

المحور الثاني: منتجات الهندسة المالية

- ابتكار أوراق مالية؛

- ابتكار عمليات مالية؛

- إبداع حلول للمشاكل المالية المتعلقة بالشركات.

أولاً- الأدوات المالية: وتنقسم إلى منتجات تقليدية، حديثة ومنتجات مالية مركبة.

1- المنتجات التقليدية:

1-1 شهادات الإيداع القابلة للتداول (Certificates of Deposit): وثائق يصدرها المصرف تثبت إيداع مبلغ معين من المال لفترة زمنية معينة وبفائدة محددة، تصدر هذه الودائع بقيمة اسمية كاملة يدفعها المصرف لحاملها عند الاستحقاق زائد الفوائد، ويجري تداول هذه الشهادات في السوق الثانوية بعد الإصدار.

2-1 اتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreements): تتمثل في عملية شراء للأوراق المالية من بائع يتعهد بإعادة الشراء بعد فترة زمنية قد تصل إلى ليلة أو أطول من ذلك أو أن تستمر عملية البيع والشراء حتى يلجأ أحد الطرفين إلى إلغائها، وتحمل هذه الاتفاقيات سعر فائدة يدفعه المقترض للمقرض (يعد الفرق بين قيمة عقد البيع وقيمة عقد الشراء بمثابة فائدة على الأموال المقرضة).

مثلاً: تستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين، وذلك عن طريق شراء أذونات الخزينة من أحد المصارف لفترة قصيرة جداً (تتراوح بين يوم واحد إلى أسبوعين)، على أن يوافق المصرف المعني بإعادة شراء هذه الأذونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر الشركة المشترية لها، وبذلك يمكن للمصرف أن يتصرف بمبلغ القرض وتحتفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ.

3-1 اليورو دولار (Euro dollars): وهي ودائع الدولار في بنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية وخاصة البنوك الأوروبية، أو في فروع البنوك الأمريكية التي تقع خارج الولايات المتحدة، حيث كان تحرك الدولار من الولايات المتحدة إلى البنوك الأوروبية نتيجة لقيام البنوك والشركات الأمريكية بسحب جزء من ودائعها في الولايات المتحدة الأمريكية وإعادة إيداعها في البنوك الأوروبية. ويرجع ذلك لعدة أسباب من بينها ارتفاع معدلات الفوائد على الودائع لأجل في البنوك الأوروبية عن معدلات الفوائد التي تمنحها البنوك الأمريكية.

قامت البنوك الأوروبية بتعميم تجربتها على البنوك التجارية الأخرى في معظم دول العالم، ولم يعد يقتصر دور البنوك الأوروبية على قبول الودائع بالدولار فقط بل ذهبت إلى أبعد من ذلك بقبول ودائع بعملات أجنبية رئيسية كالمارك الألماني والفرنك السويسري.

كما تتواجد أسواق الأورو دولار في آسيا يطلق عليها البعض asiadollars بالإضافة إلى ذلك توجد أسواق أورو دولار في مراكز مالية أخرى.

4-1 بطاقات الائتمان (Credit Card): تعد هذه البطاقات بديلا عن النقود، تحمل قيمة مالية محددة، وتستخدم في مختلف عمليات البيع والشراء. وهي عبارة عن بطاقة تمنح من قبل البنوك والمؤسسات المالية للمتعاملين معها، حيث تحمل كافة المعلومات الخاصة بحاملها، وتمكنه من استعمالها في السحب من رصيده أو في تسديد أثمان السلع والخدمات التي يتلقاها، وحتى في بعض الأحيان في الحصول على قرض.

2- المنتجات الحديثة:

1-2 رأس المال المخاطر (Venture capital): يعد رأس المال المخاطر آلية لتمويل المشاريع الاستثمارية التي غالبا ما تتميز بدرجة مخاطرة مرتفعة وعدم امتلاكها للضمانات الكافية للحصول على التمويل التقليدي، تقابلها توقع عوائد مرتفعة لأنها غالبا ما تتمثل في أفكار، تقنيات أو تكنولوجيا جديدة يمكن أن تحقق أرباحا طائلة في حالة نجاحها.

2-2 اليورو: يعد الأورو أداة مالية مستحدثة ساعدت على تقديم حلول لكثير من المشكلات المالية والاقتصادية. حيث أدت العملة الأوروبية الموحدة "اليورو" إلى: تخفيض تكلفة المعاملات، خفض مخاطر أسعار الصرف، خلق نظام مالي كفء في المنطقة الأوروبية.

3- المنتجات المالية المركبة:

1-3 تعريف العقود المالية المركبة: تعرف على أنها عقد يشتمل على عقدين أو أكثر على سبيل الجمع والتقابل، وتعامل جميع الحقوق والآثار المترتبة على العقود كأنها عقد واحد.

وللعقود المركبة شروط لابد من توافرها حتى يتسنى إطلاق عليها هذه التسمية، تتمثل فيما يلي:

- توفر عقدين أو أكثر في العقد الواحد؛

- ترابط العقود فيما بينها كأنه عقد واحد؛

- آثار العقود المركبة تسلك نفس آثار العقد المنفرد؛

- لا يدخل ضمن العقد المالي المركب عقد تفريق الصفقة وتعددتها.

2-3 أنواع العقود المالية المركبة: تنقسم هذه العقود إلى قسمين رئيسيين هما:

أ- العقود المتقابلة: وهي العقود المركبة التي يكون فيها العقد الثاني في مقابلة العقد الأول، بحيث يتعلق العقد الأول بتمام العقد الثاني على وجه التقابل، على سبيل المثال: يقول رجل لأخر بعتك أسهمي في شركة أ على أن تبيعني أسهمك في شركة ب.

ب- العقود المجتمعة: وهي العقود المركبة المجتمعة في عقد واحد، وخير مثال هي العروض التجارية للسلع من خلال ربط سلعة أو عين مع سلعة أو عين أخرى بسعر محفز.

3-3 أنواع المنتجات المالية المركبة: نجد ثلاثة أنواع من المنتجات المالية المركبة تتمثل فيما يلي:

3-3-1 منتجات مالية مركبة لأسعار الفائدة:

أ- السندات ذات الكوبون الصفري (Zero Coupon Bonds): هي سندات لا يحصل حاملها على فوائد دورية لكن تتضمن دفعة وحيدة (تدفق نقدي وحيد) في نهاية الفترة (تاريخ الاستحقاق). أي أن المصدر يقوم بتسديد المبلغ الأصلي وكافة الفوائد المترتبة دفعة واحدة.

ب- قسيمة بأسعار فائدة متغيرة (Floating Rate Notes): إن القسيمة بأسعار فائدة متغيرة لا تحمل أو لا تمنح فائدة ثابتة كنسبة محددة من قيمتها الاسمية، حيث أن إيرادات هذه القسيمة متعلقة بحركة d سعر فائدة مرجعي (السعر السائد في السوق النقدية)، وتعديل هذه الإيرادات خلال فترات معينة، وتمتاز هذه القسيمة بقلّة التذبذب بسبب التعديلات الدورية التي تجري على أسعار فائدتها المتغيرة.

3-3-2 منتجات مالية مركبة لمشتقات الملكية:

أ- السندات القابلة للتحويل (convertible bonds): هي سندات قابلة للتحويل إلى أسهم أي تبادل السندات مقابل عدد معين من الأسهم، ويكون التحويل بشروط ومواعيد محددة سلفاً. في كثير من الحالات يمكن استدعاء السندات القابلة للتحويل من طرف المصدر في تواريخ معينة بسعر إعادة شراء محدد مسبقاً، والذي يعتمد عادة على تاريخ الاستحقاق. على العموم قد تجمع هذه السندات الخصائص التالية أثناء إصدارها:

- سعر إصدار السند القابل للتحويل (القيمة الاسمية)، أو المبلغ الأصلي؛

- تاريخ الإصدار؛

- سعر الفائدة أو الكوبون (سنوي، نصف سنوي...);

- نسبة التحويل، مثلاً سند مقابل 3 أسهم؛

- فترة التحويل؛

- سعر السهم أثناء إصدار السند؛

- طريقة التسديد إذا لم يتم التحويل.

ب- السندات المسددة نقداً أو بأسهم (cash-or-share_bonds-same currency): هي من الأدوات المالية ذات العائد المرتفع، ونظراً لما تمتاز به من مخاطر التوقف عن التسديد default risk المرتفعة نسبياً، ففي تاريخ الاستحقاق للمصدر الحق في تسليم عدد من الأسهم بدلاً من تسديد السند بقيمته الاسمية، كما يمكنه تسديد جزء منه بأسهم والجزء الآخر نقداً. وما يميز هذه السندات هو أن العملة التي تم إصدارها بها هي نفسها العملة التي تقيد بها الأسهم في السوق المالية.

ج- سندات السلة المرتفعة العائد (High-yield basket bonds): هي أدوات مالية تعطي الحق للمصدر تسديدها بسلة من الأسهم المختلفة أو المؤشرات بدلاً من تسديدها بالقيمة الاسمية نقداً في تاريخ الاستحقاق، هذه الأدوات خطيرة حيث يتركز عائدها على منتجات مالية متعددة كالأسهم و المؤشرات وغيرها، ولهذا يعوض المستثمر فيها بنسبة فائدة عالية نسبياً، أو بكوبون مرتفع.

د- المنتجات ذات العوائد المرتفعة: سندات الشركات التي تنطوي على درجة عالية من مخاطر عدم التسديد تصدر عادة مع عوائد مرتفعة وذلك لتعويض المستثمرين عن زيادة خطر عدم التسديد . هذا هو الحال أيضا مع المنتجات المركبة ذات العوائد المرتفعة التي تدفع استثنائيا كبنونات مرتفعة بالمقارنة مع السندات التقليدية.

3-3-3 منتجات مالية مركبة للعمليات الأجنبية: هي سندات تقليدية بكوبونات صادرة بعملة أخرى غير العملة المحلية، وتُسدد الكوبونات ومبلغ التعويض بالعملة المصدر بها في تاريخ الاستحقاق، وبالتالي فإن الكوبونات وكذا الأصل يخضعون لتقلبات معدلات الصرف، والمستثمر في هذه السندات يتحمل المخاطر الناجمة عن هذه التقلبات.

ثانيا- العمليات المالية:

1- **الشراء الهامشي (Trading Margin):** يقصد به شراء الورقة المالية بسداد جزء من قيمتها نقدا بينما يسد الباقي بقرض، بضمان الأوراق المالية محل الصفقة، حيث تمثل قيمة المدفوعات النقدية هامشا مبدئيا لصفقة الشراء، لا تزيد في العادة نسبة الهامش عن 60٪ من قيمة الصفقة.

يفتح العميل حسابا بالهامش لدى السمسار الذي يقوم بدوره بالاقتراض من البنوك التجارية لتغطية الفرق بين قيمة الصفقة وبين القيمة المدفوعة كهامش، على أن توضع الأوراق محل الصفقة كرهن لسداد قيمة القرض. ويبقى السهم عندما يشتري بالهامش في حيازة السمسار، كما يكون مسجلا باسمه وليس باسم العميل، ولكن يحق للمشتري أن يمارس حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة، والحصول على ما تحقق من أرباح. يدفع السمسار للبنك المقرض معدل فائدة يساوي تقريبا معدل الفائدة فيما بين البنوك، أما سعر الفائدة الذي يدفعه العميل للسمسار فيزيد عن سعر الفائدة الأول بما يتراوح بين 0.5٪ إلى 20٪ وتمثل عائدا إضافيا للسمسار.

مثال عن الشراء الهامشي:

مستثمر يملك محفظة قيمتها مليون دينار وكان عائد الاستثمار المتوقع 20٪، أي أن صاحب المحفظة سوف يحقق عائدا قدره 200 ألف دينار.

- فإن استطاع المستثمر الحصول على تسهيل ائتماني (قرض) في حدود 50٪ من قيمة محفظته السوقية، بفرض سعر فائدة مفروض من البنك هو 12٪. فإن محفظة العميل يمكن أن تبلغ مليون ونصف دينار، بفرض المتوسط نفسه للعائد المتوقع 20٪.

فإن العائد الإجمالي يصبح: 200 ألف + 100 ألف = 300 ألف دينار.

- وإذا خصمنا من العائد الإجمالي ما يدفعه البنك (500 ألف × 12٪) = 60 ألف.

- العائد الصافي = 300 ألف - 60 ألف = 240 ألف دينار.

- وبذلك يكون حقق عائدا إضافيا قدره 40 ألف دينار.

لكن يمكن أن تتحول المكاسب إلى خسائر:

- مثلا إذا كانت القيمة السوقية لمحفظه المستثمر مليون دينار، ويمكنه الحصول على تسهيل ائتماني بمبلغ 500 ألف دينار بسعر فائدة 12٪.

- إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية المكونة للمحفظة بنسبة 20٪، فإن إجمالي الخسارة ستكون 360 ألف دينار (300 ألف + 60 ألف)، بدلا من 200 ألف دينار وهي الخسارة التي كانت ستحقق لو اعتمد المستثمر فقط على موارده الذاتية المكونة لمحفظته البالغ قيمتها السوقية مليون دينار.

2- البيع على المكشوف أو البيع القصير (Short Selling): يقوم المستثمر ببيع الورقة المالية أولا قبل أن

يمتلكها، ثم يشتريها فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها.

مثال: نفترض أن مستثمرا ما يتوقع انخفاض القيمة السوقية خلال فترة زمنية لأسهم إحدى الشركات الذي سعرها 15 دولار، لذلك فإنه يعطي أمرا للسمسار بأن يبيع على المكشوف عدد من الأسهم أي 100 سهم بالسعر الجاري الذي يبلغ 15 دولار للسهم الواحد. وعادة ما يقوم السمسار ببيع تلك الأسهم من مخزون لديه من الأسهم أو باقتراضها من طرف ثالث.

أما قيمة الصفقة فيتم تحويلها تلقائيا للطرف المقرض كرهن للأسهم التي أقرضها (وهنا يكمن السبب الذي من أجله يقبل السمسار أو الطرف الثالث إقراض الأسهم)، فقيمة الرهن تعد أموالا مجانية لا يدفع عنها فوائد، يمكن استثمارها وتحقيق عائد من ورائها.

فإذا كانت توقعات المستثمر دقيقة وانخفضت قيمة الأسهم محل الصفقة لتصبح قيمتها 12 دولار للسهم الواحد، فحينئذ يمكن للمستثمر أو العميل إقفال مركزه لدى السمسار بإعطائه أمر بشراء الأسهم من السوق بالسعر السائد (1200 دولار)، وتسليمها (أي الأسهم المشتراة) للمقرض سواء كان سمسار أو طرف آخر، على أن يسترد البائع قيمة الرهن المتمثلة في القيمة التي سبق أن باع بها الأسهم (1500 دولار) محققا عائد قدره 300 دولار وتتلخص هذه العملية كما يلي:

1- اليوم يبيع المستثمر على المكشوف 100 سهم بسعر 15 دينار = 1500 دينار.

2- بعد أسبوع صدقت توقعاته يعيد شراء نفس الأسهم 100 سهم من السوق بسعر 12 دينار للسهم = 1200 دينار.

أي أن الربح = 1200 - 1500 = 300 دينار.

لكن لو أن القيمة السوقية للأسهم ارتفعت لتصل إلى 20 دولار، فإن هذا يعني أن البائع سيتكبد خسارة مقدارها 500 دولار.

3- **التسجيل على الرف:** يسمح للشركات (عادة الشركات الكبيرة) التي تصدر أوراقا مالية من حين إلى آخر، بأن تقدّم طلب تسجيل رئيسي، يتضمن خطة زمنية لإصدار ورقة مالية ما، حيث تغطي الخطة فترة زمنية معينة على أن يتم الإصدار على دفعات، هذا ويقدم طلب التسجيل مصحوبا بالرسوم المقررة، وتلزم تلك القاعدة الجهة المصدرة بتحديث بيانات الطلب في كل مرة تقرر فيها طرح إصدار جديد، و يطلق على هذا الإجراء التسجيل على الرف، إذ يظل طلب التسجيل الرئيسي المحفوظ لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة ساري المفعول لمدة طويلة تصل إلى عامين.

4- **التداول الإلكتروني:** لقد كانت المعاملات قبل عام 1971 م في السوق غير المنظم أو السوق الموازي تتمّ يدويا، وبالتالي ارتفاع التكلفة من جهة وطول الإجراءات من جهة أخرى، لكن بعد عام 1971 م حصل الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية على موافقة هيئة الأوراق المالية والبورصة على استخدام النظام الإلكتروني للتداول يربط بين كافة المشاركين في النظام مهما كان موقعهم، فيقوم السمسار المفوض من طرف العميل بطرح الأسعار سواء كانت خاصة بشراء الأسهم أو بيعها وذلك من خلال شبكات الإعلام الآلي.

5- **الاستراتيجيات المختلفة:** وهي تختلف حسب وضعية كل مؤسسة، وتنوع بشكل كبير نذكر منها:

1-5 **السيطرة العدوانية:** هي استيلاء شركة على شركة أخرى، بشراء كل أسهمها أو معظمها من خلال عطاءات الشراء، يتم ذلك رغما عن أنف إدارة الشركة المستهدفة.

2-5 **التخلص من جزء من أصول الشركة:** وهو أسلوب لتخفيض حجم الشركة، وذلك ببيع جزء من أصولها لشركة أخرى، إما للحاجة للسيولة أو لكون تلك الأصول تمثل خط إنتاج مستقل لا يعطي للشركة ميزة بل وقد تكون عبء.

3-5 **استراتيجية التحصين:** وهي استراتيجية من شأنها التأثير الإيجابي أو السلبي على سعر السند، نتيجة للتغير في سعر الفائدة في السوق، مساويا للتأثير السلبي أو الإيجابي الذي يحدثه التغير في سعر الفائدة على المعدل الذي يعاد به استثمار حصيلة السند عندما يحل تاريخ استحقاقه.

ثالثا- إبداع وابتكار حلول للمشاكل المالية:

1- **الهندسة المالية لنشاط السمسرة (سمسار الخصم) (bill broker):** نجحت الهندسة المالية في إدخال ابتكار جديد هو سمسار الخصم بهدف تخفيض تكلفة السمسرة، حيث يقصده بيت السمسرة الذي يقدم لعملائه خدمات محدودة، مستعبدا أكثر خدمات السمسرة تكلفة، وهي تقديم الخدمات الاستشارية في شأن قرارات الاستثمار.

2- **البدائل ما بين الملكية والديون:** وتعتبر من بين الخيارات المتاحة أمام الإدارة المالية في الشركات، حيث تتم دراسة خصائص المصادر التمويلية وتكلفتها ثم اتخاذ القرار التمويلي المناسب الذي يعظم قيمة الشركة ويقلل تكاليفها إلى أدنى حد ممكن.

3- منتجات أخرى:

1-3 التوريق (Securitization): يعرف التوريق على أنه تحويل القروض أو أدوات الديون غير السائلة إلى سندات قابلة للتداول في الأسواق المالية، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية مرجوة ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين.

2-3 نظام b.o.t : وهو اختصار لـ (BUILD OPERATE TRANSFER) والتي تعني بالعربية التحويل والتشغيل والبناء، وهو عبارة عن نظام التشغيل والبناء والتحويل بالإضافة إلى نقل الملكية أو التشييد، حيث يتم قيام مستثمر من القطاع الخاص بعد إعطائه ترخيص من جهة حكومية مختصة من أجل تشييد أو بناء مشروع بنيّة أساسية، مثل إنشاء محطة لتوليد الكهرباء أو إنشاء مطار، وذلك على أن يقوم بتشغيله وإدارته بعد عملية الانتهاء منه وذلك بإمتهان معين قد يكون مدته من (30-40) سنة، وخلال هذه المدة يقوم بتشغيل المشروع ويحصل على التكاليف والأرباح من خلال الرسوم والعوائد التي يقوم بدفعها مستخدم المشروع، وبعد الإنهاء من مدة الامتهان ينقل المشروع بكل عناصره إلى الجهة الحكومية أو الدولة، ممّا يعني أن نظام (BOT) هو آلية التمويل من أجل إنشاء البنية التحتية والأساسية في مجال معين بعيداً عن موارد الحكومة.

3-3 تحويل الأجل: مكنت هذه العملية المبتكرة البنوك التجارية بشكل خاص من التخلص من مشكلة عدم تناظر آجال استحقاق القروض الممنوحة وتلك المحصلة، وكان رجال البنوك التقليديون يعملون بالحكمة القائلة: إذا اقترضت لأجل قصير، فلا تقترض لأجل طويل.

المحور الثالث: المشتقات المالية (Financial Derivatives)

أولاً- تعريف المشتقات المالية والمتعاملون بها:

1- تعريف المشتقات المالية: تُعرف المشتقات المالية بأنها أحد الأدوات الاستثمارية الجديدة، المشتقة من أدوات استثمارية تقليدية متوسطة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتعتمد قيمة المشتقات على أسعار هذه الأدوات. وهي عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة بعض الأصول أو الأوراق المالية الأخرى، والمشتقات المالية شائعة الاستخدام هي العقود الآجلة والعقود المستقبلية والخيارات وعقود المبادلات.

الأوراق المالية المشتقة أو المشتقات هي عقد مالي يستمد قيمته من سعر الأصل الأساسي، مثل الأسهم أو السلع، أو حتى من مؤشر مالي أساسي مثل سعر الفائدة. يمكن للمشتقات أن تقلل من المخاطر، عن طريق توفير التأمين (الذي يشار إليه مالياً بمصطلح التحوط "hedging")، وتعظيم المخاطر من خلال المضاربة (speculating) على الأحداث المستقبلية. حيث توفر المشتقات طرقاً فريدة ومختلفة لاستثمار وإدارة الثروة التي لا توفرها الأوراق المالية العادية.

2- المتعاملون بالمشتقات المالية: يمكن تقسيم المشاركين في أسواق المشتقات إلى مجموعتين هما:

2-1- الفئة الأولى: هم المستخدمون النهائيون (Ends Users) الذين يدخلون هذه الأسواق لتحقيق أهداف معينة تتصل بالتحوط (As Hadgers) وتكوين المراكز المالية (Short and Long Positions) والمضاربة (Speculation)، وتشمل هذه الفئة مجموعة واسعة من المؤسسات مثل: المصارف، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، تجار التجزئة، صناديق المعاشات، بنوك الاستثمار، الشركات العقارية، المصدرون والمستوردون وغيرها.

2-1-1- المتحوطون (Hedgers): هم المتعاملون الذين يسعون إلى تخفيض المخاطر التي من الممكن أن يتعرضوا لها نتيجة حدوث تقلبات في الأسعار، التي قد تطرأ على سعر الأصل محل العقد، من خلال إبرام صفقات يتم تنفيذها مستقبلاً. ويمكن للمشتقات أن تتيح لهم العمل في ظروف التأكد التام عن طريق تثبيت الأسعار، ولكنها لا تضمن تحسين الأسعار.

فقد يشتري مستثمر خيار شراء سلعة ما في المستقبل بسعر محدد يدفع عن نفسه خطر ازدياد ثمنها في المستقبل. فتعامل هذه الفئة بمختلف عقود المشتقات المالية هو للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار السلع، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار الأوراق المالية..... إلخ من الأصول الأخرى.

2-1-2- المضاربون (Speculators): هم الأشخاص الذين يحققون أرباحاً من خلال مراكزهم التي يتخذونها، فهم لا يتاجرون في الأسواق الفورية، بل يتعاملون في الأسواق الآجلة حيث يتوقعون تغير الأسعار لصالحهم في المستقبل -بالاعتماد على المعلومات التي يجمعونها ويحلونها- وبالتالي تحقيق أرباح من فروقات الأسعار.

ف نجد أن المضارب يأخذ مركز طويلا (شراء) عند إبرام عقد على أصل ما عندما يتوقع ارتفاع أسعار العقود على ذلك الأصل. ويأخذ مركزا قصيرا (البيع) على أصل ما عندما يتوقع انخفاض أسعار ذلك الأصل مستقبلا.

2-1-3- المراجعون (Arbitrageurs): هم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات المالية عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذ تشتري من السوق منخفض الأسعار وتبيع في سوق آخر مرتفع الأسعار وتحقق ربح عديم المخاطر، ومعظم عمليات بيع وشراء العملات تدخل في هذه التعاملات، وساعد التطور التكنولوجي في إتمام هذه الصفقات بسرعة.

2-2- الفئة الثانية: وهي فئة الوسطاء (Intermediaries) أو المتعاملين (Dealers)، الذين يلعبون احتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات باستخدام هذه الأدوات الجديدة في الأسواق، وذلك في مقابل جني إيرادات في شكل رسوم الصفقات وهوامش عروض البيع والشراء، بالإضافة إلى الاستفادة من مراكزهم المالية الخاصة.

ثانيا- الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية: تتمثل أهم عقود المشتقات المالية فيما يلي:

1- العقود الآجلة (Forwards): يعرف العقد الآجل على أنه هو اتفاق بين طرفين أحدهما البائع والآخر المشتري لشراء أو بيع كمية محددة من الأصل محل التعاقد، ويلتزم فيها البائع بتسليم المشتري الأصل في وقت محدد في المستقبل وبسعر يتفق عليه وقت التعاقد ويسمى بسعر التسليم (Delivery price)، والعقود الآجلة هي عقود شخصية يتفاوض فيها الطرفان على شروطها، كما تتلائم مع ظروفهما الشخصية التي قد لا تتلائم غيرهما، ويتم التعامل بها في الأسواق غير المنظمة فقط.

مثال: قد يكون اتفاقا على أن يبيع البنك الأمريكي (the First National Bank) لشركة روك سوليد للتأمينات (Rock Solid Insurance Company)، بعد عام واحد من اليوم 5 ملايين دولار قيمة اسمية لسندات الخزينة لعام 2025 من 6 s (سندات القسيمة بنسبة 6٪ سعر الكوبون الذي يستحق في عام 2025) بسعر هو نفسه سعر الفائدة على هذه السندات اليوم، على سبيل المثال 6٪، نظرا لأن شركة Rock Solid ستشتري الأوراق المالية في تاريخ لاحق، فقد اتخذت مركزا طويلا (Long Position)، في حين اتخذ البنك الوطني الأول الذي سيبيع الأوراق المالية مركزا قصيرا (Short position).

2- المستقبلات (Futures):

2-1- تعريف العقود المستقبلية: عقد المستقبلات هو اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين، بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يمكن تداولها، التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ (تاريخ التسوية: Settlement Date)، السعر الواجب دفعه للأصل، وعلى خلاف العقود الآجلة، يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية معينة في العقد.

ومن الخصائص التي تميز العقود المستقبلية هي وجود:

أ- الهامش المبدئي (Initial Margin): من الخصائص التي تميز العقود المستقبلية هو وجود هامش مبدئي، وقد تقرر فرضه حتى لا يتعرض أحد طرفي العقد للضرر نتيجة عدم وفاء الطرف الآخر بالتزاماته حيث يدفعه الطرفان لبيت السمسرة التي يتعاملان معها، أما قيمة الهامش المبدئي فهي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد، حيث يمثل نسبة تتراوح بين 5٪-15٪ من قيمة العقد.

ب- غرفة المقاصة (Clearing Houses): قسم البورصة أو كيان قانوني منفصل يقدم مجموعة من الخدمات المتعلقة بالمقاصة وتسوية الصفقات وإدارة المخاطر المرتبطة بالعقود الناتجة. وغالبا ما تكون غرفة المقاصة طرفا مركزيا في جميع الصفقات، أي المشتري لكل بائع والبائع لكل مشتري. فغرفة المقاصة تمارس دور المركز القصير مقابل المستثمر ذو المركز الطويل وعلى العكس من ذلك تأخذ مركز طويل مقابل أصحاب المراكز القصيرة.

ج- التسويات اليومية (Daily Settlements): يتم إيداع مبلغ الهامش المبدئي في حساب العميل لدى غرفة المقاصة (يودعه كل من البائع والمشتري)، فإذا اتجهت الأسعار في صالح العميل فإن فارق السعر يضاف بطريقة آلية إلى حسابه، وإذا اتجهت الأسعار في غير صالحه يخصم الفرق من حسابه، وقد يتلقى العميل ما يسمى (Margin Call) من شركة الوساطة المالية التابعة لها لكي يودع تأمينا إضافيا (Additional Margin)¹ أو هامش الوقاية للحفاظ على رصيد التأمين عند الحدود المطلوبة (Maintenance Margin)، ولذا فإن أحد السمات المميزة للعقد المستقبلي أنه وفقا للمصطلح (Marked to Market) أي خاضع للتسوية اليومية.

بعد التعرف على كل من العقود الآجلة والمستقبلية، فإن الجدول أدناه يلخص الاختلافات الموجودة بين العقدين السابقين.

الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقد	شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض، فهي لا تتداول في الأسواق المنظمة.	نمطية (معيارية) تتداول في السوق المنظمة "البورصة".
ثبات السعر المحدد في العقد	يظل السعر ثابتا خلال فترة العقد، ويتم دفع المبلغ الإجمالي من المشتري إلى البائع في نهاية مدة العقد.	يتم مراقبة الأسعار بصفة يومية، وهذا يعني أن سعر العقد سوف يعدل كل يوم حسب السعر المستقبلي لتغيرات الأصل محل العقد.
تسليم الأصل محل العقد	يتم انتهاء العقد عادة بالتسليم.	لا يتم عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل محل العقد.
تسوية المكاسب والخسائر	لا يتم مراقبة التغيرات السعرية بصورة يومية ولذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة، كما لا	تتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم تعامل، ولذلك فإن العقود المستقبلية يترتب

¹ هامش الوقاية: هو تأمين إضافي، يمثل نسبة مئوية من الهامش الأولي أو المبدئي تتراوح ما بين 75٪-85٪، ويجب الاحتفاظ بها دائما في حساب العميل لدى بيت السمسرة حتى تكفل الهامش المبدئي.

<p>عنها تدفقات نقدية قصيرة، حيث يتطلب الأمر إيداع هامش (مبيع من المال) من قبل كل من البائع والمشتري، وهذا الهامش سوف يعكس التحركات السعرية للأصل محل العقد، فمع كل تغير في السعر يحقق أحد الأطراف مكسبا يضاف للهامش ويجوز سحبه، ويحقق الطرف الآخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب.</p>	<p>توجد متطلبات لهامش مبدئي.</p>	<p>لأطراف العقد</p>
<p>غرفة المقاصة تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي (تعد البائعة لكل مشتري والمشتري لكل بائع)</p>	<p>- نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها؛ - عادة ما تبرم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها؛ - لا يمكن تصفية العقد إلا بموافقة طرفيه.</p>	<p>ضمانات تنفيذ الالتزامات الواردة في العقد</p>
<p>- تنطوي على مخاطر ائتمانية قليلة مقارنة بالعقود الآجلة؛ - أكثر سيولة من العقود الآجلة بسبب إمكانية تصفية العقد عند الرغبة في ذلك.</p>	<p>- مرونة في التفاوض حول شروط العقد؛ - سهولة الاستخدام.</p>	<p>المزايا</p>
<p>- لأن العقود المستقبلية نمطية ومحددة الشروط بواسطة البورصة، فإنه لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد</p>	<p>- تعرض أطراف العقد لمخاطر الائتمان نتيجة عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته؛ - أقل سيولة، حيث لا يمكن لأي طرف الخروج من العقد إلا بوجود من يحل محله.</p>	<p>العيوب</p>

3- الخيارات (Options):

3-1- تعريف عقود الخيارات: الخيارات هي عقود تمنح المشتري الخيار أو الحق في شراء أو بيع الأداة المالية الأساسية بسعر محدد، يسمى سعر الممارسة أو سعر التنفيذ (the exercise price or strike price)، خلال فترة زمنية محددة، يلتزم البائع -يسمى أحيانا محرر الخيار "the writer"- بشراء أو بيع الأداة المالية للمشتري إذا مارس مالك الخيار حق البيع أو الشراء.

إن صاحب الخيار ليس ملزما باتخاذ أي إجراء بل له الحق في ممارسة العقد إذا اختار ذلك، على النقيض من ذلك، ليس لبائع الخيار خيار في هذه المسألة بل يجب عليه شراء الأصل المالي أو بيعه إذا مارس المالك الخيار.

ونظير تمتع المشتري بهذا الحق عليه أن يدفع لمحرر الخيار علاوة أو مكافأة معينة تعد ثمن حق الخيار.
(Option price or Premium)

عقد الاختيار في بورصة الأوراق المالية يتكون من ثلاثة أطراف، بائع الخيار، مشتري الخيار، غرفة المقاصة أو بيت السمسرة التي تقوم بدور الوكيل عن كل من البائع والمشتري عن طريق السماسرة.

3-2- أنواع الخيارات: هناك نوعان من الخيارات هما:

أ- خيار الطلب (الشراء) (Call Option): وهو امتياز يعطي لحامله الحق في شراء سلعة ما أو أداة مالية (the underlying) بسعر محدد (the strike price) خلال فترة محددة (the expiration date) مقابل ثمن محدد (the premium) يدفعه مشتري ذلك الحق إلى بائعه (the writer)، أي أن مشتري هذا الحق له الخيار بين أن يشتري تلك السلعة أو الأداة المالية بالثمن المتفق عليه وبين أن لا يشتريها، وذلك خلال فترة محددة هي غالبا ثلاثة شهور. إن الذين يتجهون إلى شراء خيار الطلب أو الشراء هم أولئك الذين يتوقعون ارتفاع الأسعار.

ب- خيار العرض (الدفع) (Put Option): يقصد بخيار البيع عندما يكون لطرف الحق في أن يبيع إذا ما رغب للمحرر (البائع) خيار بيع أصول بسعر محدد في تاريخ محدد، وذلك مقابل حصول المحرر من البائع على علاوة معينة تحددها شروط العقد، والتي تتراوح عادة بين 1-5٪ من قيمة العقد. ولدى المستثمر البائع دافع للتعاقد لتوقعه انخفاض قيمة الأصل خلال فترة العقد. وبهذا المفهوم يصبح محرر خيار البيع ملزما بأن يشتري من بائع الخيار ووفق الشروط التي يتضمنها ذلك العقد وفي حالة رغبة البائع في تنفيذ العقد.

إن الذين يتجهون إلى شراء خيار البيع هم من يتوقعون انخفاض سعر الأصل محل العقد، أما الطرف الآخر وهو محرر عقد خيار البيع فتوقعاته تكون عكس مشتري الحق، فهو يعتقد أن السعر سينخفض عن السعر المحدد.

3-3- وقت ممارسة الخيارات: هناك ثلاثة معايير زمنية معمول بها في الأسواق المالية لممارسة الخيارات:

أ- الخيار الأمريكي (American Option): عقود يمكن ممارستها في أي وقت قبل انتهاء صلاحيتها. معظم خيارات الأسهم المدرجة، بما في ذلك تلك الموجودة في البورصات الأوروبية هي خيارات على الطراز الأمريكي. فهذا الخيار يعطي الحق لحامله في شراء أو بيع الأوراق المالية مثلا أو غيرها من الأصول بسعر محدد مسبقا، إلا أن تنفيذ العقد يكون في أي وقت خلال الفترة الممتدة من تاريخ إبرام العقد إلى تاريخ انتهاء العقد.

ب- الخيار الأوروبي (European Option): هو ذلك العقد الذي يعطي لمشتري الحق الخيار في شراء أو بيع الأصل موضوع العقد من طرف آخر (محرر الخيار) بسعر متفق عليه مسبقا، على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد والمنصوص عليه في العقد.

يختلف الخيار الأوروبي عن الخيار الأمريكي في وقت تنفيذ العقد، فالخيار الأوروبي يوجب على حامله تنفيذ العقد يوم استحقاق العقد.

ج- خيار برمودا (Bermudan option): ومن خلال هذه الطريقة يتم وضع عدة محطات محددة يمكن فيها تنفيذ الخيار، فهذه الطريقة تجمع بين الطريقتين السابقتين.

إن العقود سالفه الذكر لا تدل مسمياتها كما رأينا على مكان التداول، وإنما تدل على خاصية تاريخ

التنفيذ.

4-3- الاختلافات بين عقود الخيار والعقود المستقبلية: يوضح الجدول الآتي أوجه الاختلاف بين عقود الخيار والعقود المستقبلية.

الفرق بين الخيارات والعقود المستقبلية

العقود المستقبلية	عقود الخيارات
كل من طرفي العقد (البائع والمشتري) يقع عليهما الإلتزام بتففيذ العقد.	مشتري حق الخيار يمتلك الخيار (ليس الإلتزام) في أن يقوم بالتعامل، بينما بائع حق الخيار يقع عليه عبء الإلتزام بإنجاز العقد إذا رغب المشتري في ذلك.
مشتري العقد لا يدفع لبائع العقد علاوة مقابل الدخول في العقد	مشتري العقد يدفع للبائع علاوة أو مكافأة أو ما يطلق عليه سعر الخيار.
مشتري العقد يحقق مكاسب باستمرار كلما زاد سعر العقد، ويحقق خسائر مستمرة كلما انخفض السعر والعكس يحدث لبائع العقد.	أقصى ما يمكن أن يخسره مشتري العقد هو العلاوة، ومع ذلك فإنه يظل محتفظا بكل المكاسب المحتملة فإن المكاسب المحققة سوف تنخفض بمقدار سعر الخيار. أقصى ما يمكن أن يكسبه البائع هو سعر الخيار مقابل مواجهة مخاطر جوهرية غير محدودة.
تستخدم عقود الخيار للحماية ضد المخاطر المنتظمة	تستخدم عقود الخيار للحماية ضد المخاطر غير المنتظمة