبير من قيمة الصفقة.

**ب- سهولة إبرام الصفقات:**

فالمستثمر الذي يتوقع ارتفاع أسعار الفائدة وبالتالي انخفاض أسعار الأصول المالية كالسندات، قد يصعب عليه بيعها في السوق الحاضر، ولكن في المقابل بإمكانه أخذ مركز قصير على عقد مستقبلي على تلك السندات بسهولة، كما يمكنه التخلص من ذلك بسهولة وذلك باتخاذ مركز مضاد على عقد مماثل.

**ج- انخفاض التكاليف:**

تعد تكاليف المعاملات في سوق المعاملات الآجلة أقل مقارنة بتكلفة المعاملات في السوق الحاضرة.

**III- عملية المراجعة<sup>2</sup>:**

تتم عملية المراجعة عن طريق الدخول بشكل متزامن في كمعاملات في سوقين أو أكثر، حيث تكون المضاربة ممكنة وذلك عندما يصبح هناك عدم توافق بين الأسعار، أي حدوث فرق في سعر الأصل معين

<sup>1</sup> برودي نعيمة، مرجع سابق، ص 47.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 47.

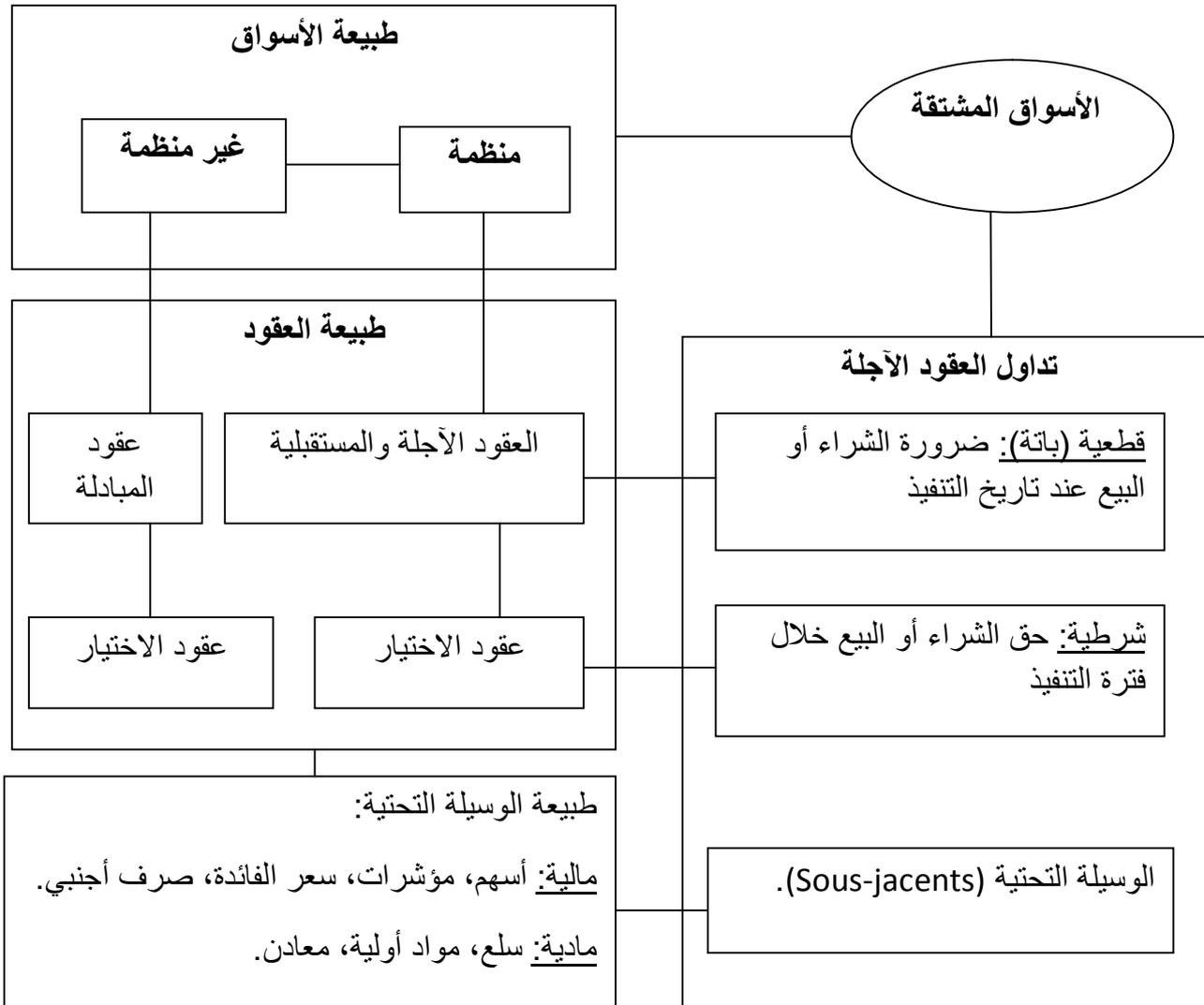
بين سوقين أو أكثر، فهناك يتم الشراء من السوق الذي يكون فيه سعر الأصل منخفضاً ثم بيع الأصل في نفس الوقت في السوق الذي يكون فيه سعر الأصل مرتفعاً وهكذا...

فمن خلال عملية المراجعة يقوم المستثمرون بعمليات بيع وشراء لعقود مختلفة في آن واحد وذلك من أجل الاستفادة من فروقات الأسعار في مختلف الأسواق، فعملية المراجعة تتم عن طريق الملاحظة و المتابعة اليومية لتحركات الأسعار لمختلف العقود.  
خلاصة:

يمكن القول أن الأسواق المشتقة هي أسواق آجلة منظمة أو غير منظمة والتي تتداول فيها العقود المشتقة للأصول المالية أو المادية.

ويمكن تلخيص ما ورد ذكره سابقاً في الشكل التالي:

الشكل (2-1) طبيعة الأسواق المشتقة.



المصدر: برودي نعيمة، مرجع سابق، ص 48.

**المبحث الثاني: أنواع المشتقات المالية**

تعتبر الأدوات المشتقة من الأدوات العصرية الحديثة نشأت على ضوء التطور العلمي والتكنولوجي في الاتصالات وانتشار مظاهر العولمة، والتوسع في عالم الاستثمار والتمويل الأمر الذي جعل تلك الأدوات وسيلة للتحوط من التقلبات ولجني الأرباح ونقل وتوزيع المخاطر المساعدة على توفير السيولة في السوق المالي وتحسين كفاءته.

**المطلب الأول: العقود الآجلة والعقود المستقبلية****I. العقود الآجلة:**

نذكر منها:

(1)- هو عقد بين طرفين-بائع ومشتري- لشراء أو بيع شيء بتاريخ لاحق وبسعر متفق عليه اليوم، وهو يبدو مثل الخيار، ولكن حامل الخيار يملك فيه الحق وليس الالتزام للمضي قدما بتنفيذ العقد ولكن العقود الآجلة تلزم طرفي العقد بالتنفيذ مهما كان الوضع، وكذلك فإن العقود الآجلة تتم وبشكل كامل بين الطرفين مباشرة وليس هناك سوق منظم لها، وهناك يتم التعاقد على السلع بكافة أنواعها زراعية ومعدينية و العملات الأجنبية ومؤشرات أسعار الأسهم والنفط وغيرها<sup>1</sup>.

(2)- ويمكن تعريف المعاملات الآجلة الباتة\* بشكل مبسط على أنها العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم محدد مستقبلا، يسمى يوم التصفية<sup>2</sup>.

(3)- وتعرف أيضا العقود الآجلة على أنها مشتقة بسيطة، بمعنى أنها اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل معين في وقت محدد في المستقبل بسعر يتحدد يوم الاتفاق وهو سعر التنفيذ<sup>3</sup>.

**1- أركان العقد الآجل:**

من خلال ما تم التعرف عليه يتضح أن العقد الآجل يقوم على الأركان التالية:

**مشتري العقد:** وهو الطرف الذي يوافق شراء أصل ما، فهو ملزم بدفع السعر المتفق عليه عند تسوية العقد، فمشتري العقد الآجل يتخذ مركزا طويلا. الشكل (1-3).

**بائع العقد:** وهو الطرف الذي يقبل تسلم أصل ما نظير حصوله على قيمته، وهو بذلك يتخذ مركزا قصيرا. الشكل (1-4).

**سعر التسليم:** وهو السعر المحدد في العقد الذي يقبله الطرفين، إذ يتم اختيار السعر وقت الدخول في العقد.

<sup>1</sup> زياد فراس الذنبيات، "كيف تتجار في الأسهم(تجربة حياة)"، دار كنوز المعرفة، عمان، ط1، 2009، ص189.

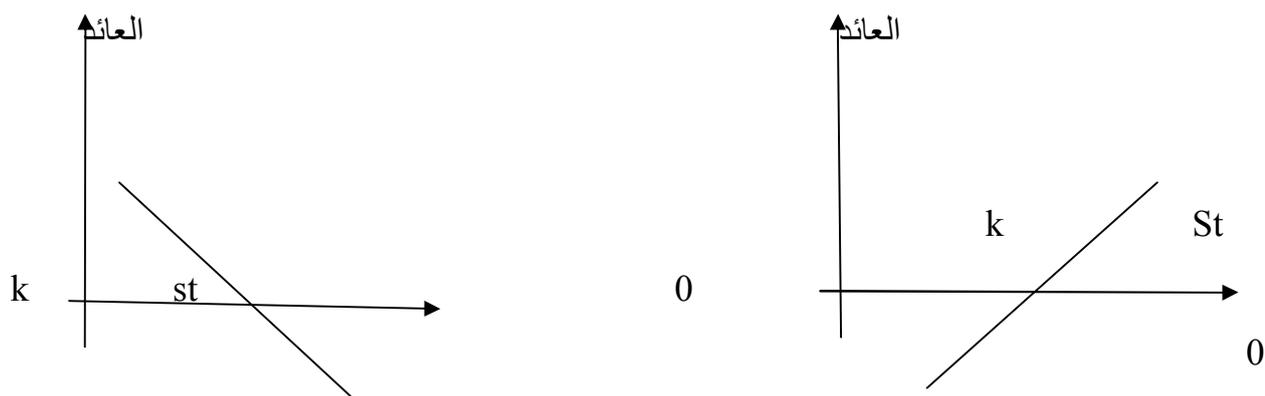
<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير"، دار الفكر، عمان، ط1، 2010، ص186.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص258

\* تسمى الباتة تميزا لها عن عقود الاختيارات، وذلك لأن العاقدين ليس لهم حق الرجوع أو الخيار في تنفيذ العملية، ولكن لهم الحق في تأجيل موعد التصفية النهائية إلى موعد آخر.

السعر الآجل: يمكن تعريف السعر الآجل في عقد ما بأنه سعر التسليم الذي يجعل قيمة العقد مساوية للصفر، ويكون السعر الآجل و سعر التسليم متساويان عند الدخول في العقد، وبمرور الوقت سيتغير السعر الآجل - السعر السوقي للأصل - في حين يبقى سعر التسليم ثابت، ولذلك يعتبر السعر السوقي للأصل من بين المتغيرات الرئيسية التي تؤثر على العقد الآجل.

الشكل (3-1) مركز طويل على عقد آجل. الشكل (4-1) مركز قصير على عقد آجل.



المصدر: طارق عبد العالي حماد، المشتقات المالية - مفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، دط، 2001، ص 14.

حيث أن:

$K$  سعر التنفيذ.

$St$  سعر الأصل في تاريخ الاستحقاق.

وكتحليل للمنحنيين، الشكل (3-1) يدرس حالة المستثمر المتخذ لمركز طويل على عقد آجل، حيث عندما يرتفع سعر الأصل في تاريخ الاستحقاق يرتفع معه العائد المتوقع ومنه فالمتخذ للمركز الطويل دائماً يتوقع ارتفاع في الأسعار، وبالتالي يرتفع العائد الذي يتوقعه المستثمر بارتفاع سعر الأصل في تاريخ الاستحقاق أما إذا انخفض هذا السعر فيحقق المتخذ للمركز الطويل خسارة.

أما الشكل (4-1) فيبين حالة متخذ لمركز قصير على عقد آجل، فهو عكس المتخذ للمركز الطويل يتوقع انخفاض الأسعار وبالتالي يحقق الربح بانخفاض سعر الأصل، أما إذا ارتفع فيحقق خسارة. إذن يمكن القول أن من يتوقع انخفاض سعر الأصل في تاريخ الاستحقاق فهو متخذ مركز قصير ومن يتوقع ارتفاع سعر الأصل هو متخذ المركز الطويل، حيث ما يكسبه احدهما يخسره الآخر. يمثل العائد المتولد عن عقد اجل والذي يتحصل عليه المشتري بالنسبة لوحدة واحدة من أصل ما هو  $st-k$ ، أما العائد الذي يتحصل عليه البائع هو  $k-st$ ، إذ يمكن أن تأخذ هذه العوائد قيمة موجبة أو سالبة.

وتتم تسوية العقد الآجل في تاريخ استحقاقه، حيث يسلم البائع الأصل للمشتري، ويسلم هذا الأخير ثمن العقد للبائع.

تاريخ التسليم: وهو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد، ويكون في المستقبل، إذ يتم من خلاله إنهاء العقد بالاستلام والتسليم.

محل العقد: وهو الأصل محل التبادل الذي يكون محلا للبيع والشراء فقد يكون سعر الفائدة، سعر صرف، مؤشر، سلع، مواد أولية....

## II. العقود المستقبلية:

تشتمل العقود المستقبلية على عدة تعاريف نذكر منها:

(1)- هي الأسواق التي يتم التعامل فيها بين البائع والمشتري بالاتفاق على تسليم سلعة أو أصل (ورقة مالية) في تاريخ لاحق على أن يدفع المشتري الثمن عند التسليم، أما سبب التعامل في أسواق العقود المستقبلية من قبل طرفي التعامل (البائع و المشتري) فيتمثل في رغبتهما بتخفيف مخاطر التغيرات السعرية للأصل محل التعاقد التي يمكن أن تحصل في المستقبل، وبالذات عندما يتوقع المشتري ارتفاع سعر السلعة أو الأصل المتعاقد عليه في الفترة اللاحقة، ولذلك فهو يقوم بشرائها بالسعر الحالي، أو بسعر يتم الاتفاق عليه، ويتم تسليم البائع السلعة للمشتري لاحقا وبالمقابل ينبغي أن يرافق ذلك توقع البائع حصول العكس، أي انخفاض سعر السلعة، أو انه يحتاج لقيمتها في الوقت الحاضر، وهو ما يدفعه للبيع بسعرها الحالي، أو الذي يتم الاتفاق عليه بالعقد المستقبلي، واستلام ثمنها على أساسه وتسليم السلعة للمشتري مستقبلا، أو أن المشتري يلجأ إلى ذلك لضمان حصوله على السلعة الأصل مستقبلا، ويلجأ البائع لهذه العقود المستقبلية لضمان تصريفه السلعة (الأصل)، وقد يتم كل ما سبق بأوراق مالية تمثل الأصل (السلعة) محل التعاقد في العقود المستقبلية<sup>1</sup>.

(2)- كما يمكن تعريفها أيضا: العقود المستقبلية هي التزامات تعاقدية نمطية أي بفئات محددة لبيع أو شراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل وأهم الاختلافات بين العقد المستقبلي و الآجل أنه متاح للتداول في البورصة كما أنه يختلف عن عقود الخيار من حيث أنه ملزم لطرفي العقد بتنفيذ الاتفاق وأهم الأطراف الرئيسية للعقود المستقبلية هي المشترين والبائعين أو المضاربيين و المستثمرين الراغبين في التغطية<sup>2</sup>.

ومن أهم مميزات سوق العقود المالية المستقبلية هو أن 2% من مجموع العقود يتم تسويتها بالتسليم الفعلي للعقود المعنية الأمر الذي يتطلب من المتعاملين فيها فهم العقد وشروط التسليم فيه وأن التدخل الكبير بين

<sup>1</sup> فليح حسن خلف، "الأسواق المالية النقدية"، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، دار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، مصر، ط1، 2005، ص ص 52-51.

<sup>2</sup> عبد الغفار الحنفي، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات-"،الدار الجامعية، الإبراهيمية، دط ، 2007، ص 483 .

السوق المستقبلي و السوق الحاضر كان العامل الرئيسي في توفير السيولة اللازمة للعقود (تسييل العقود) حيث خلق هذا الوضع سوقا على درجة عالية من الفعالية تمكن المستثمرين من بائعين و مشتريين من تنفيذ عقودهم في أي وقت على سعر السوق أو بسعر قريب منه، وهذه العلاقة القوية بين السوقين هي التي خلفت من التحوط في السوق وسيلة للحماية من التذبذب في الفائدة، ويتم التداول في السوق عن طريق الوسطاء بالعمولة و المتعاملين الذين ينفذون العمليات لصالحهم<sup>1</sup>.

ومما سبق نستنتج أن هناك متعاملون في العقود أهمهم السماسرة، المحليون والمستقلون<sup>2</sup>. ويمكن حساب السعر المستقبلي بالمعادلة التالية<sup>3</sup>:

$$F = c + (1 + r)^t s$$

حيث:

F: تمثل السعر المستقبلي.

r: سعر الفائدة السائدة في السوق.

t: الفترة الزمنية التي تنقضي بين تاريخ ابرام العقد وتاريخ الاستحقاق.

c: تكلفة التخزين أو التأمين وتلف السلع محل العقد المستقبلي.

s: السعر الآني.

### 1- أركان العقد المستقبلي:

نجد أن أركان العقد المستقبلي هي نفسها أركان العقد الآجل إضافة إلى نظام الهامش.

من متطلبات التعامل في بورصات العقود المستقبلية أن يودع كل طرف من أطراف العقد مبلغا معيناً يسمى "الهامش" تتراوح قيمته ما بين 5% و 10% من قيمة العقد كضمان لحسن تنفيذ العقد من الطرفين، ولنظام الهامش أهمية بالغة في سوق العقود المستقبلية، فهو نظام صارم يضمن النجاح لسوق العقود المستقبلية من خلال تأمين وفاء جميع المتعاملين بالتزاماتهم، وذلك بتقديم ضمان نقدي معين من قبل جميع المتعاملين سواء كانوا بائعين أو مشتريين أو سماسرة.

ويتضمن نظام الهامش ما يسمى بالهامش المبدئي وهامش الصيانة اللذين تحدد نسبتهما غرفة المقاصة<sup>4</sup>.

#### 1) الهامش المبدئي:

قبل أن يقوم المستثمر بإجراء أي تعامل على العقود المستقبلية فإنه بمجرد فتحه حساب لدى بيت السمسرة يقوم بإيداع هامش مبدئي لدى بيت السمسرة، ويهدف هذه الهامش إلى ضمان تنفيذ ذلك المستثمر للعقد عند تاريخ التسليم وتراعي بيوت السمسرة وكذلك البورصات عدم المغالاة في الهامش المبدئي حتى

<sup>1</sup> طاهر حردان، "أساسيات الاستثمار"، دار المستقبل، عمان، ط1، 2009، ص158.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، "ابراهيم سلطان وجلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، دط، 2001، ص 434.

<sup>3</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي، دار وائل للنشر، دط، 1998، ص 100.

<sup>4</sup> أسلامي أسماء، راجع سامية، ولهاصي فاطمة، مرجع سابق، ص34.

لا يمثل قيذا على نشاط المستثمرين في أسواق العقود المستقبلية وتختلف قيمة الهامش المبدئي من عقد لآخر ووفقا لطبيعة السلعة أو الأصل محل التعاقد<sup>1</sup>.

### (2) هامش الصيانة (الوقاية):

وهو عبارة عن نسبة محددة من الهامش المبدئي وتكون نسبته ما بين 65% و80% من قيمة الهامش المبدئي<sup>2</sup>. بحيث أن رصيد حساب المستثمر يجب أن لا ينخفض عن هامش الوقاية<sup>3</sup>. فإذا انخفضت نسبة الهامش الفعلي إلى مستوى يقل عن هامش الصيانة يتصل السمسار بالعميل ليضعه أمام خيارين فإما أنه يضيف مبلغا نقديا لتعيد الهامش الفعلي إلى مستوى الهامش المبدئي وأن يتخذ السمسار إجراءات لبيع العقد.

### (3) طلبات الهوامش:

عند ختام كل جلسة بورصة، يقيم طلب الهامش، الذي يحتسب كفارق بين سعر المقاصة (متوسط آخر أسعار سجلت على العقد خلال الجلسة) وسعر المقاصة للجلسة السابقة والوضعيات التي يمكن تصور ها هي التالية<sup>4</sup>:

#### الجدول (1-1) وضعيات طلبات الهامش

تغير الأسعار بين جلسة بورصة وأخرى	وضعية مشتري	وضعية بائع
ارتفاع الأسعار	طلب هامش مقبوض (reçu)	طلب هامش مدفوع
انخفاض الأسعار	طلب هامش مدفوع (verse)	طلب هامش مقبوض

المصدر: وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الأول، دار المنهل اللبناني، بيروت،

ط1، 2003، ص 340.

**مثال:** لفهم جيدا كيفية عمل نظام الهامش سوف نوضح ذلك من خلال مثال شامل لكل الخطوات الأساسية نفترض أن هناك مستثمر يريد شراء عقود مستقبلية للذهب، فيتصل بسمساره يوم الاثنين 3 جويلية 2008 لشراء عقدين حيث تاريخ التسليم هو سبتمبر 2008، والسعر الجاري يقدر بـ 400 دولار للأونس، وحجم العقد يقدر بـ 100 أونس. معناه أن على المستثمر إيداع مبلغ الهامش 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.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإبراهيمية، ط2، 1997، ص412. أنظر كذلك محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات- مدخل الهندسة المالية-"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 1998، ص 423.

<sup>2</sup> عروسي أحمد، بايوسف عبد الحميد، مسيثير فاطنة "تسيير المخاطر باستعمال المشتقات المالية"، مذكرة لنيل شهادة الليسانس في العلوم الاقتصادية، تخصص نفود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بشار، 2008-2009، ص 51.

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات- مدخل الهندسة المالية-"، مرجع سابق، ص 424.

<sup>4</sup> وسام ملاك، "البورصات والأسواق المالية العالمية"، الجزء الأول، دار المنهل اللبناني، بيروت، ط1، 2003، ص 340.

1. يفترض أنه في 3 جويلية انخفض السعر من 4000 دولار إلى 397 دولار وبهذا يكون المستثمر قد حقق خسارة بـ  $(420 - 397) * 200 = 600$  دولار، وبهذا سينخفض الهامش المبدئي بمقدار 600 دولار.

2. ولكن إذا ارتفع السعر إلى 403 دولار يكون المستثمر قد حقق أرباح بهذا سيرتفع الهامش المبدئي بنفس المقدار أي بـ 600 دولار لأن أرباح المستثمر تقدر بـ:  $(400 - 403) * 200 = 600$  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 جويلية انخفض رصيد حساب الهامش إلى 340 دولار عن مستوى الهامش مثلا، أما في 17 جويلية انخفض رصيد حساب الهامش إلى ما دون هامش الصيانة، فهنا يتم إجراء طلب تعليية الهامش وفي 24 جويلية تم تصفية حساب المستثمر وليكن بذلك معرضا لخسارة تراكمية، ويبين الجدول التالي أسلوب عمل الهامش طبقا لسلسلة محتملة من الأسعار المستقبلية في حالة المستثمر المذكور في المثال.

## الجدول (2-1) كيفية عمل الهامش

اليوم	سعر العمليات الأجلة بالدولار	المكسب (الخسارة) اليومية بالدولار	المكسب (الخسارة) التراكمية بالدولار	رصيد حساب الهامش بالدولار	طلب تعليية رصيد الهامش بالدولار
	400			4000	
3 جويلية	397	( 600 )	( 600 )	3400	
4 جويلية	396.10	( 180 )	( 780 )	3220	
5 جويلية	398.20	240	( 360 )	3640	
6 جويلية	397.10	( 220 )	( 580 )	3420	
7 جويلية	396.70	( 80 )	( 660 )	3340	
10 جويلية	395.40	( 260 )	( 920 )	3080	
11 جويلية	393.30	( 420 )	( 1340 )	2660	1340
12 جويلية	393.60	60	( 1280 )	4060	
13 جويلية	391.80	( 360 )	( 1640 )	3700	
14 جويلية	392.70	180	( 1460 )	3880	
17 جويلية	387.00	( 1140 )	( 2600 )	2740	1260
18 جويلية	387.00	0	( 2600 )	4000	
19 جويلية	388.10	220	( 2380 )	4220	
20 جويلية	388.70	120	( 2260 )	4340	
21 جويلية	391.00	460	( 1800 )	4800	
24 جويلية	392.30	260	( 1540 )	5060	

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية- مفاهيم -إدارة المخاطر- المحاسبة-، الدار الجامعية،

الإسكندرية، 2001، بدون طبعة، ص 156.

### III. الفروق بين العقود الآجلة والمستقبلية:

إن عقود المستقبلية والآجلة تكون متطابقة، فالعقود الآجلة مع ذلك يتم تداولها في الأسواق الموازية بينما يتم تداول المستقبلية على التبادلات و كلاهما هي اتفاقات تداول في تاريخ مستقبلي، وجميع مكونات التداول (الأصل- الكمية- السعر- تاريخ التسليم) تم الاتفاق عليها اليوم بينما يحصل التداول الفعلي فيما بعد،

إن مشتري عقد المستقبلية و الأجل يلتزم قانونا بتسليم السلعة المحددة، وعقد المستقبلية هو عقد أجل يتم تداوله بتبادل ورقة مالية<sup>1</sup>.

ويمكن القول أن هناك بعض أوجه الاتفاق وبعض أوجه الاختلاف بين هذه العقود على النحو التالي<sup>2</sup>:

#### أوجه الاتفاق:

✓ يتم إبرام كل هذه العقود حالا، بينما يتم التسليم و التسلم في تاريخ لاحق يتم تحديده وقت إبرام العقد.

✓ عقد البيع لازم لكل من الطرفين في كل من هذه العقود السابقة.

✓ يمكن لكل من الطرفين المتعاقدين الخروج من السوق بإغلاق مركزهما المالي بإجراء صفقة عكسية سواء عند حلول الأجل أم قبل ذلك.

✓ الهدف الأساسي لكل العقود هو المضاربة، حيث يكون الهدف هو الاستفادة من الفروق في أسعار الأصول محل العقود.

#### أوجه الاختلاف:

توجد بعض الاختلافات غير جوهرية بينهما و التي تتمثل في خمس فروق تتعلق بكل من<sup>3</sup>:

نوع العقد، ثبات السعر المحدد في العقد، تسليم الاصل محل العقد، تسوية المكاسب و الخسائر و كذلك ضمانات تنفيذ الالتزامات.

✓ تتنوع المعاملات الأجلة من حيث طبيعة العقد و الشروط بينما تعتبر العقود المستقبلية نمطية و من نوع واحد.

✓ توجد هيئة ضامنة للعقود المستقبلية وهي بيوت التسوية، و التي تقوم بدور البائع بالنسبة للمشتري و بدور المشتري بالنسبة للبائع، ويضمن تنفيذ العقود المستقبلية من خلال نظام الهامش المبدئي و هامش الصيانة و التسوية السعرية اليومية، بينما لا توجد مثل هذه الإجراءات في المعاملات الأجلة الباتة ولكن ما سبق لا يعني أن المعاملات الأجلة ليس لها قواعد، فيقابل الهامش المبدئي مثلا ما يعرف بمبلغ التغطية كما تقوم لجنة البورصة بضمان التعامل الأجل و هو الدور نفسه لبيوت التسوية في العقود المستقبلية.

✓ يتم إجراء التسوية السعرية اليومية في حالة العقود المستقبلية أي أن كل طرف يعرف ربحه و خسارته في نهاية اليوم وهذا الوضع لا يتحقق في حالة المعاملات الأجلة.

<sup>1</sup> خالد وهيب الراوي، "إدارة المخاطر"، دار الميسرة للنشر و التوزيع، عمان، ط1، 2009، ص 301.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص ص 258-260.

<sup>3</sup> Michel fleuriet, Yves Simon, " bourses et marches financiers" , economica, 2003, p 120.

✓ يتم التعامل في المعاملات الآجلة على الأوراق المالية فقط وتحديدًا الأسهم والسندات، بينما في عقود المستقبلية لا توجد بورصات للتعامل في الأسهم و لكن يوجد تعامل في السندات وأذونات الخزانه والسلع والعملات والمؤشرات.

✓ في العقود المستقبلية تكون العلاقة بين الطرفين غير مباشرة إذ تتم من خلال بيت التسوية CLEANING HOUSE الذي يضمن التزامات الطرفين، هذا فضلا عن أنها عقود نمطية فجميع شروطها - عدا السعر والكمية - ليست محلا للتفاوض ومن تم فليست عقود شخصية وهذا يتيح وجود سوق ثانوي (البورصة) لها ويجد فيها المضاربين فرصا لتحقيق الأرباح.

✓ في العقود الآجلة أو الأمامية قد يتفق فيها على دفع قيمة العقد عند التعاقد أو يتم دفع جزء ويؤجل الباقي حتى تاريخ التسليم، كما يتم الاتفاق على النوعية (تاريخ الإستحقاق ومعدل الفائدة في حالة القروض والجودة أو الرتبة في حالة السلع) وعلى الكمية وطريقة ومكان التسليم وكيفية تسوية العقد، وهكذا يبدو في العقود الآجلة الطابع الشخصي حيث يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية.

ومن تم لا يتوقع أن تكون لتلك العقود سوق ثانوي Secondary وهذا يعني أنه بمجرد إبرام العقد قد لا يستطيع أي من الطرفين إلغاءه وما ينطوي عليه ذلك من مخاطر تتمثل في :

عدم القدرة على التسليم وحدث تغيير جوهرى في سعر السلعة في المستقبل، وعلى هذا النحو فإن المضاربين لا يجدون مكانا لهم في هذه العقود إذ لا غرض لهم في السلعة محل التعاقد بل همهم هو إغتنام فرص وجود تغييرات سعرية مؤقتة ليقوموا بالبيع أو الشراء وتحقيق أرباح طائلة.

ومع أوجه الخلاف السابقة بين المعاملات الآجلة والمستقبلية إلا أنه يمكن القول أن المستقبلية ما هي إلا تطوير للمعاملات الآجلة.

### المطلب الثاني: عقود الخيارات

#### I- تعريف عقود الخيارات

(1)- الخيارات عقود ثانوية مشتقة من عقود أساسية تمنح لحاملها حق شراء أو بيع عدد من (الأسهم) بسعر محدد و خلال مدة نفاذ معينة مقابل مبلغ محدد يسمى علاوة الخيار<sup>1</sup>.

(2)- وعقد الخيار عبارة عن حق لشراء أو بيع الأصل المحدد، هذا الحق قد يمارس أو لا يمارس طبقا لتقدير مشتري الخيار<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية- إطار في التنظيم وتقييم الأدوات-"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان ، الطبعة العربية 2010، ص350.

<sup>2</sup> ماثير كوهين، ترجمة عبد الحكم أحمد الخزامي، "الأسواق و المؤسسات المالية- الفرص والمخاطر"-، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة ، ط1، 2007، ص347.

(3)- عقد الخيار هو عقد يعطي صاحبه الحق و لكن ليس الالتزام لشراء أو بيع كمية معينة من أصول محددة بسعر محدد سلفا في تاريخ انتهاء العقد أو أي وقت حتى ذلك التاريخ<sup>1</sup>.  
كما يعرف عقد الخيار أنه يعطي لمالكها حق شراء أو بيع كمية معينة من أصل مالي، أوراق مالية مثلا بسعر يحدد مقدما مقابل دفع علاوة تدفع لبائع العقد ( المحرر) و يبقى هذا الحق صالحا حتى تاريخ استحقاقه<sup>2</sup>.

## II- أنواع عقد الخيار:

تختلف عقود الخيار باختلاف معايير التصنيف وفق الآتي:

1- من حيث موعد التنفيذ: نجد

➤ عقد خيار أمريكي.

➤ عقد الخيار الأوروبي.

➤ عقد الخيار الآسيوي.

2- من حيث طبيعة العقد: نجد

➤ حق اختيار الشراء.

➤ حق اختيار البيع.

➤ حق اختيار المزدوج.

➤ الضمانات.

3- من حيث التغطية: نجد

➤ عقود اختيار الشراء المغطاة.

➤ عقود اختيار الشراء غير المغطاة.

4- من حيث الربحية:

➤ عقد اختيار مربح.

➤ عقد اختيار غير مربح.

➤ عقد اختيار متكافئ (عادل).

## III- عناصر عقود الخيار:

على ضوء ما تقدم فإن عقود الخيار تشمل على العناصر الآتية<sup>3</sup>:

➤ الأطراف: (البائع، المشتري).

<sup>1</sup> Erwan le saout , " introduction aux marchés financiers", economica, paris, 2<sup>e</sup> édition, p 71.

<sup>2</sup> ضياء مجيد، "البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم و السندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، دط، 2008، ص 78.

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 244.

- تاريخ التعاقد: وهو تاريخ إبرام الاتفاق وهو عادة أول يوم لسريان الاتفاق<sup>1</sup>.
  - نوع الأصل محل التعاقد.
  - كمية العقود أو كمية الأصل في كل عقد.
  - سعر التنفيذ Exercise Price أي السعر الذي بموجبه ستنتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذه.
  - تاريخ التنفيذ أو تاريخ الاستحقاق Expiry Date أو الممارسة أو الفترة الزمنية التي يسري خلالها.
  - قيمة العلاوة أو المكافأة التي يحصل عليها محرر الخيار وتتوقف عادة على قيمة هذه العلاوة على عوامل عدة.
- وسيتم التفصيل أكثر في عقود الخيارات في الفصل الموالي.

### المطلب الثالث: عقود المبادلات

**I – تعريفها:** توجد عدة تعاريف لعقود المبادلات من بينها ما يلي:

- (1) - عقود المبادلات هي عقود بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول بدفع مبلغ محدد في موعد محدد إلى الطرف الثاني الذي يتعهد بدوره بدفع مبلغ محدد بنفس التاريخ إلى الطرف الأول<sup>2</sup>.
  - (2) - عقود المبادلة عبارة عن اتفاق بين طرفين لتبادل تدفقات نقدية في المستقبل وفقا لنظام متفق عليه. وقد ينظر إلى هذه العقود على أنها تشكيلية من العقود المستقبلية. أي تعتبر دراسة عقود المبادلة امتداد للعقود الآجلة والمستقبلية<sup>3</sup>.
  - (3) - عقود المبادلة هو مبادلة تدفقات نقدية مستقبلية عند مقابلة إثنيين (عموما الشركة والبنك، أو مصرفين بينهما، نادرا ما شركتين بينهما) تقرر مبادلتهم تدفق في المستقبل<sup>4</sup>.
- وتتميز عقود المبادلات من خصائص هامة منها<sup>5</sup>:
- ✓ مفايضة barter بين طرفين مع إمكانية دخول طرف ثالث عند وجود مخاطر انتمانية غير متعادلة مثل مصرف ما مقابل رسم قليل، بغرض إجراء الترتيب و المتابعة.
  - ✓ مقاصة Arbitrage حيث قد تشمل العوائد الأطراف الثلاثة معا.
- وتستخدم المبادلات في عدة أغراض منها<sup>6</sup>:

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، "تحليل و تقييم الأسهم والسندات security analysis"، الدار الجامعية، الإبراهيمية، دط، 2005، ص333.

<sup>2</sup> زكريا مطلق الدوري، أحمد علي صالح، "إدارة الأعمال الدولية منظور سلوكي واستراتيجي"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة العربية، 2009، ص 389.

<sup>3</sup> محمد الحناوي، وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، دط، 2007، ص 281.

<sup>4</sup> Didier marteau , "monnaie , banque et marchés financiers", economica, paris, 2008, Ed :economica2008, p48.

<sup>5</sup> هوشيار معروف، "الاستثمارات و الأسواق المالية"، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، دط، 2009، ص 167.

<sup>6</sup> مجلة الدراسات المالية والمصرفية، "المشتقات هي الدواء الشافي المعاصر وجهة النظر الدولية"، المجلد الثاني، العدد الأول، سنة 1994، ص16

1. الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة.
2. تخفيض تكلفة التمويل.
3. الدخول إلى أسواق جديدة.
4. استحداث أدوات مركبة.

## II - أنواع عقود المبادلات:

قد شملت عقود المبادلات مجالات استثمارية متعددة نذكر منها<sup>1</sup>:

### (1) - مبادلات أسعار الفائدة Interest Rate Swaps :

تتضمن عقود المبادلات الخاصة بأسعار الفائدة نوعين رئيسيين: أحدهما مبادلات تقوم على ثبات المبلغ الأساسي الافتراضي و الآخر مبادلات تعتمد أساسا افتراضيا متغيرا.

ويعد النوع الأول الصيغة الأكثر شيوعا للمبادلات المعنية، فهو يعتمد على التعاقد بين طرفين يلتزم أحدهما بدفع معدل ثابت ( fixed ) للكوبون (طويل أو متوسط الأجل)، بينما يعتمد الطرف الثاني بدفع معدل معوم ( floating rate ) ( قصير الأجل )، فمثلا يوافق الأول على دفع 6 ويقبل الآخر بدفع (libor) زائد أو (libor) ناقصا بنسبة معينة حسب صيغة التعاقد بين الطرفين.

أما بالنسبة للنوع الثاني الذي هو أقل ممارسة مقارنة بالنوع الأول فإنه يقوم على اتفاق الطرفين على تبنى مؤشرات. فمثلا يوافق أحد الطرفين على دفع ( مؤشر ما + libor ) وذلك مقابل استعداد الثاني على دفع ( أدونات الخزينة + مؤشر ما ) وحيث أن الاختلاف بين (libor) و ( أدونات الخزينة ) يزيد أو يقل بمرور الزمن خلال فترة التعاقد فإن التدفقات غالبا ما تتناوب بين طرف إلى آخر وذلك من وقت إلى آخر .

بعملة محددة، مبلغ على ثابتة، فائدة بمعدلات متغيرة فائدة معدلات تبادل على طرفين بين اتفاق عن عبارة معينة، دون ان يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ<sup>2</sup>.

### (2) - مبادلات العملات Currency swaps :

إن عقد مبادلة عملة هو بيع حاضر لعملة ما مصحوبا بعملية شراء لأجل هذه العملة، و عملية مبادلة العملات تجمع بين الشراء الفوري لعملة ما و بيعها آجلا في نفس الوقت و العكس، و تكون قيمة عقد الشراء و عقد البيع واحدة، و لكن تاريخ استحقاقها يختلف<sup>3</sup>. و يمكن استخدام عقود مبادلة العملات لتحويل قرض بعملية ما إلى قرض بعملة أخرى<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص 170 - 175.

<sup>2</sup> البنك المركزي المصري، " أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية"، المجلة الاقتصادية، العدد الرابع، سنة 1995، ص 102 .

<sup>3</sup> Paul. R . kRUgman- maurice obstfeld, " économie internationale", de Boeck université, 2001, p 389.

<sup>4</sup> بولجرج سهيلة، " الأدوات المالية المشتقة و فوائد تطبيقها في الدول النامية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية والتسيير، جامعة تلمسان، 2004-2005، ص 159.

هي امتداد لقروض Back to back التي كانت معروفة في سنوات السبعينات<sup>1</sup>، وهي عبارة عن بيع ( أو شراء ) عملة معينة في استحقاق معين، ثم شراء (أو بيع ) نفس العملة ( أو عملة مقاربة لها) في استحقاق آخر حيث يقوم طرفان بعقد اتفاق بينهما يتضمن عمليتين<sup>2</sup>:

• الأولى: عملية شراء ( أو بيع) عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني ( الفوري) بسعر الصرف الآني (الحالي أو الفوري) بين العمليتين .

• الثانية: عملية بيع (أو شراء ) في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقا بين العمليتين.

وتعتمد عمليات مبادلة العملات على التوقعات المستقبلية للفروق في معدلات فائدة وأسعار الصرف بين العمليتين محل التعاقد.

### (3)- مبادلات الإحلال Substitution swaps:

وهي ترتبط بتوقعات العوائد المتولدة خلال فترات قصيرة الأجل وبالمخاطر المرتبطة على تحقيق هذه التوقعات، فتعمل المبادلات المعنية على توزيع الاختلالات ( قصيرة الأجل ) على الأصول ذات التعويض أو الإحلال الكامل لبعضها البعض من حيث الكوبون والنوعية وفترة التسديد، باستثناء سعر السند الذي يحصل عليه أحد الطرفين بأقل من قيمته الاسمية، وذلك كأسلوب لتجاوز الاختلالات المذكورة. وهنا تعتمد مكاسب رأس المال على التحول نحو سند بعائد أكبر من خلال الاستفادة من بعض الاستثناءات المؤقتة في السوق بالنسبة للعائد الموزع بين أصول متعادلة ( من حيث الكوبون ونوعية وفترة السداد).

فمثلا: إذا وجد سندان بكوبون يساوي 100 دينار والقيمة الاسمية لكل منها 1000 دينار فان المكسب يكمن في فرق سعر السند وفي فرق العائد حتى وقت التسديد وأن من أهم مخاطر هذه العقود هي تحول الاختلال المؤقت إلى اختلال طويل الأجل ومستمر حتى نهاية التسديد، أو عند تغيير سعر السوق بشكل سلبي لاتجاه التعديل.

### (4)- مبادلات الضرائب Tax swap

إن هذه المبادلات تمارس بغرض تقليل بعض الالتزامات الضريبية المترتبة على عوائد رأسمالية متحققة من الاستثمار في أصول معينة وخاصة السندات، حيث تبين بأن أفضل طريقة لتخفيف العبء الضريبي على هذه العوائد هو تبادل السندات المعنية بسندات مقارنة طويلة الأجل تعاني من خسائر معادلة في رأسمالها، فمثلا عند بيع سند قيمته الاسمية 100 ألف دينار ولفتره سداد حددت بـ 25 سنة ومكاسبه السوقية بلغ 10 آلاف دينار وذلك مقابل شراء سند قيمته الاسمية 100 ألف دينار ولفتره سداد حددت بـ 25 سنة وخسائره تبلغ 10 آلاف دينار فان صافي الالتزام الضريبي يكون صفرا، أما إذا اختلف السندان من حيث سعر الفائدة

<sup>1</sup> مدحت صادق، "النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي"، دار الغريب للنشر، دط، 1997، ص 154.

<sup>2</sup> Roger Miller, David Van Hoose, " Money, Banking and Financial Markets" south Western, Publishing, Thomson Learning, United States Of America, 2001 P228

عندما يكون هذا السعر في الحالة الأولى 6% وفي الحالة الثانية 6.2% فإن النتيجة تكون زيادة إيرادات المحفظة الاستثمارية عديمة الضرائب free-Tax ما يساوي 200 دينار، الذي هو الفرق بين الفوائد المستحقة للسنتين أي (6200 - 6000 = 200).

### (5)- خيارات المبادلات Swaptions:

وهي جمع بين خصائص عقود المبادلات (Swaps contracts) وخصائص الخيارات (Option contracts).

إن هذا النوع من المبادلات يستمد خاصية رئيسية للخيارات في أن للمشتري الحق وليس عليه الواجب في إلغاء العقد أو في استمرار ممارسته حتى نهاية الفترة المعتمدة، وفي المقابل يجري تبادل حقوق تدفق مدفوعات ثابتة مع حقوق تدفق مدفوعات معومة كما هو الحال في عقود المبادلات، و بالتالي فإن خيارات مبادلات الشراء (call swaptions) تعطي لحامل العقد الحق في استلام معدل ثابت للعوائد ليدفع في المقابل معدلا مقدما إلى طرف خيارات مبادلات البيع (put swaptions) الذي يستلم معدلا معوما للعوائد ليدفع معدلا ثابتا.

إن مما دفع إلى هذا النوع من المبادلات هو استمرار الشعور في ظل عقود المبادلات- بتأثير مخاطر الفوائد و خاصة وأن خيارات المبادلات توفر للمشتري حق الاختيار سواء كان في الاستدعاء (callable swaps) أو التمديد (extendable swaps).

### (6)- مستقبليات المبادلات swaps futures:

وهي مبادلات يدخل فيها بعض خصائص المستقبليات، وذلك لإضافة نوع من التنظيم الرسمي على عقود المبادلات و خاصة اعتماد معايير معينة و في تحديد العوائد الثابتة و في بيان تغيير الأسعار، هذا فضلا عن دور المتاجرين كأطراف فعلية في العقود بالإضافة إلى دورهم في الترتيب والإعداد.

ولا شك بأن كل ذلك قد يسهم على تحديد التوقعات الخاصة بالسعر الثابت للملائم للمبادلات المعنية فيتم بيان مخاطر فوائد للطرف الذي يتحمل السعر المذكور.

**III- شروط عقود المبادلات:** إن هناك شروطا عديدة تسهم في بناء عقود المبادلات و ضمان تحقيقها لأهدافها الرئيسية في التحوط من المخاطر و بلوغ الأرباح لكافة أطرافها، و من هذه الشروط ما يلي<sup>1</sup>:

#### (1)- الفترة الملائمة للسداد:

وتتباين فترات السداد بين قصيرة تبلغ بضعة أسابيع و طويلة تصل ثلاثين عاما، وهنا كلما طالت هذه الفترات كلما ازدادت المخاطر و بالتالي فإن العقود القصيرة الأجل هي المطلوبة أكثر لدى المستثمرين و أصحاب المصالح الأخرى.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص 174-175

(2)- المؤشر الواقعي للعائد:

و الذي قد يكون (libor) أو اذونات الخزينة (T-bill) أو المعدل الرئيس (rate prime) و يفترض في هذا المؤشر أن يتحدد عند تعادل معدل عوائد الودائع مع معدل تكلفتها المتوسطة ( أي للودائع ).

(3)- ايجابية دور السماسرة والمتاجرين:

يجمع السماسرة والمتاجرين طرفي العقد وكثيرا ما يساهمون بفعالية في ضمان استمرارية تدفقات النقود المتعلقة بالمبادلة حتى عند فشل احد الطرفين. وبذلك يمثل هؤلاء أحيانا دور حمام الأمان لتنفيذ العقود المعنية بنجاح.

(4)- توافق المراكز الائتمانية للإطراف المتعاقدة :

إن المستثمرين في الأدوات الثابتة يكونون أكثر حساسية للمرتبة الائتمانية من المستثمرين في الأدوات المعومة. وهنا في ظل نفس الظروف الاستثمارية، يحتاج الطرف الأقل مرتبة في الائتمان إلى هامش أكبر في سوق سعر الفائدة الثابت كما هو في سوق سعر الفائدة المعوم، وهكذا فإن طرف العائد الثابت في المبادلة يعد مشاركا متفوقا إذا ما يتميز بمرتبة اعلي.

بالنتيجة يمكن للشركات إن تقلل تكاليف الاستثمار باستخدام مبادلات مناسبة لمستوياتها الائتمانية.

(5)- توفر المزايا النسبية :

إن للميزة النسبية لكل مستثمر وحسب مرتبته الائتمانية وخبرته الاستثمارية ومحيط عمله دورا كبيرا في تحديد موقعه فيما إذ يكون في طرف العائد الثابت أو يكون في طرف العائد المعوم.

ولا يختلف الأمر في هذا الشأن الاستثمار في عقود المبادلات عن التبادل في العلاقات الدولية. ومن الضروري الإشارة إلى ما يستنتجه البعض فكريا في إن المقاصة المتاحة أمام قيود تدفقات رأس المال قد تزيل أي ميزة نسبية في عقود المبادلات ضمن أسواقها وبالتالي قد ينهي ذلك الاتجاه نحو بناء المزيد من هذه القيود بمرور الزمن، مما يهدد العقود المعنية كأداة مالية بالزوال، غير أن هذا الاستدلال المنطقي لم يتحقق في عالم الواقع فقد استمرت عقود المبادلات وبمستويات متزايدة حتى الآن.

(6)- نطاق المعلومات المتاحة:

إن الاطلاع المنفرد لأي طرف كان وبشكل استثنائي على المعلومات المتعلقة بالأداة الاستثمارية وبظروف السوق وباتجاه الاقتصاد القومي كل ذلك يجعل ذلك الطرف بمأمن من مخاطر الائتمان و ثم المبادلة فيمكن له أن يأخذ موقع المعدل الثابت حينما يعلم بتصاعد اتجاهات السعر، وان يأخذ الموقع المعاكس عندما تتوفر لديه معلومات بشأن هبوط السعر.

ولا شك بان تكافؤ المعلومات عند الطرفين يخلق نوعا من العدالة في تحديد الموقع في عقود المبادلات. وذلك في ظل شفافية السوق، وهنا فان النتائج النهائية من هذه العقود تتوقف على الخبرات الشخصية والقدرات التحليلية التصادية.

**المبحث الثالث: محيط المشتقات المالية**

وتستخدم المشتقات من قبل المتدخلون في هذه الأسواق على التعامل بها ومن قبل المؤسسات المصرفية والمالية الأخرى كوسيلة لجني الإيرادات من جراء الاتجار والتداول بالعقود المالية سواء كان في سوق منظم أو غير منظم، بفعل التقلبات السعرية للأدوات المالية الأصلية المشمولة بعقودها. كما إنها وسيلة لإدارة المخاطر من ناحية أخرى لكونها تتيح للمستثمر فيها فرص تحديد مخاطر السوق ذات الصلة بالعقود المالية، وإدارة كل مخاطرة على حدا، ومن ثم إتاحة الفرصة لتخفيض إدارة المخاطر عموماً. وذلك من خلال التحوط أو التغطية للحماية من آثار التقلبات السعرية .

**المطلب الأول: المتدخلون في الأسواق المالية المشتقة**

يمكن تصنيف مستخدمي المشتقات إلى فئتين، الفئة الأولى هي فئة المستخدمين النهائيين الذين يدخلون في هذه الأسواق بغرض التحوط، أو لتكوين المراكز المالية أو بغرض المضاربة، ويتمثل هؤلاء في<sup>1</sup>:

**1- تجار التجزئة:**

ويستخدم هؤلاء المشتقات وذلك بقصد حمايتهم ضد التعرض لمخاطر أسعار الفائدة أو أسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية.

**2- صناديق المعاشات:**

وتستخدم هذه الصناديق المشتقات بقصد حماية العائد على الاستثمار في السندات، أو بغرض تأمين محفظة الأوراق المالية التي تمتلكها ضد التعرض لمخاطر السوق.

**3- بنوك الاستثمار:**

تستخدم هذه الصناديق المشتقات بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من احد الأصول المالية حيث يبدو أن السوق الحاضرة لن تكون قادرة على استيعاب المعروض بأسعار السوق.

**4- الشركات العقارية:**

وهي تلك التي تتبع المباني والأراضي أو تعطي للغير الحق في استخدامها بتأجيرها لعدد من السندات وتستخدم هذه الشركات المشتقات للحماية ضد تحركات سعر الفائدة على قروض السندات التي تمثل دين في ذمة الشركة.

**5- الشركات:**

وتلجأ الشركات إلى أدوات المشتقات بغرض الحماية ضد تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على عائد الاستثمار للفائض النقدي.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص74.

6- المصدرون والمستوردون:

ويستخدم هؤلاء المشتقات ضد تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات أو المدفوعات. أما الفئة الثانية فهي فئة المتاجرين في الأوراق المالية وهم الذين يعملون لحسابهم الخاص ويقومون بدور صانعي الأسواق، ويحققون هامشا من الربح في الفرق بين سعي البيع و الشراء، ومن خلال قيامهم بهذا الدور يتم تلبية احتياجات الفئة الأولى، ويتم خلق سوق مستمرة تسودها المنافسة الكاملة وتتوفر للسوق السيولة الكاملة ويمكن حصر هؤلاء في:

1- المتحوطون Hedgers:

وهم المستثمرون الذين يلجئون إلى استعمال الأدوات المشتقة بهدف التغطية من المخاطر و التقليل منها لأنهم يمتلكون أصلا ما اويتوقعون تملكه، وتكمن إستراتيجية المتحوطون المتخذين مركزا طويلا على أصل ما و المعرضون لمخاطر تغير قيمة ذلك الأصل في السعي لاتخاذ مركز قصير في السوق الأجل وذلك بالتعاقد على بيع ذلك الأصل.

فالمحوطون هم المعرضون للمخاطرة بسبب سلعة أو أصل ما مما يعني تعرضهم لتغيرات سعرية، فهم يشترون أو يبيعون العقود الآجلة بهدف تجنب المخاطرة، ففئة المتحوطين تتعامل فعلا بالسلعة أو الأصل المالي المحرر في العقد، فباتخاذ مركز مضاد أو عكسي ستتخفض أعباء التقلبات السعرية غير المتوقعة<sup>1</sup>.

2- المضاربون Speculators:

وهم المستثمرون الذين تكون لديهم توقعات مستقبلية بشأن توجهات الأسعار أي تقلبات الأسعار في السوق الحالي و التي ستحدث في المستقبل.

ويتعامل المضاربون بالعقود الآجلة إما بيعا أو شراء، وذلك في محاولة منهم تحقيق عوائد في مدة قصيرة، فهم مستعدون لتحمل المخاطر الخاصة المتعلقة بالتقلبات السعرية أملين في الحصول على عائد أكبر، فهم لا يتعاملون في السلع المادية أو الأصول المالية محل التعاقد، أي أنهم لا يتخذون مراكز مسبقة في السوق، وذلك لا يهم امتلاك تلك الأصول<sup>2</sup>.

3- المراجحون Arbitrageurs:

وهم المستثمرون الذين يتخذون مركزا طويل الأجل على أحد العقود، وأخذ مركز قصير على عقد آخر، وذلك بهدف تغطية مراكزهم مما يؤدي ذلك إلى تقليل المخاطر التي يتعرضون لها. فمثلا إذا كان سعر العقد المستقبلي أعلى من السعر المتوقع للأصل في السوق الحاضر يتوقع أن يقوم المستثمرون ببيع العقد ثم شرائه ثانية قبل تاريخ التسليم بغرض إقفال مراكزهم، وذلك بسعر أقل يتناسب مع السعر المتوقع للأصل

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية - مفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، دط، 2001، ص 162.

<sup>2</sup> برودي نعيمة، مرجع سابق، ص 45.

في السوق الحاضرة، مما يتيح فرصة لتحقيق الأرباح، والعكس لو أن سعر العقد المستقبلي كان أقل من السعر المتوقع للأصل في السوق الحاضرة<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: مجال تداول المشتقات المالية

#### I- المشتقات المالية المتداولة في الأسواق المنظمة:

يقصد بالسوق المنظم بورصة الأوراق المالية، وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء، وتوجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية<sup>2</sup>، كما يدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، حيث يشترط التعامل في الأوراق المالية، أن تكون مسجلة في السوق وفقا لقواعد معينة<sup>3</sup>. من بين المشتقات المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية المنظمة نجد كل من العقود الآجلة وعقود الاختيار.

#### II- المشتقات المالية المتداولة في الأسواق غير المنظمة:

السوق غير المنظم هي سوق تتعامل بالأوراق المالية خارج السوق النظامية (البورصات) بإشراف بيوت السمسرة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات اليومية بل يتم من خلال شبكات الإنترنت المنتشرة أو شبكات الاتصالات المختلفة، إذ تحدد أسعار التعامل بالتفاوض، حيث أنه لا يوجد مكان للتعامل والذي يتم من خلال شبكة اتصالات، هذا و يوجد في الولايات المتحدة الأمريكية الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية والذي يضم السماسرة و التجار المتعاملين في السوق غير المنظمة، ويقوم هنا الإتحاد بتنظيم العمل في السوق، ومنح تراخيص للسماسرة بعد اجتيازهم لاختبارات مؤهلة، كما أن هذا الإتحاد يقوم بتوفير المعلومات الضرورية للتعامل مثل أسعار الأوراق المالية و أحجام التعامل<sup>4</sup>.

ومن بين الأدوات المتداولة في الأسواق غير منظمة نجد<sup>5</sup>:

#### (1) - الأدوات الباتة أو القطعية (Instruments ferme) وتتمثل في:

✓ Forward – forward.

✓ Forward rate agreement ( F R A).

✓ عقود المبادلة (swap).

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية - مفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة"، مرجع سابق، ص 166.

<sup>2</sup> برودي نعيمة، مرجع سابق، ص 52.

<sup>3</sup> عصام حسن، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2008، ص 22. أنظر كذلك:

هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 62.

<sup>4</sup> أسماء محمدي، حورية بن نحي، صالحة شلال، "تسعير و تقييم الأسهم في البورصة"، مذكرة ليسانس في العلوم التجارية، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة بشار، 2009-2010، ص 4.

<sup>5</sup> برودي نعيمة، مرجع سابق، ص ص 52-54.

(2)- الأدوات المشتقة ذات الطبيعة الاختيارية و منها:

Les caps ✓

Les floors ✓

Les collars ✓

Les warrants ✓

Les options sur swap ✓

**I- الأدوات الباتة (Instruments ferme):**

Le Forward – forward 1-I

وهو عقد يسمح للمؤسسة التي ترغب في الاقتراض أو المستثمر الذي يرغب في إقراض مبلغ مالي في تاريخ مستقبلي، و لمدة محددة، بأن يحدد الآن (وقت إبرام العقد) تكلفة الإقراض أو معدل العائد المتوقع من توظيف مبلغ مالي.

Forward rate agreement ( F R A) 2-I

يعد من الأدوات المستعملة في تسيير خطر معدل الفائدة، فهو يسمح للمستثمر أو المؤسسة اللذين يرغبان إما في الإقراض أو الاقتراض مسبقا وتغطية وضعيتها تجاه معدل الفائدة.

Les swaps 3-I

هي عبارة عقود يستعملها المتعاملون و المستثمرون كأداة للحماية ضد خطر معدل الصرف وكذا خطر معدل الفائدة.

**II- الأدوات المشتقة ذات الطبيعة الاختيارية :**

لقد تم تطوير عقود الاختيار والأدوات ذات الطبيعة الاختيارية، وذلك من أجل استعمالها في الحماية ضد خطر تغيرات الأسعار أو المعدلات.

les options de première génération 1-II

تعد عقود الاختيار على الصرف (العملات ) أولى الاختيارات التي يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة، وبعدها برزت عقود الاختيار على معدلات الفائدة (في أواسط الثمانينات).

les options de deuxième génération 2-II

تعتبر من الأدوات الشخصية (sur mesure)، حيث قام المهندسون الماليون بتكييف الاختيارات وما يتماشى مع خصائص ومتطلبات كل متعامل، ومن بين هذه الاختيارات نجد:

Les option à prime zéro ✓

Les option asiatique ✓

Les options look back ✓

Les options activantes et désactivante ✓

Les options sur panier d'actif ✓

les warrants 3-II (الضمانات):

صنف ضمن الاختيارات الطويلة الأجل وهي ذات قيمة اسمية محدودة تصدرها البنوك، وقد تكون هذه الضمانات إما ضمانات بيع أو ضمانات شراء (put warrant أو call warrant) حيث أنها تعطي للمستثمر الحق وليس الالتزام.

Call warrants: تعطي للمستثمر الحق وليس الإلزام في شراء كمية معينة من أصل ما، بسعر يحدد مسبقا (strick Price) خلال مدة محددة (تاريخ الاستحقاق)، وفي مقابل دفع عمولة (سعر الضمان).

Put warrants: يعطي للمتعامل الحق وليس الإلزام في بيع أصل معين، ويتراوح تاريخ استحقاق هذه الضمانات بين 18 شهرا، سنتين وحتى 5 سنوات، وقد تكون هذه الضمانات من النوع الأمريكي (يمكن لحاملها تنفيذها في أي وقت) أو من النوع الأوروبي (لا يمكن لحاملها تنفيذها إلا في تاريخ الاستحقاق).

**المطلب الثالث: استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر**

المخاطر هي احتمال الخسائر نتيجة أحداث مثل التغيرات في أسعار السوق<sup>1</sup>. أما إدارة المخاطر فيمكن تعريفها على أنها عبارة عن منهج أو مدخل علمي للتعامل مع مخاطر البحتة<sup>2</sup>، عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة و تصميم و تنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى<sup>3</sup>.

إن القول بأن إدارة المخاطر تمثل منهجا و مدخلا علميا للتعامل مع المخاطر البحتة يوحي ضمنا بأن العملية تتضمن سلسلة منطقية من الخطوات تميل إلى الاندماج مع بعضها البعض في الواقع العلمي:

1. تقرير الأهداف.
2. التعرف على المخاطر.
3. تقييم المخاطر.
4. دراسة البدائل و اختيار أداة التعامل مع المخاطرة.
5. تنفيذ القرار.
6. التقييم و المراجعة.

يجري استخدام هذه الأدوات (المشتقات المالية) بغرض تقليل مخاطر الاستثمار أو زيادتها، فمن يشتري عاجلا في السوق الحاضر و يبيع عاجلا في أسواق العقود المستقبلية أو الاختيارات، إنما يلجأ إلى ذلك

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص ص 68-69.

<sup>2</sup> كارين أ. هورشر (تعريب عطا الله و ارد خليل، محمد عبد الفتاح العشماوي)، "أساسيات إدارة المخاطر المالية"، دار الحرية للنشر و التوزيع، القاهرة، دط، 2008، ص 20.

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)"، الدار الجامعية، القاهرة، دط، 2003، ص 51.

بغرض تحجيم المخاطر، فإذا ما انخفضت أسعار السلع أو الأدوات المشتراة في السوق الحاضر، فإن ذلك يعني بالضرورة على الجانب الآخر انخفاض الثمن في أسواق العقود المستقبلية، حينئذ يصبح بوسعه المستثمر إعادة شراء العقد بثمن أقل يحقق بذلك كسبا يعوضه ولو بقدر أقل من خسارته في السوق الحاضرة.

وليس هناك شك أن جميع المستثمرين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة، و يجد هؤلاء المستثمرون بغيتهم في أسواق المشتقات و التي تمكن أولئك الراغبين في تقليل المخاطر من تحويلها إلى أولئك الراغبون في زيادة المخاطرة.

و إلى نفس هذا المعنى ذهب " جاك كلارك فرنسيس " في ما نصه أن منتجات المشتقات لها دور أساسي وهو نقل المخاطر من أحد المستثمرين إلى آخر، أو من مجموعة من المستثمرين إلى أخرى دون أن يقبل ذلك بيع الأصول محل التعاقد.

ونتيجة لذلك فإن المستثمرين الذين قد يتجنبون استثمارات معينة، أو يقومون بتصفية استثمار ما بسبب ما تسببه المخاطر المرتفعة من قلق أو إزعاج، أو بسبب التقلب المتزايد في أعمال المتاجرة قد يقع اختيارهم على استخدام أدوات المشتقات كآلية لها تأثيرها على إستراتيجية الاستثمار الشامل.

و لنفس المعنى ذهب صندوق النقد الدولي و يؤكد هنا أن الأسواق المالية قد طورت وسائل غير محدودة للمتاجرة في المخاطرة من خلال استخدام أدوات المشتقات المالية.

## خلاصة الفصل

من خلال ما تم التوصل إليه في هذا الفصل أن الأسواق التي يتم فيها تداول المشتقات المالية عرفت منذ سنة 1960 حتى يومنا هذا تطورا ملحوظا والتي مثلت أحد أهم الابتكارات المالية لتتماشى مع احتياجات كافة المتعاملين، حيث أتاحت أمامهم عدة أدوات مالية والتي تتمثل في:

- العقود الآجلة والتي صممت بما يتناسب مع أهداف طرفي العقد سواء كانوا بائعين أو مشتريين.
- وهناك العقود المستقبلية وهي شبيهة بالعقود الآجلة، سوى أنها تتميز بالتميز بالتمطية وشروط محددة.
- العقود الاختيارية وتتضمن إستراتيجيتين أولهما اختيار البيع وثانيهما اختيار الشراء كل على حسب نوعية الخيار، وما يحددهما هو سعر التنفيذ وتاريخه وكذا مقدار الربح والخسارة الناتجة من جراء استعمال هذه العقود في التغطية ضد الأخطار المحتملة.
- عقود المبادلة ما يعرف عنها أنها تعطي فرصة للمستثمرين في الحصول على التمويل اللازم وتسيير الخطر ضد معدل الفائدة وكذا معدل الصرف.

هذه العقود تتم بين طرفين، وبموجب العقد يتم تثبيت سعر سلعة ما في الوقت الحاضر على أن يتم تسليمها (أي السلعة) بنفس السعر المثبت في المستقبل، وبصورة عامة فإن من المشتقات ما يستخدم لأغراض المتاجرة (أي من أجل تحقيق الأرباح) وأغلب هذه الأنواع من المشتقات تتعلق بالمبيعات وأخذ المراكز وموازنة أسعار الصرف أما النوع الآخر من المشتقات فهي مقنناة لأغراض تغطية المخاطر.