

# المحاضرة الثامنة

## عقود المعاملات في أسواق الأوراق المالية

### المشتقات المالية (Financial Derivatives):

#### أولاً- تعريف المشتقات المالية والمتعاملون بها:

**1- تعريف المشتقات المالية:** وردت العديد من التعاريف حول المشتقات المالية نذكر منها ما يلي:

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. فالأدوات المشتقة هي عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية، وتتحدد قيمتها بقيمة واحد أو أكثر من الأصول أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.

تتضمن سوق المشتقات التجارة في عقود المشتقات المالية، 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")، وتعتظيم 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 Hedgers) وتكوين المراكز المالية (Short and Long Positions) والمضاربة (Speculation)، وتشمل هذه الفئة مجموعة واسعة من المؤسسات مثل: المصارف، بيوت الأوراق المالية، 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

## المحاضرة الثامنة

إبرام صفقات يتم تنفيذها مستقبلا. 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 أرباحا من خلال مراكزهم التي يتخذونها، فهم لا يتاجرون في الأسواق الفورية، بل يتعاملون في الأسواق الآجلة حيث يتوقعون تغير الأسعار لصالحهم في المستقبل –بالإعتماد على المعلومات التي يجمعونها ويحللونها- 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):

**1-1- تعريف العقود الآجلة:** العقود الآجلة هي اتفاقيات بين طرفين للانخراط في معاملة مالية في نقطة زمنية مستقبلية.

## المحاضرة الثامنة

كما يعرف العقد الأجل 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 تلائم غيرهما، ويتم التعامل بها في الأسواق غير المنظمة فقط.

### 1-2- العقود الآجلة لسعر الفائدة (Interest-Rate Forward Contracts): تتضمن العقود الآجلة

لسعر فائدة البيع أو الشراء المستقبلي لأداة الدين أبعاد عديدة:

- تحديد أداة الدين الفعلية التي سيتم تسليمها في المستقبل؛
- قيمة أداة الدين المراد تسليمها؛
- السعر (سعر الفائدة) على أداة الدين عند تسليمه؛
- تاريخ التسليم؛

مثال على العقد الأجل لسعر الفائدة: 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 2037 من 6 s (سندات القسيمة بنسبة 6٪ سعر الكوبون الذي يستحق في عام 2037) 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<sup>1</sup> (Long Position)، في حين اتخذ البنك الوطني الأول الذي سيبيع الأوراق المالية مركزا قصيرا<sup>2</sup> (Short position).

### 1-3- العقود الآجلة لسعر الصرف (Exchange Rate Forward Contracts): هي إتفاق بين طرفين على

شراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية، وذلك في تاريخ أجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد ويثبت حتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف للعمليات الأجنبية.

<sup>1</sup> مركز طويل: مركز يظهر عملية شراء أو عدد عمليات شراء أكبر من المبيعات تحسباً لارتفاع الأسعار . ويمكن إغلاق المركز الطويل من خلال البيع بمبلغ معادل.

<sup>2</sup> مركز قصير: هو التزام تجاري لتسليم موجود معين عند تاريخ استحقاق العقد.

## المحاضرة الثامنة

### 2- المستقبليات (Futurs):

**1-2- تعريف العقود المستقبلية:** عقد المستقبليات 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 تأميناً إضافياً (Additional Margin)<sup>3</sup> 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.

<sup>3</sup> 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.

## المحاضرة الثامنة

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

### الفرق بين العقود الآجلة و العقود 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 لأطراف العقد      | لا يتم مراقبة التغيرات السعرية بصورة يومية ولذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة، كما لا توجد متطلبات لهامش مبدئي.                                                            | تتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم تعامل، ولذلك فإن العقود المستقبلية يترتب عنها تدفقات نقدية قصيرة، حيث يتطلب الأمر إيداع هامش (مبلغ 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. |
| ضمانات تنفيذ الالتزامات الواردة في العقد | - نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها؛<br>- عادة ما تبرم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها؛<br>- لا يمكن تصفية العقد إلا بموافقة طرفيه. | غرفة المقاصة تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي (تعد البائعة لكل مشتري والمشتري لكل بائع)                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| المزايا                                  | - مرونة في التفاوض حول شروط العقد؛                                                                                                                                       | - تنطوي على مخاطر ائتمانية قليلة                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |

## المحاضرة الثامنة

|                                                                                                                  |                                                                                                                                                                            |               |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| <p>مقارنة بالعقود الآجلة؛</p> <p>- أكثر سيولة من العقود الآجلة بسبب إمكانية تصفية العقد عند الرغبة في ذلك.</p>   | <p>- سهولة الاستخدام.</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؛</p> <p>- أقل سيولة، حيث لا يمكن لأي طرف الخروج من العقد إلا بوجود من يحل محله.</p> | <p>العيوب</p> |