

استخدام العقود المستقبلية في التحوط

دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية

رسالة مقدمة

الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد في جامعة كربلاء
وهي جزء من متطلبات نيل درجة ماجستير في ادارة الاعمال

تقدم بها الطالب

ميثاق هاتف عبد السادة الفتلاوي

باشراف
الاستاذ الدكتور

حاکم محسن محمد

الإشراف

اشهد بان اعداد هذه الرسالة الموسومة (استخدام العقود المستقبلية في التحوط - دراسة تطبيقية في سوق بغداد للاوراق المالية-) والتي تقدم بها الطالب **ميثاق هاتف عبد السادة** قد جرت تحت اشرافي في كلية الادارة والاقتصاد - **جامعة كربلاء** - وهي جزء من متطلبات نيل درجة ماجستير في ادارة اعمال .

المشرف

الاستاذ الدكتور

حاکم محسن محمد

2004 / /

بسم الله الرحمن الرحيم

بناء على التوصيات المتوافرة ، ارشح هذه الرسالة للمناقشة

الاستاذ الدكتور

حاکم محسن محمد

رئيس قسم ادارة الاعمال

كلية الادارة والاقتصاد - جامعة كربلاء -

2004 / /

الجامعة العراقية
كلية التربية - بغداد
الدراسات والبحوث

اشهد بان رسالة الماجستير في ادارة الاعمال الموسومة (استخدام العقود
المستقبلية في التحوط - دراسة تطبيقية في سوق بغداد للاوراق المالية-)والتي
تقدم بها الطالب **ميثاق هاتف عبد السادة** قد جرت مراجعتها من الناحية اللغوية
وغدت جاهزة للمناقشة ومن اجله وقعت .

الاستاذ المساعد الدكتور

محمد عبد الحسين الخطيب
~~محمد عبد الحسين الخطيب~~

قسم اللغة العربية

كلية التربية - جامعة كربلاء -

2004 / /

استخدام العقود المستقبلية في التحوط

تعد العقود المستقبلية من اهم النتاجات الفكرية المعاصرة في مجال الادارة المالية والتي بان وضوح تطورها في العقدين الاخيرين من القرن العشرين اذ ان اول الاهداف المتوخاة من استخدام العقود المستقبلية هي التحوط ضد مخاطرة الاسعار . اذ كانت مشكلة الدراسة هي تعرض الشركات عينة الدراسة المدرجة في سوق بغداد للوراق المالية الى مخاطرة تقلبات الاسعار غير المتوقعة والتي تحمل في طياتها خسائر او ارباح محتملة وعليه قامت هذه الدراسة على جملة من الاهداف والتي تسعى الى اختبار امكانية استخدام ستراتيجية التحوط القصير في تخفيض مخاطرة الاسعار التي تتعرض لها الشركات عينة الدراسة ، ومعرفة مدى افادة المستثمر من التحوط باستخدام العقود المستقبلية من حيث الارباح المتحققة او تخفيض الخسارة التي يتعرض لها المستثمر ، وتحليل العلاقة بين الاسعار المستقبلية والحاضرة وقت تنفيذ العقد ووقت ابرام العقد ، وحساب الارباح والخسائر من الاساس للمركز المحوط في السوق .

ولتحقيق هذه الاهداف قامت الدراسة على جملة من الفرضيات هي :

- 1- وجود ارتباط موجب وقوي بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية .
- 2- ان التغيرات الحاصلة في السعر المستقبلي تعتمد على ما يفسره السعر الحاضر .
- 3- يؤدي استخدام العقود المستقبلية لتحويط الاسهم الى تخفيض الخسارة المتحققة للمركز النقدي في المستقبل .
- 4- يؤدي استخدام نسبة التحوط المخفضة للمخاطرة (Beta) في حساب عدد العقود اللازمة للتحوط الى تخفيض الخسارة بنسبة اكبر من استخدام نسبة التحوط البسيطة (1:1) .

وبهدف اختبار هذه الفرضيات فقد استخدمت جملة من الاساليب المالية والاحصائية في تحليل اسعار اسهم ثمان شركات مدرجة في سوق بغداد للاوراق المالية للمدة من عام 2000-2001 وبمجموع 192 مشاهدة شهرية لعينة الدراسة بالاعتماد على النشرات الشهرية لسوق بغداد للاوراق المالية وتوصلت الدراسة الى عدد من الاستنتاجات اهمها : تلائم استراتيجية التحوط القصير الشركات عينة الدراسة حيث ادت الى تخفيض الخسارة الناتجة عن تقلب الاسعار .

كما توصلت الدراسة الى عدد من التوصيات اهمها : اعتماد الشركات عينة الدراسة على استخدام العقود المستقبلية في تخفيض المخاطرة التي تتعرض لها نتيجة عدم معرفة المستويات التي تكون عليها الاسعار في المستقبل .

شكر وتقدير

الحمد لله الذي بدأ الخلق ثم يعيده كما بدأه أول مرة ،والصلاة والسلام على خير الخلق الحبيب الامجد ابي القاسم محمد وعلى آله النجباء الطاهرين ومن تبعهم بإحسان الى يوم الدين .

يتطلب واجب شكر العرفان من الباحث وهو ينهي اعداد هذه الرسالة بالتوجه لشكر من يقف عند حضرته الاحترام المشرف الاستاذ الدكتور حاكم محسن محمد الذي لم يؤل جهدا في اتمام هذه الرسالة على الوجه المقبول فكان خير عون لي جزاه الله خير جزاء المحسنين .

كما يتقدم الباحث بخالص الشكر والتقدير لاعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم قبول مناقشة هذه الرسالة .

ويوجه الباحث شكره لكل من ساهم في اتمام هذه الرسالة سواء بكلمة طيبة او منفعة علمية ومنهم زملاء الدراسة في الماجستير، محمود، عبد الحسين، عبد الفتاح، بلال ،علي كاظم ،عبد السلام، عادل، علي، حسن، سحر، حسين حريجة، كما اشكر الاصدقاء ، احمد صبيح ، وحسين نجم ، وسيد قاسم ،وعادل مجيد ، وعلاء ، وباسم ،ونصير، وعلي ، والعزيز الاعز الحاج نوري ، وسيد واثق ، وسيد ابراهيم .

ويتوجه الباحث بعميق امتنانه الى قسم ادارة الاعمال، والاقتصاد، والعلوم المالية والمصرفية، وقسم الدراسات العليا وبالاخص الدكتور احمد الحسيني والاخوات في القسم والمكتبة ، كما يشكر الباحث الاخوة الاعزاء لما تحملوه من مصاعب في سبيل ايجاد الفراغ المناسب للباحث لاتمام البحث وهم ، ماجد ، وعبد الحسين ، وعبد علي ، وعبد الحسن ، وحيدر .

وابتداءً واخيرا يتوجه الباحث بالدعاء لموجد الكون سبحانه وتعالى ان يجعل هذا العمل خالصا لوجهه ونورا على الصراط المستقيم .

رقم الصفحة	الموضوع
أ- ب	المستخلص
ج	الاهداء
د	شكر وتقدير
هـ	قائمة المحتويات
و- ز	قائمة الجداول
ح	قائمة الاشكال
2-1	المقدمة
91-3	الفصل الاول :- الخلفية النظرية للبحث
14-4	المبحث الأول :- المشتقات : المفهوم - الاهمية- المحاذير - الارشادات- التطور
68-15	المبحث الثاني :- مفهوم العقود المستقبلية وطبيعتها
80-69	المبحث الثالث:-التحوط:المفهوم- الاستراتيجية- النسبة- الفاعلية-الربح والخسارة
91-81	المبحث الرابع :- الاسعار الحاضرة والمستقبلية ونماذج التسعير
105-92	الفصل الثاني :- الدراسات السابقة ومنهجية البحث
99-92	المبحث الاول :- الدراسات السابقة
105-100	المبحث الثاني :- منهجية البحث
156-106	الفصل الثالث:- التحليل التطبيقي للبحث
130-107	المبحث الاول :- تحليل سلوك الاسعار للشركات
156-131	المبحث الثاني :- تحليل نتائج التحوط بالعقود المستقبلية
161-157	الفصل الرابع :- الاستنتاجات والتوصيات
159-158	المبحث الاول :- الاستنتاجات
161-160	المبحث الثاني :- التوصيات
171-162	قائمة المراجع والمصادر

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	العنوان	رقم الجدول
24	بعض الادوات الاساسية للمستقبلات المالية	1
28	العملات الرئيسية التي تنفذ عليها اغلب العقود	2
57	الهامش الاولي والتسوية بحسب السوق	3
79	انواع التحوط وقوة الاساس وضعفه	4
111	جدول تحليل التباين لاختبار العلاقة ما بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها - الشركة الكيماوية	5
113	سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبأ بها - الشركة الكيماوية	6
114	جدول تحليل التباين لاختبار العلاقة ما بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها - الشركة الخفيفة	7
116	سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبأ بها - الشركة الخفيفة	8
117	جدول تحليل التباين لاختبار العلاقة ما بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها - شركة الهلال	9
118	سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبأ بها - شركة الهلال	10
119	جدول تحليل التباين لاختبار العلاقة ما بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها - شركة المياه الغازية	11
120	سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبأ بها - - شركة المياه الغازية	12
121	جدول تحليل التباين لاختبار العلاقة ما بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها - شركة كربلاء	13
122	سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبأ بها - شركة كربلاء	14
123	جدول تحليل التباين لاختبار العلاقة ما بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها - شركة ميسان	15
124	سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبأ بها - شركة مسيان	16
125	جدول تحليل التباين لاختبار العلاقة ما بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها - الشركة الغازية الشمالية	17
126	سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبأ بها - الشركة الغازية الشمالية	18
127	جدول تحليل التباين لاختبار العلاقة ما بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها - شركة نينوى الغذائية	19
128	سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبأ بها - شركة نينوى الغذائية	20
129	ملخص المؤشرات الاحصائية للشركات موضوع الدراسة	21
130	ملخص قبول فرضيات الدراسة او رفضها - المبحث الاول	22
133	نتائج الربح والخسارة من المركز النقدي والمركز المستقبلي - الكيماوية	23

133	نتائج الأرباح والخسائر من الأساس - الكيماوية	24
134	نتائج مقارنة استخدام نسبة التحويط البسيطة مقابل النسبة المخفضة للمخاطرة - الكيماوية	25
136	نتائج الربح والخسارة من المركز النقدي والمركز المستقبلي - الخفيفة	26
136	نتائج الأرباح والخسائر من الأساس - الخفيفة	27
137	نتائج مقارنة استخدام نسبة التحويط البسيطة مقابل النسبة المخفضة للمخاطرة - الخفيفة	28
139	نتائج الربح والخسارة من المركز النقدي والمركز المستقبلي - الهلال	29
139	نتائج الأرباح والخسائر من الأساس - الهلال	30
140	نتائج مقارنة استخدام نسبة التحويط البسيطة مقابل النسبة المخفضة للمخاطرة - الهلال	31
142	نتائج الربح والخسارة من المركز النقدي والمركز المستقبلي - المياه الغازية	32
142	نتائج الأرباح والخسائر من الأساس - المياه الغازية	33
143	نتائج مقارنة استخدام نسبة التحويط البسيطة مقابل النسبة المخفضة للمخاطرة - المياه الغازية	34
145	نتائج الربح والخسارة من المركز النقدي والمركز المستقبلي - كربلاء	35
145	نتائج الأرباح والخسائر من الأساس - كربلاء	36
146	نتائج مقارنة استخدام نسبة التحويط البسيطة مقابل النسبة المخفضة للمخاطرة - كربلاء	37
148	نتائج الربح والخسارة من المركز النقدي والمركز المستقبلي - ميسان	38
148	نتائج الأرباح والخسائر من الأساس - ميسان	39
149	نتائج مقارنة استخدام نسبة التحويط البسيطة مقابل النسبة المخفضة للمخاطرة - ميسان	40
151	نتائج الربح والخسارة من المركز النقدي والمركز المستقبلي - الشمالية	41
151	نتائج الأرباح والخسائر من الأساس - الشمالية	42
152	نتائج مقارنة استخدام نسبة التحويط البسيطة مقابل النسبة المخفضة للمخاطرة - الشمالية	43
154	نتائج الربح والخسارة من المركز النقدي والمركز المستقبلي - نينوى	44
156	نتائج الأرباح والخسائر من الأساس - نينوى	45
157	نتائج مقارنة استخدام نسبة التحويط البسيطة مقابل النسبة المخفضة للمخاطرة - نينوى	46

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	العنوان	رقم الشكل
21	تغير حجم المتاجرة بالعقود المستقبلية للسلع والادوات المالية	1
24-23	شكل العائد عند ارتفاع اسعار الفائدة والاوراق المالية وانخفاضها	2
42	التبادل من دون وجود بيت التسوية	3
42	التبادل بوجود بيت التسوية	4
47	غرفة التعامل	5
50	العائد من مركز المتحوط قياساً بالمركز غير المحوط	6
51	عملية المتاجرة بالمستقبليات في السوق المنظمة	7
54	خريطة توضح سلسلة التدفقات على عقد معين	8
60	حساب الملكية ومتطلبات الهامش	9
62	اجراءات الصفقة المعاكسة في حالة عدم وجود دار التسوية	10
62	اجراءات الصفقة المعاكسة في حالة وجود دار التسوية	11
68	نشرة الاسعار المستقبلية	12
73	الربح والخسارة للمتحوط الطويل والمتحوط القصير	13
80	اختلاف السعر المستقبلي والنقدي للاساس	14
86	السعر المستقبلي نهاية الوقت بافتراض ثبات السعر الفوري	15

المقدمة

يحتل موضوع العقود المستقبلية حيزاً استثمارياً مهماً على صعيد الاسواق العالمية ويحظى باهتمام المتخصصين بالعلوم المالية تحديداً ، وتتبع اهمية هذا الموضوع كونه يعد اداة تستخدم في اكثر من غرض فمن جانب يمكن استخدامها لغرض التحوط من تقلبات الاسعار ومن جانب اخر يمكن استخدامها لجني العوائد من خلال المضاربة والمراجحة .

وقد ترسخت اهمية استخدام العقود المستقبلية بوصفها جانبا استثماريا فعالاً في العقدين الاخيرين من القرن العشرين اذ حظيت بقبول واسع واصبحت من اهم المجالات الاستثمارية لجميع انواع السلع والمعادن والاوراق المالية والتي يمكن تطبيق العقود المستقبلية عليها .

وانطلاقاً من اهمية موضوع العقود المستقبلية وما توفره من حماية للمستثمر في الاوراق المالية من تغيرات الاسعار جاءت هذه الدراسة لتبين بالبحث والتحليل اثر استخدام العقود المستقبلية في تحويط اسهم الشركات عينة الدراسة والمدرجة في سوق بغداد للاوراق المالية من التقلبات غير المتوقعة في اسعار الاسهم وما يحمل هذا التقلب في طياته خسائر مالية كبيرة باستخدام استراتيجية التحويط القصير . وقد قامت الدراسة على جملة من الاهداف التي تسعى الدراسة الى تحقيقها من خلال عدد من الفرضيات .

ولتحقيق اهداف الدراسة قسمت على اربع فصول ، يتناول الاول منها الاطار النظري والذي يبدأ بتعريف اهمية المشتقات ، واسواق العقود المستقبلية ، والعقود المستقبلية واساسيات التعامل بها بينما تطرق الفصل الثاني الى الدراسات السابقة ومنهجية البحث .

فيما اختص الفصل الثالث بالجانب التطبيقي للبحث الذي يوضح امكانية استخدام استراتيجية التحوط القصير في تحويط اسهم ثمان شركات مدرجة في سوق بغداد لاوراق المالية وبمعدل 24 مشاهدة شهرية لكل شركة وهو ما يشكل مجموعه 192 مشاهدة شهرية وقد استخدم في التحليل عدد من النماذج المالية ، و الاساليب الاحصائية ، وتكفل الرابع بأهم الاستنتاجات والتوصيات .

الفصل الأول

النافذة النظرية البحث

البحث الأول : المشتقات : المفهوم - الأهمية - المنهجية -

الإرشادات - التطور .

البحث الثاني : مفهوم العقود المستقبلية ومبادئها

البحث الثالث : النطاق : المفهوم - الاستراتيجية - النسبة -

الفاعلية - الربح والخسارة .

البحث الرابع : الأسعار الحاضرة والمستقبلية ونماذج التسعير

المشتقات : المفهوم – الأهمية – الحاذير – الإرشادات - التطور

أولاً:- المفهوم (Concept of Derivative)

قبل التطرق الى مفهوم العقود المستقبلية فانه ينبغي أولاً معرفة مفهوم – المشتقات – فالمشتقات تمثل إحدى التطورات الرئيسية في الأسواق المالية التي ظهرت في القرن الماضي اذ نشأت وتطورت بشكل ملحوظ في الربع الأخير منه وقد سميت – بأسواق المشتقات المالية- .

وتعرف بأنها تعهد تسليم منتجات حقيقية أو أساسية (Underlying) أو إعطاء الحق في شرائها أو بيعها في المستقبل . (Howells & Bain :2000:p.289) وبالتالي فهي أدوات تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر وتتضمن أنواع منها المستقبليات , الخيارات ، العقود الآجلة والمبادلات

(Hempel & Simonson :1999 :p.535)

وسميت بالمشتقات لان قيمتها تشتق من قيمة الموجودات الأساسية (Revsine,et.al :1999 :p.518)

أي أن قيمة الموجود أو سعره تعتمد على – أو تشتق من – موجود آخر . (Mayo:2001:p.343)

وتعرف هذه الموجودات بالموجودات الأساسية والتي قد تتضمن فقرات مثل أسهم الشركات , الأوراق المالية ذات الدخل الثابت , العملات , أدوات السوق النقدية , ومؤشرات الأسهم والسندات . (Hempel & Simonson :1999 :p.535)

وتعرف المشتقات بأنها عقود مالية (Financial Contracts) تتعلق بفقرات خارج الميزانية (Off-balance sheet items) وتتحدد قيمتها بقيم واحد أو

أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.

(هندي :1996 : 15)

وتعتمد المشتقات المالية كثيراً على أدوات مالية أخرى تعد أساسية في السوق

النقدية كالسندات (Bonds) أو الأسهم (Shares) . (Kolb :1996 : p.1)

وقد يكون الاستثمار بالمشتقات مصحوباً بخسارة كبيرة وان الهدف الأساسي لمعرفة المشتقات هو لغرض إيجاد طرق وسبل مناسبة تساعد المستثمر في استراتيجيات مواجهة المخاطرة . (Mayo : 2001: p. 353)

ومن جهة أخرى يمكن استعمال المشتقات بهدف الحصول على ميزة أفضل لاكتساب فرص مربحة متنوعة أو لتحويط المحفظة الاستثمارية ضد المخاطر المختلفة . (Ritter , et.al :2000 :p. 151)

وفي الوقت الراهن تعد الولايات المتحدة هي الأكثر تداولاً واستخداماً للإيداعات المقدمة في مشتقات الأوراق المالية كالمستقبلات المالية , الخيارات والمبادلات وهي الآن – الولايات المتحدة – يمكنها شراء مشتقات الأوراق المالية بالاعتماد على الأسهم أو السندات ومؤشرات الأسهم علاوة على ذلك أصبحت المبادلات يمكن استخدامها في إعادة هيكلة التدفقات النقدية للمطلوبات والموجودات المالية ولا تعني المشتقات إلزام إرجاع (Obligations backed) الإصدار الأولي من الأوراق المالية الأساسية ولكن مشتقات الأوراق المالية (Securities) هي عبارة عن عقد بين طرفين على الإصدار الجديد من الأوراق المالية الأساسية .

(Johnson :2000:p.138)

وقد شهدت أسواق المشتقات نمواً متسارعاً خلال الثمانينات من القرن العشرين فعلى سبيل المثال في عام 1980 كان حجم المتاجرة السنوية لعقود المستقبلات الخاصة بأسعار الفائدة (12) مليون عقد وفي عام 1993 كانت (318) مليون عقد مع (79) مليون عقد في الولايات المتحدة لمستقبلات سندات الخزينة بمفردها وكذلك مبادلات العملات شهدت نمواً خلال الثمانينات من (1-2) مليار عقد ولم تكن الخيارات بعيدة عن التطورات الحاصلة إذ كانت المتاجرة بخيارات العملات الأجنبية في الأسواق غير المنظمة – الموازية- من خلال التعامل بها على الطاولة

(Over the counter) يقدر بـ (22) مليار عقد والتي كانت تشكل ما نسبته (80%) من التعاملات على الطاولة في عام 1989 وخلال السنة نفسها كان هناك (40) مليون عقد تام لخيارات أسعار الفائدة والتي يتاجر بها في البورصات المنظمة

(Walmsley :1996: p. 163)

وتعطي بعض العقود الحق لمالك العقد في الخيار ببيع أو شراء الموجودات المالية التي تشتق قيمتها من سعر الموجودات المالية الأخرى وبذلك يتوجب على المستثمرين أن يتخذوا قرارات استثمارية أكثر كفاءة لتحديد الأهداف المالية الرئيسية وما هي الوسائل الأكثر ملائمة لزيادة التمويل من خلال الاختيار الأفضل لأدوات المشتقات المالية التي يمكن أن تستعمل للمضاربة أو لاهداف استثمارية أخرى .

(Fabozzi & Modigliani :1996:p.15)

ولغرض إكمال الاستيضاح عن أدوات المشتقات فيما يأتي جملة من التعاريف المختصرة :

1- الخيارات : (Options)

الخيار هو الحق بشراء أو بيع أدوات مالية أو سلعة (Commodity) بكمية معينة وسعر محدد - سعر التنفيذ (Strike price) - وخلال مدة زمنية معينة ولكن لا يلتزم المستثمر لعمل ذلك . (Howells & Bain :2000:p.297) ومن الخيارات خيار أوربي وآخر أمريكي وأن الفرق بينهما هو أن الأول لا ينفذ إلا في تاريخ محدد أما الخيار الأمريكي فيمكن أن ينفذ في أي لحظة منذ شرائه حتى تاريخ التنفيذ المحدد . (هندي :1994: 185) والخيارات نوعان :-

أولاً : خيار الشراء (Call option) الذي يعطي الحق لمالكة بشراء أي من الموجودات المالية .

ثانياً: خيار البيع (Put option) الذي يعطي الحق لمالكة في بيع الموجودات المالية لمحرر الخيارات بسعر محدد في المستقبل .

(Binhammer & Sephton :1998:p.102)

2- المبادلات : (Swaps)

هو اتفاق بين طرفين لمبادلة موجودات أو سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة محددة من الوقت سبق تحديدها. (Johnson:2000:p. 149)

3- العقود الأجلة : (Forward contracts)

يعرفها kolb بأنها عقد يُنظم في وقت معين ويتم تنفيذه في وقت لاحق وحسب شروط متفق عليها في العقد ويكون على شكل موجود معين بموجود آخر وبسعر محدد عند التعاقد وبوقت تسليم متفق عليه في المستقبل. (Kolb :1997 :p.1-2)

4- العقود المستقبلية : (Future contracts)

وهي العقود التي تلزم صاحبها بشراء أصل من البائع بسعر متفق عليه في تاريخ لاحق محدد في المستقبل وعادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتم التعامل من خلاله وذلك أما بشكل نقدي أو على شكل أوراق مالية تجنباً للمشاكل التي قد تحدث نتيجة لعدم قدرة أي طرف منهما على الوفاء بالتزامه. (جودة : 2000 : 249)

ويتم التداول بهذه الأدوات المشتقة أما في البورصات المنظمة (Organized Exchanges) أو في الأسواق الموازية المتعامل بها على الطاولة (Over the counter) فبالنسبة للعقود المالية التي يتم التداول بها في البورصات المنظمة فإن شروطها تكون نمطية (Standerized) بالنسبة لأجلها وحجمها وشروط التسليم .

أما بالنسبة للعقود المالية المتاجر بها في الأسواق الموازية فإن شروطها تكون مصممة طبقاً لاحتياجات المستثمرين (Custom Tailored) وغالباً تحدد هذه العقود السلع أو الأدوات المالية وأجلها والتي لا تتوفر في أي سوق أخرى .

وتستخدم المشتقات من لدن المؤسسات المالية والمصرفية الأخرى كوسيلة لإدارة المخاطرة (Risk-Management Tool) وأيضا كوسيلة لجني الإيرادات (Source of Revenue) من جراء الاتجار والتداول بالعقود المالية .

فبالنسبة لناحية كونها وسيلة لأدارة المخاطرة فان المشتقات تتيح للمصارف والمؤسسات الأخرى فرصة تحديد مخاطر السوق ذات الصلة بالعقود المالية وكذلك عزل هذه المخاطرة بشكل منفرد ومن ثم إدارة كل مخاطرة على حدة وإذا ما تم استخدام أدوات المشتقات بفتنة (Prudently) فان ذلك يتيح لأدارة المؤسسات المالية وسائل فعالة وكفوءة لتخفيض درجة المخاطرة عموما وذلك من خلال التحوط (Hedging) أي تخفيض مخاطر المراكز المالية (Financial Positions) للمحافظ الاستثمارية والمضاربة (Speculating) أي الدخول في مركز مالي معين من أجل المساهمة في فرصة استثمارية مربحة تتعلق بتحركات مؤاتية للأسعار وأخيرا من خلال المراجعة (Arbitrage) التي تتيح للمؤسسة المالية جني الأرباح من دون مخاطر تبعا لحالة خلل معين في تسعير أدوات مماثلة تستغله المؤسسة بحيث تقوم بأجراء عملية بيع و شراء لهذه الأدوات في الوقت نفسه وفي أسواق مختلفة .

أما من حيث كونها – الأدوات- مصدرا للإيراد فان المشتقات يمكن استخدامها لتخفيض تكاليف التمويل (Financing costs) ولزيادة عوائد بعض الموجودات أو الأدوات .

لقد أصبحت الأدوات المشتقة مصدرا مباشرا ومنتظما لإيرادات العديد من المؤسسات المصرفية والمالية وذلك من خلال قيام هذه المؤسسات بنشاطات عدة في مجال صناعة الأسواق (markets making) أي الدخول في صفقات مع العملاء وغيرهم من المتعاملين في أسواق المشتقات مع الاحتفاظ دوما بمراكز متوازنة للمحافظ المالية للإفادة من إيرادات الرسوم الناجمة عن عروض مؤاتية للأسعار وكذلك في مجال تكوين المراكز المالية (Financial Position Making) بالاستناد إلى توقعات خاصة بتحركات الأسعار وأخيرا في مجال مبادلة المخاطرة عن طريق المراجعة (Arbitrage) تبعا لمحاولة الإفادة ماليا من فروقات الأسعار لأدوات مماثلة في أسواق مختلفة. ويمكن تصنيف المشاركين في أسواق المشتقات إلى فئتين :

الفئة الأولى هم المستخدمون النهائيون (End users) الذين يدخلون هذه الأسواق لتحقيق أهداف تتصل بالتحوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة وتشمل هذه الفئة مجموعة واسعة من المؤسسات مثل المصارف وبيوت الأوراق المالية وشركات التأمين وشركات الاستثمار (Investment Companies) وصناديق الاستثمار والتقاعد وغيرهم .

ثم هناك فئة الوسطاء والمتعاقدين الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات من خلال صناعة الأسواق لهذه الأدوات الجديدة وذلك مقابل جني إيرادات في شكل رسوم الصفقات وهوامش فروقات البيع والشراء (Bid-offer spreads) وتضم هذه الفئة شركات الاستثمار والمصارف الفاعلة في الأسواق العالمية . (الهندي :1996: 15-16)

وتستخدم المشتقات من لدن المؤسسات المالية لأغراض منها:-

- 1- لتعديل خصائص التسعير أو الاستحقاق لموجودات ومطلوبات محددة .
- 2- لتسعير المنتجات النقدية .
- 3- للمتاجرة لأغراض الربح .

(Hempel & Simonson :1999:p.535)

ثانيا- الاهمية :

وتظهر اهمية المشتقات من خلال فوائد عدة منها:-

- 1- ابتداع طرق جديدة لفهم وقياس وأدارة المخاطرة المالية والتي يمكن من خلالها عزل أو إدارة المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الأدوات المالية التقليدية بحيث يمكن أدارة كل مخاطرة بها بشكل مستقل وبكفاءة أعلى .
- 2- دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنوعا الأمر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات .

3- تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنويع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة من عوائد استثمارية ورسوم وعمولات وخدمات وغيرها وذلك من خلال قيام المصارف بعمليات التحوط والمضاربة وصناعة الأسواق وتكوين المراكز المالية .

4- قيام مدير المالية في الشركة بمبادلة التدفق المتمثل بمدفوعات الفائدة على التزامات ذات أسعار فائدة ثابتة بأداة ذات أسعار فائدة متغيرة والغرض من هذه العملية هو أما تقليل نسبة الالتزامات ذات الفائدة الثابتة وزيادة الالتزامات ذات الفائدة المتغيرة في الهيكل المالي للشركة أو لتقليل عبء مدفوعات الفائدة الثابتة إذا ما انخفضت أسعارها .

5- شراء المستثمرين ممن يرغبون في اقتناء حقوق ملكية معينة لخيارات أو لصكوك شراء الأسهم لكي تتاح لهم فرصة مستقبلية لشراء الأسهم بسعر لا يساوي سوى جزء من سعرها السائد مستقبلاً – وذلك بعد تحسين أوضاع الشركة انذاك- ولكن هناك مخاطرة فقدان قيمة الخيارات أو الصكوك ككل إذا ما انخفضت أسعار الأسهم في السوق مستقبلاً إلى مستويات متدنية تقل عن مستوى سعر الشراء المحدد في الخيار أو الصك.

6- تقليل التكاليف لكل من المصدريين (Issuers) والمستثمرين في الأدوات المشتقة مع رفع عوائد الاستثمار وتنوعها إلى جانب توسيع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار المتاحة لهم وتقليل مخاطر الخسارة .

ج- مبادئ الاستثمار في المشتقات :

أن استخدام المشتقات من لدن المصارف والمؤسسات المالية الأخرى وغيرهم من المتعاملين في أسواق العقود المالية المتنوعة يمكن أن يترتب عليه خسائر مالية باهظة قد تعرقل مسيرة عمل هذه المؤسسات جزئياً أو كلياً وقد تحملت شركة (Procter & Gamble) إحدى أكبر الشركات الأمريكية العالمية المصنعة للسلع الاستهلاكية خسارة نحو (102) مليون دولار خلال شهر نيسان من عام 1994 وذلك بسبب الدخول في عملية مراهنة كبرى على تحركات أسعار الفائدة ومנית شركة أمريكية أخرى هي (Airproducts & Chemicals) بخسائر

خلال شهر أيار عام 1994 بلغت قيمتها نحو (60) مليون دولار من جراء خوض غمار التجربة نفسها للشركة السابقة .

وبلغت الخسائر المالية الكبرى التي لحقت بشركة (kashima oil) اليابانية مقدار مليار ونصف المليار دولار من جراء الاتجار والتداول بعقود أسعار الصرف , كما تجاوزت خسائر شركة (Metallgesellschaft) اليابانية المتخصصة في إنتاج أنواع السلع سقف (1,4) مليار دولار في أدوات النفط . وبلغ حجم الخسائر المتراكمة في محفظة إحدى الشركات الأمريكية المتخصصة في الأوراق المالية وهي (Paine Webber) نحو (2,8) مليون دولار بين شهري حزيران وبداية أيلول عام 1994 وذلك من جراء دعم أحد صناديقها الاستثمارية المتخصصة في تجارة المشتقات .

وتجاوزت خسائر أحد بنوك الاستثمار الأمريكية وهو (Kidder Peabody) من جراء قيامه بعملية شراء وبيع للمشتقات في أحد الصناديق الاستثمارية النقدية نحو (4) ملايين دولار خلال شهر آب عام 1994 .

وبلغت قيمة الخسائر التي لحقت بإحدى أعرق المؤسسات المصرفية العالمية وهو بنك (Bearings) من جراء تعامله في أسواق المشتقات نحو مليار ونصف المليار دولار وأذا كانت المؤسسات الست السابقة قد تحملت عبء هذه الخسائر واستطاعت الخروج بسلام من أزماتها فان بنك (Bearings) قد أدت به كارثته إلى الانهيار الكامل .

أن المعطيات والمعلومات المتوفرة حول خسائر تجارة المشتقات بالنسبة للمؤسسات المذكورة أعلاه تفيد أن هذه الخسائر هي ناجمة بصفة رئيسة عن اخفاق تلك المؤسسات في تفهم هذه الأدوات الجديدة وتبني إستراتيجيات مناسبة لأدارة مخاطرتها وليس عن شئ كامن في المشتقات بحد ذاتها .

كذلك نجم بعض هذه الخسائر عن منح صلاحيات واسعة لفرد معين أو بعض الأفراد في تلك المؤسسات في الاستثمار والتداول بالمشتقات ومن دون أي إشراف أو تحليل من لدن إدارات المؤسسات الأهلية لهؤلاء الأفراد وخبرتهم في مجالي الاستثمار والتداول على حد سواء وكذلك لجدوى الدخول في عقود المشتقات .

وقد أعلنت شركة (Procter & Gamble) أن مبادلات أسعار الفائدة التي قامت بها كانت غير مناسبة لاحتياجات أعمالها وهكذا بقية الشركات . من ذلك يمكن القول أن الاستثمار والتداول بأدوات المشتقات قد اثبتا فعلا جدواهما على صعيدي تنويع المخاطر وتقليلها وتعزيز فرص الإيرادات والأرباح وإلا لما كان هذا النحو الهائل في حجم أسواقها صحيحا , كما أن هذا الاستثمار والتداول قد لا يزيدان بشكل كبير من حجم الأرباح لكن بالتأكيد فانهما يزيلان الكثير من المخاطر التي تتصل بجني هذه الأرباح . (الهندي : 1996 : 20-19-21)

د- إرشادات لتحسين إدارة مخاطرة المشتقات :

- 1- من الضروري تفهم الإدارة العليا لصافي التعرض للمخاطرة (Net-Exposure) وكذلك للمخاطرة الضمنية (Underlying) والمتحركة (Movable) التي تشتمل عليها معاملات المشتقات .
- 2- يترتب على المدققين المسؤولين عن مراقبة الالتزام بالتشريعات والتعليمات أن يظطلعوا باختيار مدى صلاحية النظم والضوابط لغرض تشخيص نقاط الضعف واكتشاف أي توافق أو تضارب بين مصالح العاملين في التداول .
- 3- يجب عدم الفصل بين نظم إدارة المخاطرة (Risk management systems) في المواقع البعيدة التابعة للمصرف أو المؤسسة بل من الضروري تكاملها مع النظام الإجمالي لإدارة المخاطرة وكذلك مع نظم أعداد التقارير الدورية عن العمليات .
- 4- مراقبة المسؤول عن تحقيق إيرادات براءة أو جذابة سواء أكان فردا أم مجموعة أم مكتبا متخصصا في المصرف أو المؤسسة فالأرباح البراقة قد تشجع الإدارة على إتاحة مرونة أوسع للتصرف أي تحرير المتداولين في بعض الضوابط أو القيود هنا يصبح الفرع المحلي المسؤول عن المراقبة على أساس أنه لا حاجة للاكتراث أو الاهتمام إذ ما زالت الإيرادات تتحقق وبمستويات عالية فالجشع قصير الأجل وراء تحقق

- الإيرادات العالية محليا يدفع نحو تحلل الفروع المحلية من رقابة الإدارة العامة وتشجيع متزايد من الأخيرة ما يقود في النهاية إلى الكوارث .
- 5- لابد من تدوين الحدود أو السقوف المسموح بها في مجال التعرض للمخاطرة وذلك مسبقا .
- 6- لابد أن تكون الحوافز أو المكافآت سلاحا ذا حدين أي أن العلاوات والمكافآت التشجيعية تمنح إذا تحققت الإيرادات الأعلى ولكن لابد من حوافز سلبية أو حتى عقوبات إذا تحققت الخسائر وبخاصة التداول في الأموال المصرفية المملوكة .
- 7- يجب عدم الاعتماد على النظم والضوابط فقط في مراقبة المراكز المتعاملة بالمشتقات بل لابد من أقران ذلك بالمقارنة بين السجلات وكشوفات التداول والتفتيش الميداني كذلك من الضروري التنسيق بين الرقابة الإلكترونية أو الدخول غير المشروع لها فإذا ما حصلت فروقات فإن الأسلوب المفضل هو التدقيق الفوري وعدم تأجيل المهمة إلى الغد ثم أن الفروقات الكبيرة تحتاج إلى التوضيحات أو تفسيرات مدونة .
- 8- من المطلوب أن يتيح لك نظام الرقابة على المشتقات دخولا آتيا إليه وذلك على أساس الوقت الحقيقي أو باللحظة (Real time basis) مما يجعلك تعيد تقييم المحافظ على أساس السوق أو التسوية بحسب السوق (Mark-to-Market Basis) .
- 9- لابد من الحذر في المعاملات المعقدة وبخاصة تلك التي تتضمن فروقات كبيرة أو مواقف متأرجحة إذ غالبا ما يحاول المتداول المغامر الاعتراف بالخسائر المتحققة أمام الإدارة العليا ويؤجل تسجيلها بحجة أن هناك استراتيجية معقدة يعرفها هو لتفادي الخسائر فلو كانت هناك بالفعل استراتيجية سليمة فإنه لابد للإدارة من معرفتها بالتفصيل وذلك مسبقا .
- 10- حاول الحصول على متداول سابق (Poacher or ex-trader) أو متمرس وتكليفه بمهمة الرقابة فقد يستطيع المتداول التلاعب بالنظم أو تجاوزها لكن هذه المهمة تصبح أصعب لو كان يخشى رقابة شخص متمرس بالمشتقات .

أخيرا يجب أن تكون الإدارة العليا على علم بمجموع المبالغ المستثمرة ومدى تعرضها للمخاطرة وذلك من لدن المسؤول عن التداول برؤوس الأموال المصرفية. (مجلة الدراسات المالية والمصرفية : 1996 :

هـ - تطور حجم التعامل بالمشتقات في السوق العالمية :

نمت الأسواق العالمية للمشتقات بشكل كبير جدا ولا سيما في المدة ما بين (1986 – 1996) فزاد حجم التعامل بخيارات أسعار الفائدة من (146,5) مليار دولار في عام 1986 إلى (3277,8) مليار دولار في عام 1996 وكذلك زاد حجم التعامل في مستقبليات أسعار الفائدة من (37) مليار دولار في عام 1986 إلى (5931) مليار دولار في عام 1996 أما مبادلات أسعار الفائدة فقد زادت بشكل مضطرد جدا إذ بلغ حجم التعامل في تلك المبادلات (683,9) مليار دولار في عام 1987 فازداد ليبلغ (15584) مليار دولار في عام 1996 .

أما خيارات العملات والمستقبليات للعملات فازداد حجم التعامل بها خلال المدة ما بين (1986 – 1996) ولكن ليس بالمستوى الذي كان عليه حجم تعامل تلك الأدوات في أسعار الفائدة أما مبادلات العملات فكانت الزيادة في حجم التعامل بها ملفتة للنظر إذ زاد ذلك الحجم من (365,6) مليار دولار في عام 1986 إلى (2589,4) مليار دولار في عام 1996 . (العاني : 2002 : 214-215)

مفهوم العقود المستقبلية وطبيعتها

اولا : العقود المستقبلية المفهوم والطبيعة

يتمتع أي شخص بامتلاكه حرية الخضوع لاي التزام تعاقدى فهو يمتلك امكانية عدم الدخول في أي تعاقد وبالتالي عدم وجود ضرورة لاي نوع من انواع الالتزام في حالة عدم رغبته بالتعاقد مما يترتب عليه التزاما فانه سيخضع لهذا الالتزام طوال مدة العقد حتى تاريخ نفاذه ما دام العقد هو عقد ملزم للمتعاقدين ويتمتع بصفه قانونية واذ يمكننا ايجاد قاعدة موسعة لفهم العقود المستقبلية فاننا سنتطرق الى مفهوم العقود المستقبلية من جوانب عدة كالاتي :

أ- العقد في اللغة والقران الكريم :

يمكن ان يعرف العقد من الناحية اللغوية كالاتي :
(عقد) : الاعقاد والعقود , و(عقد) الحبل , البيع , العهد (فانعقد) و(العُقدة) بالضم موضع العقد وهو ما عقد عليه .
و(المعاهدة) المعاهدة , والمعاهد : مواضع العقد . والعقيد المعاهد .

(الرازي :1982: 444-445)

و(العقد) : اتفاق بين طرفين يلتزم بمقتضاه كل منهما تنفيذ ما اتفقا عليه كعقد الزواج والبيع وعقد العمل .(مصطفى :1989: 613)

كذلك ذكر القران الكريم العقد وأهمية الالتزام في تنفيذه اذ قال (يا أيها الذين آمنوا أوفوا بالعقود) (سورة المائدة / 1)

وكذلك سمي الله جل جلاله العقود بالعهود من نحو قوله تعالى : (وأوفوا بالعهد أن العهد كان مسؤولا) (سورة الاسراء /34)

ويمكن استشفاف مفهوم العقود المستقبلية وشروطها من حيث انها اتفاق على تسليم مستقبلي بتحديد سعر او قيمة للشئ الان من خلال قول الله عز وجل في كتابه المبين

(ان الله اشترى من المؤمنين انفسهم واموالهم بان لهم الجنة يقاتلون في سبيل الله فيقتلون ويُقتلون وعدا عليه حقا في التوراة والإنجيل والقرآن ومن اوفى بعهده من الله فاستبشروا ببيعكم الذي بايعتم به ذلك هو الفوز العظيم) (التوبة / 111)
اذ نجد ان مضامين الاية الكريمة منطبقة على العقد المستقبلي تماما اذ فيها طرفان مشتري وبائع فالله جل جلاله اشترى من المؤمنين انفسهم واموالهم والمؤمنين الطرف البائع لانفسهم واموالهم وذلك على وفق مقابل محدد الان وهو الجنة ويتم التسليم في المستقبل عندما يقاتل المؤمنون الاعداء فيقتلون ويُقتلون وبذلك يكون التسليم مستقبلي .

ب- العقد اصطلاحا وشرعا :

هناك ترابط بين المعنى اللغوي والشرعي للعقد وقد عرف ابن تيمية العقد بانه :
ربط كلامين او ما يقوم مقامهما ينشا عنهما اثر شرعي .
وفي كتاب البحر الزاخر : (العقد ايجاب وقبول)
وعرفه ابن عابدين بانه : مجموع ايجاب احد المتكلمين مع قبول الاخر .
(الخياط : 1994 : 5)

كما يشترط في المتعاقدين من الناحية الشرعية شروط هي :
البلوغ , والعقل , والرشد , والقصد , فلا يصح بيع المجنون او السفية او الهامل ,
والاختيار , وملك العقد . (مسألة / 648)
كذلك عرف العقد الاجل في الشريعة بانه : ابتياع كلي مؤجل بثمن حالي .
كما اشارت الشريعة الى امكانية بيع العقد قبل حلول اجله وكذلك اجراء الصفقات
المعاكسة اذ ورد ما نصه (من اشترى شيئا ولم يقبضه فان كان مما لا يكال ولا
يوزن جاز له بيعه قبل قبضه , وكذا اذا كان مما يكال او يوزن وكان البيع براس
المال او بوضيعة واما لو كان بربح ففيه قولان , اظهرهما المنع فيما عدا الثمار
واما فيها فالظاهر الجواز . هذا فيما اذا باع غير المقبوض على غير البائع واما اذا
باعه عليه فالظاهر جوازه مطلقا .) (السيستاني : 1996 : 64-66)

ج- العقد من الوجهة القانونية :

اذ عرف القانون المدني العقد بانه : ارتباط الايجاب الصادر من احد المتعاقدين وموافقتهما على وجه يظهر اثره في المعقود , ويترتب عليه التزام كل منهما بما وجب على الاخر . (المادة : 187) (الخياط :1994: 5)

د- العقود المستقبلية من الوجهة المالية : (Future contracts)

وهي عقود معيارية (Standaraized) واتفاقية تجهيز (Providing) يمكن تحويلها الى تاريخ تسليم أجل , وبحجم ومقدار محدد من سلعة معينة وبسعر محدد . فالسعر المستقبلي لهذه الصفقة يكون عند تاريخ استحقاق العقد ويتم تحديده اليوم , المتاجرة بالعقود المستقبلية تعني التزامات مالية تنشأ بين المشتريين والبائعين.

(Jones :2000 :p. 487)

والعقود المستقبلية عبارة عن عقود قانونية (Legal) وتستخدم لتغطية انواع متعددة من السلع على وفق تاريخ تسليم في المستقبل وبسعر محدد للوحدة الواحدة بالنسبة للسلع .

(Franice :1991 :p.751)

كذلك ويرى (Eales) بان مفهومها الجوهرى يشبه العقود الاجلة فهما يشيران الى اتفاق بين طرفين يتعهدان بالمبادلة بينهما في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد الان .

(Eales :1995 :p.62)

وان الاختلاف الجوهرى بين العقود المستقبلية والعقود الاجلة هي ان العقود المستقبلية عقود معيارية ويتم تحديد شروطها في بورصة المستقبليات اما اطراف العقد الاجل فلا يتحددون بالمواصفات المعيارية وانما يكونون احرارا في تحديد الشروط التفصيلية مثل الكمية , والنوعية , ووقت التسليم للموجود الذي يكون قابلا للتسليم .

(Hempel & Simonson :1999 : p. 537)

وقد بدأت في اكتوبر من عام 1975 هيئة شيكاغو للتجارة (CBT) بافتتاح نشاطها التجارى في عقود المستقبليات المالية وذلك بسند جمعية الرهون الوطنية الحكومية (GNMA) (Government nitional mortgage association)

وتوسعت في الاشهر اللاحقة الى عقود مستقبلية على سندات الخزينة الاميركية وكذلك شملت ادوات مالية اخرى مشهورة .

وتتم المتاجرة بالعقود المستقبلية من خلال الاسواق المنظمة (Organized exchange) والعقود المستقبلية وهي عقود قانونية حيث تتم بوجود طرفين يمثل الاول صاحب المركز القصير وهو البائع الذي يقوم بتسليم السلعة عند استحقاق اجلها والثاني يمثل المركز الطويل وهو المشتري الذي يقوم باستلام السلعة عند تاريخ استحقاقها . (Francis:1991:p.751)

ويمكن للبائع (Seller) تسوية التزاماته الخاصة بالمركز من خلال تسليم الموجود الاساسي او الرجوع بالسوق وشراء عقود عكسية (Offsettin contracts) من خلال البورصة , اما المشتري (Buyer) فيمكنه تسوية مركزه من خلال استلام الموجود الاساسي او بواسطة بيع عقود عكسية .

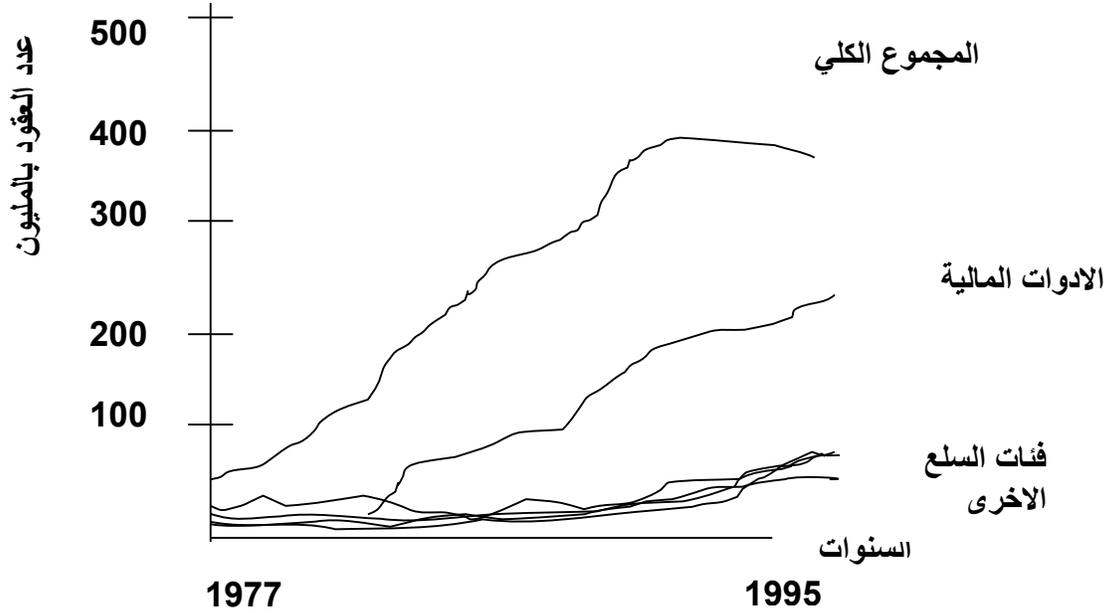
وفي الواقع فان اكثر من 95% من العقود القائمة يتم تسويتها من خلال العقود العكسية اذ ان المشتري يقوم ببيع عقد مستقبلي لغرض اغلاق مركزه بينما البائع يقوم بشراء العقود المستقبلية لغرض اغلاق مركزه، ان اطراف العقد يهملون التوقيع (Anonymous) ولذلك لا يعرف اطراف العقد بعضهم وبسبب هذا فان مخاطرة النكول تكون قليلة في هذه الحالة بسبب ضمان البورصة لكل من الجانبين في الصفقة ولتغطية مخاطرة هذا الضمان الذي تقوم به البورصة فانها تقوم بفرض متطلبات الهامش الاولي والتسوية بحسب السوق وهامش التباين او الصيانة .

(Johnson:2000:p.139-140)

وتقوم المتاجرة بالعقود المستقبلية على انواع عدة من السلع والادوات المالية وسنركز على الاوراق المالية والعملات ومؤشرات الاسهم

شكل رقم (1)

تغير حجم المتاجرة بالعقود المستقبلية للسلع والادوات المالية



(Source :Kolb :1997 :p. 19)

هـ - الادوات المالية المتاجر بها في العقود المستقبلية :

1- مستقبليات اسعار الفائدة : (Interest rate future)

ما بين عامي 1970-1980 حدثت ارتفاعات دراماتيكية في اسعار الفائدة وبشكل متفاوت اذ كانت المؤسسات التي تملك قروضا نقدية على الرهونات المنزلية قبل عام 1975 قد تكبدت خسائر راسمالية كبيرة على هذه القروض وذلك بسبب الارتفاعات في اسعار الفائدة . (Bodie, et.al:1999:p.728)

وفي عام 1975 افتتحت هيئة شيكاغو للتجارة ولاول مرة عقد مستقبلي على اسعار الفائدة وذلك على سند جمعية الرهون الوطنية الحكومية .

(Jones :2000:p.494)

وبعد هذا التاريخ حظيت مستقبليات اسعار الفائدة بشعبية كبيره و بالنظر الى كفاءة اسواقها وسيولتها وسهولة التعامل بها من حيث نمطيتها التامة بوصفها وحدات

قائمة لذاتها محددة الصفات والشروط والاسعار ويهتم بهذه المستقبليات كل اصناف المتعاملين بوصفها تخدم المستثمرين والمضاربين والمتحوظين كل على وفق ما يضع من برامج واهداف . (البرغوثي : 1996 : 243)

ويعد من اسباب الاهتمام بالمستقبليات المالية لاسعار الفائدة هو ان مدراء المحافظ (Portfolio managers) والمستثمرين يحاولون حماية انفسهم من التحويلات غير المؤاتية في اسعار الفائدة فالمستثمرين يعملون على حماية الاوراق المالية ذات الدخل الثابت (Fixed-income securities) والتي قد تتاثر بالتغيرات الحاصلة باسعار الفائدة اما اليوم فالمستثمرون امامهم عقود مستقبلية لاسعار الفائدة متعددة يتاجر بها في اسواق عدة . (Jones :2000:p.494)

ومثلما في مستقبليات السلع فان المشتري والبائع لمثل هكذا عقود يجب ان يحتفظ بها الى تاريخ التسليم وكذلك بالنسبة لابرام الصفقات العكسية (Reversing trade) يمكن اجراؤها في أي وقت ونسبة قليلة جدا من العقود يتم تسليمها فعلا . (Sharpe&Alexander :1990 :p.616)

ويسمى مشتري عقود مستقبليات اسعار الفائدة بانه امتلك تحوطا طويل الاجل وبائع العقود المستقبلية يعد انه امتلك تحوطا قصير الاجل وان هذا التحوط الطويل والقصير من اسعار الفائدة يعد منطقيا (Logic) وان المكسب من ارتفاع السعر هو القيام بالبيع بسبب انه عندما يرتفع السعر قيمة العقد ستتخفض وان المكسب عندما ينخفض السعر اننا نشترى العقد بسبب ان السعر اذا انخفض ارتفعت قيمة العقد .

(Valdez:2000:p.296)

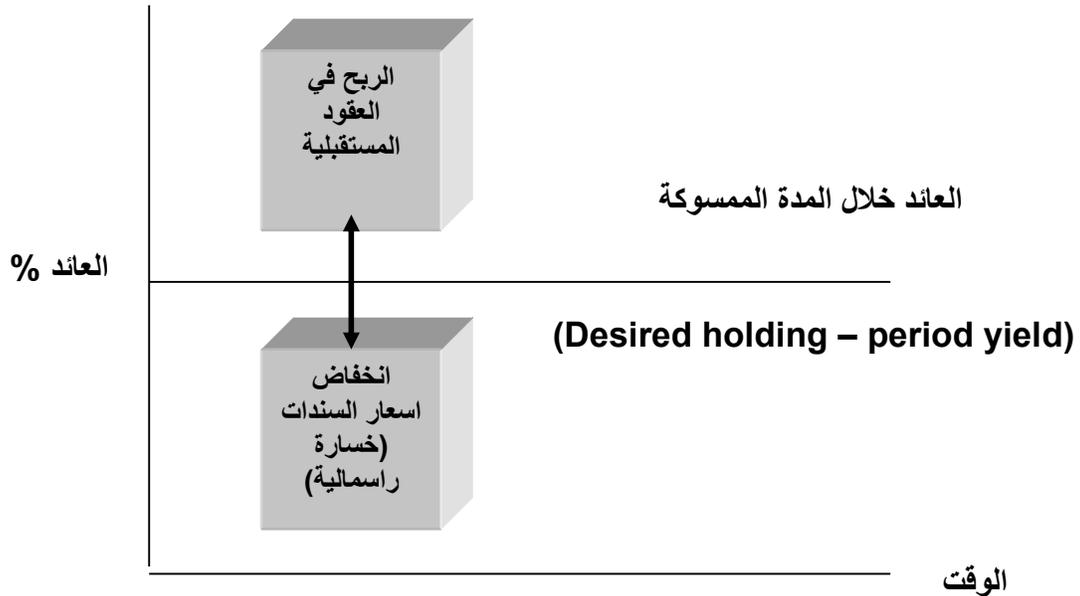
ان الاطراف التي تستخدم مستقبليات اسعار الفائدة لحماية انفسهم ضد التقلبات في اسعار الفائدة المستقبلية يعرفون بالمتحوظين اما المضاربون فهم عكس المتحوظين اذ ان هدفهم الاساس العائد الكبير مقابل تحمل المخاطرة فمثلا اذا كان العقد على سندات الخزينة الاميركية فاذا ما توقع المضارب انخفاض سعر الفائدة وارتفاع سعر السند فانه سيدخل شخصيا كمشتري للعقد ويقوم باستلام سندات الخزينة في المستقبل – أي انه اتخذ مركزا طويلا – فاذا فعلا انخفض سعر الفائدة وارتفع سعر السند وبذلك ارتفعت قيمة السند فهذا يعني حصوله على عائد كبير لانه اشترى

بسعر منخفض اما اذا ارتفع سعر الفائدة وانخفض سعر السند وبالتالي انخفاض قيمة السند ذلك سيعرض المضارب الى الخسارة بسبب شرائه العقد وانخفاض عائدها .
 وفيما اذا توقع المضارب بان اسعار الفائدة سترتفع فيدخل العقد بائعا ويقوم بالتسليم في المستقبل لسندات الخزينة وبذلك يكون اتخذ مركزا قصيرا فاذا ما ارتفعت اسعار الفائدة وقيمة السند انخفضت فان قيمة العقد يجب ان تنخفض في هذه الحالة سيربح المضارب بسبب ان البائع بسعر محدد في العقد والمشتري لهذا العقد ملزم بدفع السعر المحدد وان انخفضت قيمة العقد وفي حالة انخفاض اسعار الفائدة وازدياد قيمة السند فانه سيخسر لانه باع بسعر اقل وهو الان سيدفع اكثر لشراء السندات لتغطية العقد .
 (Mayo:2001:p.370)

ويمكن توضيح الارباح والخسائر في العقود المستقبلية عند ارتفاع السعر وانخفاضه وبالتالي تعني التغيرات في عائد الاوراق المالية بالشكل الاتي :

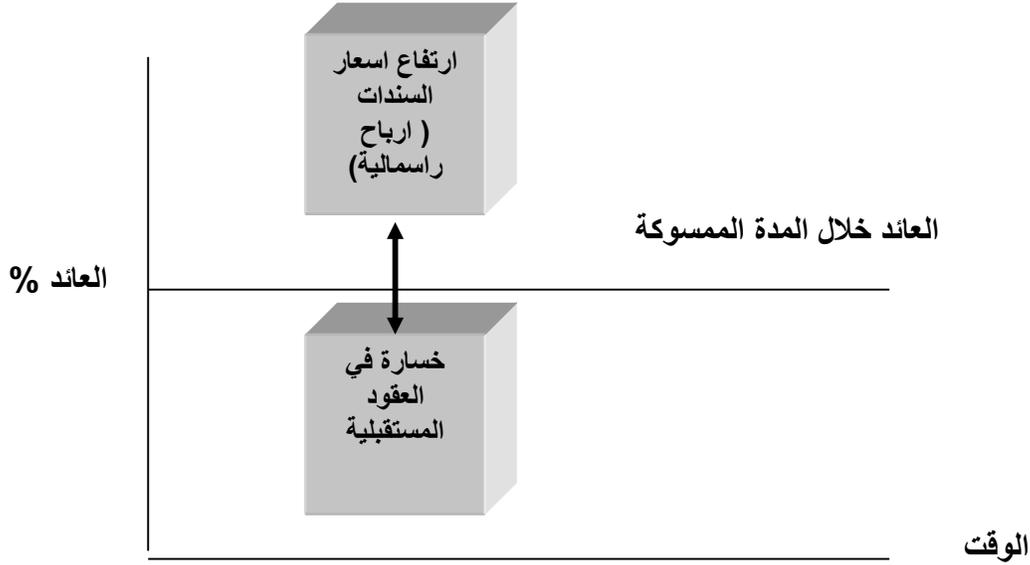
شكل رقم (2)

1- عندما ترتفع اسعار الفائدة واسعار الاوراق المالية تنخفض



(Source :Rose :1997 :p.327)

2- عندما ينخفض سعر الفائدة ويرتفع سعر الاوراق المالية



(Source :Rose :1997 :p.327)

ف عقود مستقبلية اسعار الفائدة هي جزء من ادوات المستقبلية المالية وبذلك يتاجر بها في الاسواق المنظمة ويمكن توضيح بعض الادوات الاساسية للمستقبلية المالية بالجدول الاتي :

جدول رقم (1)
بعض الادوات الاساسية للمستقبلية المالية

ادوات المديونية
حوالات الخزينة
شهادات الايداع لدى البنوك
الايرو دولار
اسعار الفائدة ذات اجل 30 يوما
سند جمعية الرهون الوطنية الحكومية
صكوك الخزينة
سندات الخزينة
سندات المؤسسات
سندات البلدية

(Source :Elton & Gruber:1995 :p.609 – 610)

ان نشاط المتاجرة بمستقبليات اسعار الفائدة تشمل اجالا للاوراق المالية الاساسية من قصيرة الاجل مثل حوالات الخزينة لمدة 90 يوما

(Sharpe & Alexander :1990 :p.617)

والقليل من العقود قد تمتد الى 18 شهرا او كل سنتين فبائع الاوراق المالية يوافق على تسليم الاوراق المالية المعينة وبسعر ثابت وبوقت محدد في المستقبل وعندما يحين موعد الاستحقاق يكون امام البائع ثلاث طرق هي :

- 1- يقوم بتسليم الاوراق المالية , اذا كان هو او هي تملكها .
- 2- يشتري الاوراق المالية من السوق الحاضرة ويقوم بتنفيذ التسليم .
- 3- يقوم بشراء عقود مستقبلية على الاوراق المالية نفسها وتحمل تاريخ تنفيذ التسليم مطابق للعقد الاول . (Rose :1997 :p.328)

وهناك ايضا الاجل المتوسط والذي يمتد الى 10 سنوات مثل صكوك الخزينة

(Solnik :2000:p.468)

ففي اكتوبر عام 1975 ما بدأت به هيئة شيكاغو للتجارة هو سند جمعية الرهون الوطنية الحكومية الا ان النجاح الفعلي الاول لمستقبليات اسعار الفائدة كان عقود حوالات الخزينة لمدة 91 يوما والذي قدمه سوق النقد الدولي (IMM) في عام 1976 ثم في عام 1977 قدمت هيئة شيكاغو العقود المستقبلية على سندات الخزينة الأمريكية وحديثا اقامت سوق لندن للمستقبليات الدولية (LIFFE) عقودا مستقبلية ناجحة على سندات الحكومة الألمانية وفي عام 1985 انشئت سوق مستقبلية ناجحة والتي تتاجر بسندات الحكومة اليابانية اما في فرنسا فان العقود على حوالات الخزينة الفرنسية كانت قد قدمت في عام 1986 وسندات الحكومة الألمانية لمدة 5 سنوات قدمت في عام 1993 واسواق المستقبلية العاملة وذات الهمية هي تورنتو , سنغافورة , هونغ كونغ , وسدني (Walmsley)

:1996 :p.165 – 166

وهناك مستقبلية اسعار الفائدة طويلة الاجل مثل سندات الخزينة والتي تحمل آجال لمدة 15 سنة. (Sharpe & Alexander :1990 :p.617)

ويبقى موضوع يستلزم الايضاح هو ان عقود اسعار الفائدة يمكن التعامل بها خارج الاسواق المنظمة أي يتم التعامل بها في السوق الموازية (over-the-counter)

وذلك عندما تكون مرتبطة باتفاقات الاسعار الاجلـة
(Forward rate agreements)(FRA) وفي عقود خاصة (Private
contract) عادة يكتب بها بواسطة البنك وذلك لضمان العميل الذي يقترض او
يقترض (Borrowing or lending) عن الفائدة ذات الاجل المستقبلي فعند نفاذ
التاريخ لاتفاقات الاسعار الاجلـة (FRA) فان البنك يدفع او يستلم نسبة الفائدة والتي
تختلف ما بين النسبة المحددة ونسبة الفائدة السائدة في الاسواق في الوقت نفسه وان
هدف البنك منه هو للتحوط ضد المخاطرة . (Solnik :2000:p.471)

وتعد تغيرات اسعار الفائدة مهمة للمقترضين والمقرضين ولذلك يتحوظون من
الاثار السلبية التي تسببها تلك التغيرات في اسعار الفائدة اذ يقوم المقرض بشراء
عقود مستقبلية تساوي اقراضه مبلغا من المال , وعادة تكون قيمة هذه العقود
متساوية مع قيمة القرض الامر الذي يحقق له فائدة مستقرة نسبيا وعليه فقد قام
المقرض بتثبيت سعر الفائدة على اقراضه في قرض له فائدة ثابتة , اما اذا كان
للقرض فائدة متغيرة فيمكن تغطيتها من خلال استخدام العقود المستقبلية القصيرة
الاجل اذ ان القرض الذي يمتد اجله لسنة مثلا تحدد اسعار الفائدة له بشكل فصلي
يمكن تغطيته من خلال شراء عقود مستقبلية قصيرة الاجل اذ يواكب معدل الفائدة
على القرض . (العاني : 2002 : 212- 213)

ان اغلب عقود المستقبلية المالية المتاجر بها من خلال المصارف اليوم تتضمن:

1- العقود المستقبلية لسندات الخزينة الاميركية والتي تكون بقيمة
(\$ 100000) وتحمل حد ادنى للاستحقاق بـ 15 سنة .

2- اكثر العقود المستقبلية الشائعة الاستعمال لسندات الخزينة الاميركية هي ذات
الامد 90 يوما بمقدار \$1 مليون لكل عقد .

3- العقود المستقبلية لودائع الايرو دولار لمدة ثلاثة اشهر وبمبلغ \$1 مليون في
شيكاغو , لندن , طوكيو , سنغافورة وكل مكان في العالم وتعتمد على سعر
الفائدة 100- LIBOR الحالي – وهو مؤشر سعر الفائدة المعروضة
في لندن على الايداعات قصيرة الاجل ما بين المصارف الكبيرة- على
الودائع قصيرة الاجل وتتابع يوميا حسب معلومات تصدر عن المصارف
الدولية الكبيرة .

4- العقود المستقبلية ذات اجل 30 يوما للاموال الفدرالية ويتم التعامل بها في هيئة شيكاغو للتجارة بمبلغ \$5 مليون حسب مؤشر يساوي لـ 100- سعر الفائدة السائدة للاموال .

5- العقود المستقبلية للايبور LIBOR لمدة شهر واحد وبمبلغ \$3 مليون ومقدرة بسعر مؤشر 100 – سعر الفائدة الشهري لايداعات اليورو وهذه التعاقدات يتم تسويتها نقدا بدلا من التسليم الفعلي لودائع اليورو .

(Rose :1999 :p.242- 250)

2- مستقبليات العملة : (Currency futures)

يمكن التفريق بين انواع اساسية لاسواق العملة الاجنبية فالصفقات الفورية هي عبارة عن اتفاق لمبادلة العملة وبشكل فوري وان اسعارها تسمى باسعار السوق الفوري اما العقد الاجل فهو اتفاق لمبادلة العملة في وقت ما في المستقبل واسعارها تسمى باسعار السوق الاجلة .

(Ross,et.al :2000 :p.664)

وان مستقبليات العملة تستخدمها الشركات لغرض التحوط من مخاطرة الصفقات ومستقبليات العملة هي مشابهة للعقد الاجل للعملة الا ان العقود الاجلة تتم في صفقات ذات حجم كبير بينما عقود مستقبليات العملة تكون مناسبة في المبالغ الصغيرة ويضاف الى ذلك ان عقود المستقبليات تمثل اتفاقا نمطيا لعدد من الوحدات لكل عملة .

ان الشركة التي تشتري عقدا مستقبليا لعملة معينة يعني استلام مقدار معين من العملة بسعر محدد وفي تاريخ محدد وذلك لغرض تحويط دفعات العملة في المستقبل وقد تقوم الشركة بشراء عقد مستقبلي يمثل العملة التي ستحتاجها في المستقبل وفي المقابل فان عقد مستقبليات العملة يستخدم لتخفيض المخاطرة الا انها قد تكون ذات نتائج عكسية فعندما تقوم الشركة بتحويط مدفوعاتها فان السعر المستقبلي المتفق عليه للعملة قد يكون في تاريخ التنفيذ اعلى من السعر الفوري للعملة في ذلك التاريخ فاذا ما توقعت الشركة انخفاض قيمة العملة فانها لن تشتري عقدا مستقبليا للعملة اما الشركة التي تبيع عقود مستقبلية للعملة فانها ستبيع مقدارا معيناً من عملة محددة وبسعر وتاريخ محدد .

(Madura :2000:p.307)

ويمكن توضيح العملات الرئيسية والتي تنفذ عليها اغلب العقود المستقبلية بالاتي

جدول رقم (2)

العملات الرئيسية التي تنفذ عليها اغلب العقود

currencies	العملة
British pound	الباوند البريطاني
Canadian dollar	الدولار الكندي
Japanese yen	الين الياباني
Swiss franc	الفرنك السويسري
German mark	المارك الالمانى
French franc	الفرنك الفرنسى
Mexican peso	البيزو المكسيكى
Australian dollar	الدولار الأسترالى
u.s. dollar index	مؤشرات الدولار الامريكى

(Source :Elton & Gruber :1995 :p.610)

وقد ادخل التعامل بمستقبليات العملة من خلال سوق شيكاغو التجاري (سوق النقد الدولي) , وسوق لندن للمستقبليات المالية الدولية , وسوق سلع امريكا الوسطى وعقودها قياسية من خلال الحجم والتسوية بحسب السوق وكذلك البورصات المنظمة سمحت للتجار باجراء العقود العكسية بسهولة وتكون تواريخ التداول عادة لمدة 30 , 90 , 180 يوما , والعقود المالية تستحق بتاريخ محدد في اذار , حزيران , ايلول , كانون الاول , وتعد تواريخ التسوية للعقود المستقبلية في كل سنة (Bodie ,et.al :1999 :p.725-726)

وتعد عقود مستقبلية العملة ادوات جديدة يتاجر بها في الاسواق المنظمة وفي اماكن مادية ففي عام 1972 بدأت سوق النقد الدولي (IMM) التابعة لسوق شيكاغو التجاري بالمتاجرة بمستقبليات العملة وذلك في بناية في شيكاغو في 6 - ايار - 1972 واتسع نشاطها بسرعة , واسواق مستقبلية العملة ازدادت من حيث العدد كسوق لندن وسنغافورة .

(Eaker ,et.al :1996

:p.114)

وفي ايلول من عام 1982 قدم سوق لندن للمستقبليات (LIFFE) عقدين للمستقبليات هما ألا يرو دولار والباوند الأسترالى وفي بداية كانون الثانى وسعت

عقودها لتشمل الفرنك السويسري , الين الياباني , المارك الألماني , واسعار الفائدة لصرف العملة قصيرة الاجل (Short strling interest rate) والسندات الحكومية طويلة الاجل وفي عام 1989 قدم سوق طوكيو للمستقبلات المالية الدولية عقود على ودائع الايرو ين (Euro yen) وكذلك عقود على الين والدولار (yen/ dollar) . (Walmsley :1996:p.165)

والعملات المشهورة التي يتم المتاجرة بها هي المذكورة سابقا يضاف لها الكلدن الهولندي وفي الاونة الاخيرة لم تحقق العقود على هذه العملات نجاحا ملحوظا لذلك تم التوقف عن المتاجرة بها . (Kolb :1997 :p.17)

ان اكبر شبكة تشترك فيها مؤسسات كبرى هي في الاغلب تتاجر بالعقود الاجلة التي لا تحتاج الى تسوية بحسب السوق وعقودها ليست معيارية ولا تحتاج الى سوق منظم لتنفيذها ان اسواق مستقبلات العملة تجذب كل من المتحوظين والمضاربين اذ يقوم المتحوظ باستعمال عقودها لغرض تخفيض مخاطرة صرف العملة بين بلد واخر والمضارب يبحث من خلال العقود على العملة للحصول على الربح عندما يعتقد بانه سيكون هناك اختلاف بين السعر الحالي للعقد المستقبلي عن ما هو متوقع للاسعار الفورية التي ستكون عليها عند تاريخ التسليم .

(Sharpe & Alexander :1990 :p. 612 – 613)

3- مستقبلات مؤشرات الاسهم :

في 24 شباط عام 1982 بدأت هيئة مدينة كنساس للتجارة المتاجرة بالعقود المستقبلية على مؤشرات اسهم الفاليولاين (Value line average stock index) وبعد شهرين بدأ كل من سوق شيكاغو التجاري وسوق مستقبلات نيويورك التعامل بمستقبلات مؤشرات الاسهم .

(Cornell&Erench:1983:p.675)

وحققت نجاحا كبيرا ففي الولايات المتحدة تمت المتاجرة باربعة انواع من المؤشرات هي مؤشر (S & P 500) ومؤشرات اسهم نيويورك ومؤشرات اسهم الفاليولاين ومؤشر الاسواق الرئيسية اما المؤشرات الاخرى هي مؤشر نيكي الياباني والذي يتاجر به في سوق طوكيو للمستقبلات وكذلك سوق النقد

الدولي في سنغافورة وفي عام 1990 بدأت هيئة شيكاغو للتجارة بعقود مستقبليات تعتمد على اسواق اليابان المالية مثل مؤشر اسهم نيكي (NIKKEI 225 STOCK) ومؤشر توبكس (TOPIX) للشركات الكبيرة والواقع انه لم يحقق هذان العقدان نجاحا مناسباً وذلك بسبب ضعف سوق الاسهم اليابانية في الاونة الاخيرة . (Kolb:1997:P. 17)

وتشمل عقود مستقبليات مؤشرات الاسهم الدفع النقدي في تاريخ التسليم وبمبلغ يكون مضروباً بالفرق بين قيمة المؤشر عند الاغلاق نهاية اليوم للعقد وسعر الشراء للعقد المستقبلي . (Sharpe & Alexander :1990:p.617)

فعندما يكون السعر المستقبلي هو 925 فلغرض ايجاد السعر الحقيقي للعقد يكون بضربه بمؤشر مثلاً مؤشر ستاندر وبور اذ يكون :

$$925 (\$ 500) = \$ 462.500$$

ويتم تنفيذها في اشهر اذار، حزيران، ايلول، وكانون الاول .

(Chance :1998 :p.303)

ويتم استخدام مستقبليات مؤشرات الاسهم لثلاثة اغراض هي التحوط والمضاربة والمراجعة فالمستثمر يمكنه التحوط بمركز طويل في اسواق الاسهم من خلال بيع مستقبليات مؤشرات الاسهم قصيرة الاجل واذا كان المستثمر يملك مركزاً قصيراً في سوق الاسهم ليقابل المركز الطويل في مستقبليات مؤشرات الاسهم سيحوط بذلك نفسه ضد الخسارة التي ستحصل اذا تحسن السوق وتعد مستقبليات مؤشرات الاسهم مناسبة جداً للتحوط بسبب انها تملك سيولة وكلفة عمولة اقل من القيام بصفقة عكسية مباشرة في الاسهم العادية وكذلك يمكن المراجعة على أي مؤشر سوقي للاوراق المالية فان اغلب المراجعات الجارية تستعمل في مؤشر ستاندر وبور والعقود المستقبلية على مؤشر ستاندر وبور اذ ان في تاريخ استحقاق مؤشر ستاندر وبور العقود المستقبلية ستكون السعر نفسه عند استحقاق العقد بسبب التسوية النقدية للعقد المستقبلي تعتمد على قيمة الاغلاق في السوق لمؤشر ستاندر وبور والمراجع بعملياته يربح وكذلك يعمل على تصحيح الانحراف عن انخفاض السعر الاول .

(Francis:1991:p.776 – 777)

كذلك يمكن ان يستخدمها المستثمرون والمضاربون لاغراض الربح اذ يمكنهم شراء اسهم معينة او بيع عقود مستقبلية على مؤشرات معينة لتلك الاسهم تعادل قيمتها التعاقدية القيمة السوقية لاسهمه ولان اسواق المؤشرات عالية السيولة والكفاءة ولانها لا تتطلب كلفة عالية للمتاجرة بها فقد شهدت السنوات العشر الاخيرة نموا متصاعدا في استخدام هذا النوع من العقود وانتشر استخدامها بشكل واضح بين المتعاملين . (العاني : 2002 : 213)

كذلك فان مستقبلات مؤشرات الاسهم لا يتم تنفيذها عند تاريخ استحقاقها بشكل مادي كالموجودات المالية وبذلك فان تسويتها تتم بشكل نقدي بدلا من التسليم المادي للموجود او للاوراق المالية ويمكن توضيح عملية الربح والخسارة في عقود مؤشرات الاسهم من خلال المعادلة التالية :

الربح (الخسارة) = تباين السعر المستقبلي x مضاعف قيمة العقد

ويمكن التفريق بين المؤشر ذي القيمة الموزونة والمؤشر ذي السعر الموزون فالقيمة الموزونة تكون عبارة عن وزن لكل سهم يختلف في حساب المؤشر اما السعر الموزون فهو عبارة عن وزن يحدد في ضوء سعر السهم .

و- سمات العقود المستقبلية :

هنالك عدة سمات تتصف بها العقود المستقبلية يمكن اجمالها بالاتي :

- 1- وحدة التعامل : وهي تعني الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد فالعقد يكون محدد الكمية فمثلا في السلع كالحنطة تكون 5000 بوشل وفي الاوراق المالية تكون على اذونات الخزينة الأميركية بقيمة \$1 مليون دولار في مقابل 100 الف دولار للعقد على سندات الخزينة .
- 2- اشهر التنفيذ : وهي اشهر تحدد لتداول العقود المستقبلية من لدن البائعين والمشتريين وان اشهر تداول الادوات المالية هي اذار , حزيران , ايلول , كانون الاول .
- 3- شروط التسليم : تكون متماثلة أي تعريف اشهر التسليم مواصفات الموجود مثل العقد وطريقة الايفاء بالالتزام بالنسبة للبائع .

- 4- تاريخ التسليم : وهو الوقت الذي يعني قيام البائع بتسليم الموجود ويقوم المشتري بدفع قيمته واستلامه .
- 5- حدود تقلب الاسعار : وهي الحدود الدنيا لتغيرات السعر وتفرضها اسواق العقود ويتفاوت حسب الاصل محل التعاقد الا ان مؤشرات السوق لا تخضع اسعارها للحد الاقصى .
- 6- حدود المراكز : أي الحد الاقصى لعدد عقود المضاربة التي تكون في حوزة مستثمر واحد .
- 7- الحدود السعرية اليومية :وهي حدود تكون بشكل ادنى و اعلى سعر تتم المتاجرة ما بينهما خلال اليوم وتوضحه نشرة الاسعار اليومية .
- 8- ساعات وايام المتاجرة : يتم تحديد اوقات للمتاجرة في الاسواق المالية كما ويتم تحديد ايام العمل .
- 9- الهامش : وهو هامش يفرض من بيت السمسرة على البائع والمشتري لضمان حسن النية لكل منهما .
- (هندي : 1994 : 362 – 368)(Kolb:1997:p.6)(Mayo:2001:p.362)
- (Roth:1996:p.214) (Wellman:1999:p.1)

ز- خصائص العقود المستقبلية الناجمة :

- 1- سوق نقدي كبير اذ يتم المتاجرة ببضائع ذات اسواق ثابتة من حيث النقد .
- 2- يجب ان يكون هناك تقلب في الاسعار فاذا لم يتقلب السعر فسوف يضعف الاهتمام بالمتاجرة .
- 3- معلومات مناسبة بخصوص اسعار السوق النقدي اذ هناك علاقة وثيقة ما بين اسعار السوق النقدي واسعار سوق المستقبلات .
- 4- النقص في البدائل القريبة ضروري والمتعلق بعقد المستقبلات الجديد .
- 5- مدى توفر عقود ذات علاقة بالسعر واختلاف في السلعة فمثلا هيئة شيكاغو للتجارة تتاجر بكمبيالات الخزينة ومستقبلات الدولار الاوربي وهذين النوعين تربط بينهما علاقة وثيقة ولذلك فان وجود الاثنين يساعد على المضاربة بالفروق .

6- تصميم جيد للعقد فقد ادرجت هيئة شيكاغو للتجارة عقدا متعلقا باسعار الفائدة هو سند جمعية الرهون الوطنية الحكومية وقد عانى هذا العقد من الهزلة في التصميم بسبب وجود مجموعة واحدة مهتمة بعقود (GNMA) ذات الفائدة المرتفعة للكوبون ومن جهة اخرى وجود مجموعة تريد المتاجرة بـ (GNMA) ذات فائدة منخفضة ساهم هذا التعارض في انهاء هذا العقد .

7- اسناد قوي من سوق الاوراق المالية فعند تقديم عقد لأول مرة يحتاج الى اسناد التجار والاعضاء له من خلال المتاجرة النشيطة .

8- وجود عرض واسع للسلعة او الموجود حتى لايتسنى لطرف معين السيطرة او التأثير في السعر .

9- عدم وجود حواجز تنظيمية فقد حاولت هيئة شيكاغو للتجارة في بداية 1980 ادراج عقد مستقبلي مستند الى (مؤشر داو جونز الصناعي) لافضل ثلاثين سهما وعارضت ذلك مؤسسة داو جونز مما جعل هيئة شيكاغو للتجارة تبقى بالمرتبة الثانية في تجارة المستقبلات المتعلقة بمؤشرات الاسهم .

10- يجب ان تكون السلعة متجانسة وهذا يعد عاملا مهما فاذا لم يوجد التجانس اصبحت عملية التسليم صعبة .

(Kolb :1997 :P. 37- 38)

ح - صفات السلع التي تتم العقود فيها :

1- ان تكون السلعة قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة وما شابه ذلك مما يحقق سيولة كافية للعقد .

2- ان يوجد طلب نشط على السلعة مما يحقق السيولة لسوقها .

3- ان تكون السلعة من النوع القابل للتخزين مما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد .

4- ان تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها .

(هندي :1994: 327)

ي- الاختلافات الرئيسية بين العقود الاجلة والعقود المستقبلية:

العقود المستقبلية	العقود الاجلة
1- هي عقود معيارية في المدة والحجم وتاريخ التسليم	1- هي عقود مكيفة بالمدة والحجم وتاريخ التسليم
2- عقود معيارية بين الزبون ودار التسوية	2- عقود خاصة بين طرفي العقد
3- العقود تكون المتاجرة بها مجانا في السوق	3- عدم امكانية المتاجرة بالعقد مجانا
4- كل العقود تسوى بحسب السوق لمعرفة الربح والخسارة	4- الربح والخسارة في المركز يتم معرفتها فقط عند تاريخ التسليم
5- الهامش يكون للصيانة ضد تقلبات الاسعار	5- الهامش في حالة واحدة في يوم الصفقة الاصيلي
6- لا يتم التعامل بين البائع والمشتري بصورة مباشرة وانما عن طريق دار التسوية ولذلك يضمن عدم التعرض للنكول	6- توجد مخاطرة النكول
7- توجد سوق منظمة للتعامل	7- يتم التعامل في السوق الموازية
8- الاطراف المتعاملة هي المصارف والسماصرة وشركات متعددة الجنسية ويوجد حافظ للمضاربة	8- المصارف , السماصرة , شركات متعددة الجنسية هي الاطراف المتعاملة ولا يوجد حافظ للمضاربة
9- يتم من خلال سوق للاوراق تابع الى بورصة مركزية مع اتصالات عالمية	9- يتعامل بها عالميا وعن طريق الهاتف
10- تنظمه لجنة تجارة مستقبلات السلع والجمعية الوطنية للمستقبليات	10- ينظم نفسه بنفسه
11- اغلبها تتم عن طريق صفقة معاكسة والقليل منها يتم بالتسليم الفعلي	11- اغلب تسويتها تتم بالتسليم الفعلي وبعضها يتم عن طريق الصفقة المعاكسة
12- اجور السمسرة يتم التفاوض بشأنه	12- تحدد بواسطة الفرق بين اسعار البيع والشراء (اجور السمسرة)

(Solnik:2000:p.463)(Madura:2000:p.122)

(Hempel&Simonson:1999:p.537-538)

ثانيا : أسواق العقود المستقبلية نظورها وتنظيمها :

يعرف السوق في اللغة بأنه: الموضع الذي يجلب إليه المتاع والسلع للبيع والابتياح (تؤنث وتذكر) , (وتسوق): باع وأشترى والقوم اتخذوا سوفا (مصطفى:1989: 464)

والسوق (Market) من وجهة النظر التسويقية هو : المكان الذي يلتقي فيه المشترون والبائعون الحاليون والمتوقعون للمنتجات والخدمات .

(Kotler:2000:p.13)

كما يعرف السوق بأنه : المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وينفقون فيه على أنواع السلع وكمياتها بأسعارها المعلنة وشروط تسليمها وتسديد قيمتها على وفق قانون العرض والطلب . ولكن الاسواق في الوقت الحاضر ونتيجة تطور الاتصالات اصبح ليس بالضرورة أن يكون للسوق مكانا محددًا , وبالتالي سهولة التقاء البائعين والمشتريين عن بعد واتمام الصفقة دون أن يلتقيان وجها لوجه في مكان معين . (جعلوك:1999: 39)

أن من بين أكثر الإبداعات والابتكارات التي حدثت في الأسواق والتي بان وضوح تطورها في السنوات الأخيرة وكذلك نمت نموا متسارعا وبشكل ملفت للنظر هي أسواق المستقبلية المالية والخيارات . (Rose :1997 :323)

وقد أصبحت الأسواق المستقبلية (Future markets) تلعب الدور المهم في الاستثمار العالمي اليوم وقد أفرز الاهتمام بهذا الجانب الاستثماري إلى إيجاد أدوات جديدة تعد أدوات مثمرة للذين يعملون فيها وتشتمل على الأساليب المستعملة في المستقبلية , لائحة التجارة (Program trading)(Jones :2000:p.485)

وقد تطورت أسواق العقود المستقبلية أو المستقبلات (Futures or Future contract) في الأصل من القطاع الزراعي والسلع المشابهة إذ أن المزارع الذي زرع محصول الحنطة في أرضه في سنة معينة يكون غير متأكد وقلق من مستويات السعر الذي ستكون عليه الحنطة في وقت الجني وبسبب حالة عدم التأكد هذه فإنه سوف يحاول تخفيض المخاطرة التي قد يتعرض لها في وقت جنيها بقيامه ببيع الحنطة عن طريق عقود مستقبلية مقدما وفي هذه الحالة فإنه سيكون متقبلا وموافقا على تسليم عدد من البوشل (Bushels) – وهو مقياس لكمية الحنطة- من الحنطة في المستقبل وبسعر محدد اليوم وبهذا تعرف العقود المستقبلية للمزارعين بأنها وعد تجاري لتسليم المحصول (Hervet) في المستقبل , ومن جهة أخرى فإن المطحنة تعد مركزا معاكسا (Opposite position) وذلك لان المطحنة تحتاج إلى محصول الحبوب لضمان استمرار عملها وبذلك فإنها ستقوم بشراء الحنطة بعد حصادها وفيما إذا كانت هي راغبة بالحصول على سعر ثابت للحنطة وفي وقت سابق على وقت الحصاد فهي يمكنها القيام بذلك من خلال شراء مستقبلات الحنطة (Wheat) وبناء على ذلك فهي توافق على استلام الحنطة في المستقبل وبسعر ثابت اليوم وبإبرام العقد فإن كل من المزارع (Farmer) والمطحنة (Miller) ومن خلال هذه العملية يمتلكان إمكانية تخفيض المخاطرة من قبلهما فالمزارع يتحوط ضد المخاطرة من خلال قيامه ببيع عقود مستقبلية للحنطة وهذا ما يعرف بالتحوط قصير الأجل وأما المطحنة فيمكنها التحوط ضد المخاطرة بقيامها بشراء مستقبلات أو عقود مستقبلية للحبوب وهذا ما يعرف بالتحوط طويل الأجل . (Brealy:1991:p.635)

وكذلك فإن الجانب الذي استولى على اهتمام خاص وواسع من لدن عدد من المستثمرين هي نظم المستقبلات المالية المتاحة الآن وأن أي من المستثمرين إذا أراد الدخول في الأعمال الاستثمارية يستلزم ذلك أن يفهم ما هي العقود المستقبلية (Future contracts) وأن التنوع الواسع للاختيارات الاستثمارية المتاحة الآن وأهمية المستقبلات المالية أمكن ذلك من إيجاد تحويط فعال لمراكز المحفظة وللقيام بالمضاربة . (Jones:2000:p.485)

أن أسواق العقود المستقبلية لها تاريخ طويل جدا وأصل نشوئها غير معروف بالشكل الدقيق فهناك من يقول أن أصلها يعود إلى العصر الروماني أو العصر الإغريقي فهناك بعض المؤشرات المهمة التي تشير إلى استخدام الأباطرة الرومانيين للعقود الآجلة وذلك لتزويد الجماهير المصرية بالحبوب وآخرون يرجعون أصل العقود الآجلة إلى الهند . (Kolb:1997:p.2)

كما يرجع تاريخ المتاجرة بمستقبليات الرز (Rice) لأول مرة في اليابان إلى عام 1697 . (Rose :1997:p.323)

وهناك من يرى بان أصل سوق العقود المستقبلية في العصر الحاضر إنما هي اتخذت طريقها من مستقبليات الرز في القرن الثامن عشر في مدينة أوسكا (osaka) في اليابان . (Hirschey:2001:p.770)

وهناك من يرجع العمل بمستقبليات السلع الزراعية إلى أواسط القرن التاسع عشر (Binhammer&Sephton:1998:p.87)

وآخر يقول بأنها كمفهوم موجودة قديما في أسواق السلع إذ يرجع تاريخ نشوئها إلى العصور الوسطى (Middle ages) إذ تطورت المتاجرة بالسلع الزراعية عبر الزمن إلى ما يسمى بالعقود ذات التسليم المستقبلي للمنتجات الزراعية وبسعر مضمون (Guaranteed price) أما في الولايات المتحدة فقد بدأت تجارة المستقبليات في أواسط القرن التاسع عشر . (Hirschey:2001:p.770)

فقد أنشأت هيئة شيكاغو للمتاجرة بالمستقبليات (Chicago board of trade) الخاصة بالقمح (Grains) وذلك في عام 1848 وفيما بعد هيئة شيكاغو طورت التعامل بالمستقبليات والخيارات لتشمل تشكيلة واسعة من السلع والجانب الأكثر تطورا في تعاملاتها في الوقت الحاضر هي مستقبليات الأدوات المالية .

(Rose:1997:323)

وأیضا من الأسواق المهمة في الولايات المتحدة سوق النقد الدولي التابع لسوق شيكاغو التجاري (The International monetary market at the) (chicago mercantile exchange) وسوق مستقبليات نيويورك (The Newyork Future Exchange) (Johnson :2000:p.139)

وكذلك سوق شيكاغو التجاري (CME) (The Chicago mercantile exchange) ومن الأسواق الأخرى سوق لندن للمستقبليات المالية الدولية (the London international financial futures exchange) (Ross,et.al:1998:p.656)

ويمكن التفريق بين ثلاث أنواع للسوق هي السوق الفورية (Spot market) وتعرف أيضا بالسوق النقدية إذ تباع وتشتري الموجودات المالية فيها بتسليم آني أو مباشر . (Binhammer & Sephton:1998:p.87)

والسوق الآجلة (Forward market) والسوق المستقبلية (Futures market) , فالسلع المادية والأدوات المادية يتاجر بها في السوق النقدية (Cash market) والتي تدعى عقودها بالعقود النقدية (Cash contracts) ويكون التسليم فيها فوري وبشكل مباشر (Immediate delivery) وهذه العملية – أي التسليم الفوري – تكون نافعة ومفيدة للشخص الذي يحتاج الحصول على السلعة الآن كمثال الحاجة إلى الطعام فالعقد النقدي (Cash contract) لا يمكن إنهاؤه إلا إذا وافق الطرفان على ذلك وأما السعر الحاضر الخاص بالسلعة أو بالأداة المالية فانه يكون على أساس يومي (Found daily) وبناء عليه فان هناك نوعين من الأسواق النقدية هما :-

السوق الفوري (Spot market) والسوق الآجل (Forward market) وكالاتي :

* **السوق الفوري (Spot market)** : وهي سوق تتعامل من خلال القيام بالتسليم الفوري والسعر الفوري (Spot price) يشير إلى سعر السوق الحاضر المتاح الآن في أثناء عملية التسليم .

* **أما السوق الآجل (Forward market)** : فهي سوق تتعامل على أساس التسليم الآجل للسلعة (Defferred delivery) والسعر الآجل يمثل السعر المتاح الآن وفي وقت تسليم آجل . (Jones:2000:p.485)

إذ يشمل العمل بعقد أجل القيام بمبادلة موجود معين من الموجودات بوجود آخر
والسعر الذي تتم فيه عملية التبادل يكون محددًا في مدة التعاقد الأولي وأن عملية
الدفع الفعلية وعملية التسليم للبضاعة يكون في وقت لاحق. (Kolb:1997:p.2)
أما أسواق المستقبلات فتتعلق بتسليم موجود معين من البائع إلى المشتري خلال
تاريخ مستقبلي للتسليم متفق عليه وبسعر شراء محدد.

(Sharpe & Alexander :1990: p.594)

ف عقود المستقبلات هي عقود معيارية تتطلب تسليم السلعة ضمن تاريخ مستقبلي
محدد .

وتقوم مفردات العقد المستقبلي على أنواع مشهورة من العناصر التي تباع وتشتري
وبشكل متكرر فالعقود المتاحة في سوق المستقبلات يمكن أن تقسم ضمن
مجموعتين هي مستقبلات السلع والمستقبلات المالية .

(Ross,et.al :1998 :p.656)

وتشتمل المستقبلات المالية * على مستقبلات الأسهم ومستقبلات أسعار الفائدة
ومستقبلات العملة فعقود مستقبلات الأسهم هي لتسليم الأسهم وعقود مستقبلات
أسعار الفائدة هي لتسليم سندات المديونية مثل سندات الحكومة طويلة الأجل ,
حوالات الخزينة , التقارير التجارية , والقبولات المصرفية , وشهادات الإيداع ,
أما مستقبلات العملة فهي لتسليم عملات أجنبية , فهناك أيضا مستقبلات مؤشرات
الأسهم والتي تجهز الماسك بمدفوعات نقدية بالاعتماد على المستوى المستقبلي
لمؤشرات الأسهم من مثل مؤشرات تورنتو 35 .

(Binhammer & Sephton :1998 :p.101)

أما مستقبلات السلع والسلع الأساسية فتشتمل تشكيلة واسعة من المنتجات الزراعية :
مثل الحنطة , عصير البرتقال , أو العقود على المعادن الثمينة مثل الذهب والفضة
وكذلك العقود على السلع الأساسية مثل النحاس والخشب والعقود على المنتجات
النفطية المتنوعة مثل النفط الخام وزيت التدفئة وزيت البترول المكرر
(Gasoline) . (Ross :1998 :p. 656)

ويُوجد أسواق المستقبلية مجموعة من الاطراف منهم من يشكل اطراف العقد ومنهم من يشكل الوسيط أو المكمّل لاتمام الصفقة ومنهم من يعمل لحسابه الخاص , فالمشتري (buyer) لعقد مستقبلي يوافق على استلام الموجود في تاريخ مستقبلي .

(Binhammer&Sephton : 1998 :p. 101)

وبعملية الشراء هذه فان المشتري يعرف بانه امتلك مركزا طويلا (Long position) (Herbert : 2001 :p. 363)

ويمكن تعريف المركز الطويل بانه :التزام تجاري لشراء موجود معين عند استحقاق العقد . (Jones :2000:p.487)

والطرف الاخر في العقد يعرف بالبائع seller وهو الشخص الذي يلتزم بتسليم السلعة أو الأوراق المالية في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد في العقد .

(Binhammer&Sephton: 1998:p. 101)

وبهذا فان المُكتتب يكون قد امتلك مركزا قصيرا (Short position) .

(Hodges & Ambrosio :1996 :p.265)

وكما يعرف المركز القصير بانه : التزام تجاري لتسليم موجود معين عند استحقاق العقد . (Jones :2000:p.487)

واما بيت التسوية فيعد الجزء المكمّل (Counter party) للعقد أو للصفقة

(Arnold :1998:p.909)

اذ يتم فيه تسوية كافة المبادلات وهو وسيط بين المشتري والبائع

(Francis :1991:p.752)

وبعمله هذا فان الاطراف المتعاقدة ليس بالضرورة أن يعرف أحدهم الاخر فهم يهتمون التوقيع في العقود المستقبلية وهذا يحصل بسبب ضمان بيت التسوية لكل طرف من أطراف العقد . (Johnson :2000:p.139)

ويعد موضع ثقة وأهلية للمتعاملين فهو(البيت) يصبح سمسارا عن كل جانب من أطراف العقد . (Van Horne:1998:p.564)

ويمكن توضيح كيفية أتمام الصفقة عند عدم وجود بيت التسوية وفي حالة وجود بيت التسوية مثلما في الشكلين الاتيين :

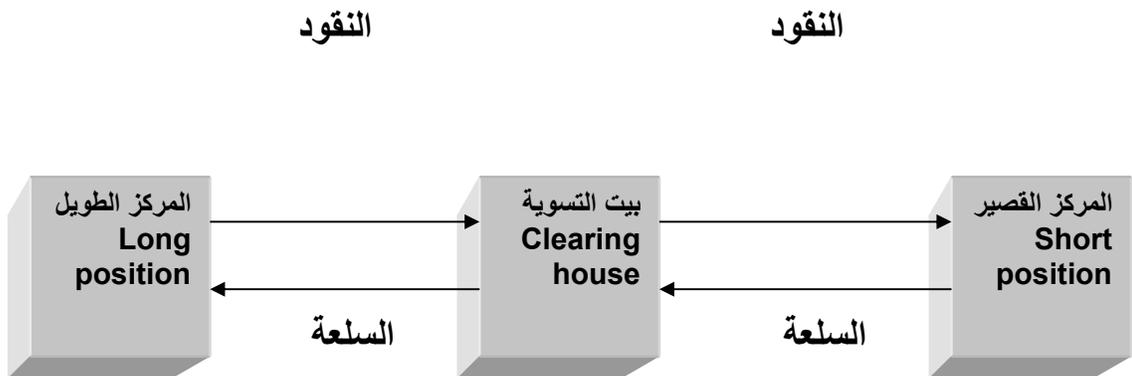
شكل رقم (3)

التبادل من دون وجود بيت التسوية



شكل رقم (4)

التبادل بوجود بيت التسوية



(Source :Boodie,et.al:1999:p.696)

كذلك يوجد طرف آخر قد يدخل في العملية وهو المضارب وهو الشخص الذي سيقبل المخاطرة الأساسية لتوقعه تحقيق عائد كبير (Herbert :2001:p. 361) ويعرف المضارب (Speculator) بأنه ذلك التاجر الذي يبحث عن الربح من خلال ارتفاع أو انخفاض السعر المتوقع في نسب الفائدة أو مؤشرات مبادلات الاسهم (Stocks exchange indicats) ويمكن توضيح حال المضارب في السلع ونسبة الفائدة فالمضارب عندما يعتقد أن سعر السلعة الأساسية (Underling commodity) سيرتفع وذلك بين تاريخ المركز الطويل الاول والتاريخ الذي يجب أن يتم فيه التسليم فإنه سيقوم بشراء مركز مضاربة طويل الاجل بينما في أسعار الفائدة فإن المضارب عندما يشعر بان نسبة الفائدة من المحتمل أن ترتفع وأن العملة ستتنخفض قيمتها فإنه سيقوم بالتحوط القصير الاجل في موجودات مناسبة من خلال شراء العقود المستقبلية .

ويلجأ المضاربون أو التجار الى الاسواق المستقبلية لايجاد مراكز قائمة (Open positions) وفي هذه الطريقة عادة يقوم المضارب باغلاق مركزه الحالي لان هدفه الاساسي هو الربح من خلال بيعه .

ففي السلع صاحب المركز الطويل يمكنه اعادة بيع مركزه الى شخص اخر وذلك في سوق المستقبليات وايضا لان هدفه العائد (Gain) .

أن التاجر الاول هو ذو مركز مضاربة قصير والذي يعتقد ان سعر السلعة سوف ينخفض قبل تاريخ التسليم إذا صدقت التنبؤات وانخفض السعر فعلا فان النتيجة ستكون الربح لصاحب المركز القصير - وفي الحقيقة فإنه قام بشراء عقد بيع قصير الاجل مساو لانخفاض سعر وحداته عن سعر البيع القصير الاول - أما إذا كانت التنبؤات لكل من المضارب ذي المركز الطويل أو المضارب ذي المركز القصير خطأ فان الاطراف الخاطئة ستتكدب الخسارة بينما هي تعد ربحا للاطراف

الاخري . (Francis:1991:p.752)(Howlles&Bain:2000:p.290)

أن اغلب العقود المستقبلية المعروضة تقع ضمن اربعة تواريخ تسليم خلال السنة فهناك عدد من مدد التسليم تتضمن ادراج الموجودات الملموسة

(Tangible assets) والتي تؤمن متطلبات التسليم المادي للعقد وطريقة تحديد سعر التسوية النهائي .

ان التسليم عادة لا يتم عند الشراء أو البيع للعقود المستقبلية فالتجار يستعملون المستقبلات للتحوط ضد المخاطرة التي يتعرضون لها في الاسواق الحاضرة أو النقدية (Cash market) . (Howlles & Bain:2000 : p.290)

فالعقد المستقبلي يمكن إنهاؤه من خلال تسليم الموجود الاساسي أو من خلال اعادة عرضه بالسوق وشراء عقود عكسيه من السوق هذا في حالة البائع للعقد المستقبلي اما المشتري للعقد المستقبلي فيمكنه انهاء مركزه القائم (Open position) عن طريق قبول استلام الموجود الاساسي أو قيامه ببيع عقد عكسي ولذلك فان المشترين للعقود المستقبلية فيما بعد يبيعون العقود المستقبلية لاغلاق مراكزهم بينما البائعون للعقود المستقبلية فيما بعد يقومون بشراء العقود المستقبلية لاغلاق مراكزهم . (Johnson :2000:p.139)

وبالنتيجة فان نسبة قليلة من العقود يتم فيها التسليم فعلا وهي العقود القائمة (Open contracts) الحالية والتي لم يتم اغلاقها .

(VanHorne :1998 :p.564)

ويتم ايضا في سوق المستقبلات صفقات المراجعة (Arbitrage) وهي لانتهاء العلاقة – والتي تعني أن سعر العقد المستقبلي سيكون مساويا للسعر الفوري المتوقع عند تنفيذ العقد- ما بين السعر الفوري لاي موجود وسعره في سوق المستقبلات فعندما يتجاوز مستوى سعر السوق المستقبلي مستوى سعر السوق الفوري أو الحاضر للموجودات الاساسية فان ذلك الفارق (Spread) يدعى بالاساس (Basis) (Ross :1998 :p.657)

واخيرا فان اسواق المستقبلات هي مؤسسات غير هادفة للربح .

(Jones :2000:p.487)

ويمكن معرفة هيكل اسواق العقود المستقبلية من خلال الاتي :

أ- البورصات المنظمة : (The organized exchange)

وهي الاسواق التي يتاجر فيها بالعقود المستقبلية مثل سوق شيكاغو التجاري والذي يعد اكبر واقدم سوق للمستقبليات في العالم وبورصة العقود المستقبلية طوعية في عملها وتعد غير هادفة للربح وتتكون من مجموعة اعضاء لكل عضو مقعد خاص به ويمتلك اعضاء البورصة الحق في المتاجرة لحسابهم من خلال البورصة وان يكون هناك تاثير لهم في الاعمال التي تقوم بها البورصة كما انهم يؤدون خدمات تهدف الى تنظيم عمليات البورصة وقواعدها ووظائفها وادارة العلاقات العامة والتركيز على ان يكون سلوك اعضاء البورصة اخلاقيا وقانونيا وبعض الاحيان يكون هناك مسؤولون اداريون يقومون بادارة اعمال البورصة ويقدمون تقارير عن ذلك الى الاعضاء . (Kolb :1997:p.4)

وترسل الاوامر (Transmitted) الى صالة السوق (Exchange floor) والتي يكون فيها موقع مصمم (Adesignated spot) ويقوم العضو في البورصة بتنفيذ الامر في هذا الموقع والذي يعرف بالحلبة (pit) وسميت بهذا الاسم بسبب شكلها (Shape) والذي يكون دائريا ومحاطة بسلم من الدرجات (Interior descending steps) اذ يقف عليها الاعضاء (Members) . (Sharpe&Alexandar:1990:p.598)

ويكون الاعضاء بعضهم في مواجهة بعض عندما يكونون في الحلبة اذ يتم الاعلان عن عقود البيع والشراء بكلام حرفي من خلال الاعلان بصوت مسموع (Open outcry) (Ritter,et.al:2000:p.154)

وبالاضافة الى وجود الاعضاء في بورصة المستقبلية يوجد ايضا سماسرة الصالة (Floor broker) وهذا يعني انهم ينفذون اوامر الزبائن فهم يتلقون الاوامر بانفسهم أو بواسطة كتبة التليفون (Phone clerks) الذين يعملون معهم فاذا كان الامر محددًا أو امر ايقاف (Stop or limit orders) فانهم يقومون بحفظها في فايل ولا ينفذونها بشكل مباشر وانما ينتظرون حتى وقت تنفيذه والعضو يمكن ان يكون تاجر صالة – وعملهم قد يكون لمدة اقل من يوم- ويطلق على تاجر الصالة (Floor traders) بالمحليون (Locals) وهذا يعني قيامهم

بتنفيذ الاوامر لحسابهم الشخصي (Own personal accounts) حتى يحصلوا على الربح من خلال الشراء بسعر اقل والبيع بسعر اكثر .

ويتشابهه تجار الصالة في بعض الجوانب مع صناع السوق (Market makers) اذ يحتفظ تجار الصالة بمخزون في بعض العقود .

(Sharpe&Alexandar:1990:p.598)

اما الفرق بينهم وبين صناع السوق فهو انهم غير مطالبين بممارسة تلك المهام .
(هندي: 1994 :334)

وهناك الشواوي (Scalper) ويكون قريبا لاغتنام الفرصة ويعرض الاوامر عندما تقل وبذلك يضمن تنفيذها بافضل سعر ممكن . (Ritter,et.al:2000:p.154)

ومن المضاربين كذلك ما يطلق عليهم تجار اليوم (Day traders) الذي يصفي مركزه عادة نهاية اليوم وهناك تاجر المركز (Position trader) وهو المضارب الذي قد يبقى على مركزه دون تصفية لمدة قد تمتد لبضعة شهور .

وهناك فئة تقع بين سماسرة الصالة والمضاربين وهم المستقلون (Independents) فهم ينفذون اوامر عملائهم من بيوت السمسرة كما يتاجرون

ايضا لحسابهم الشخصي (Dual trading) . (هندي : 1994 : 334)

فعندما تكون هناك صفقة يدخل فيها تاجر من خارج صالة البورصة يقوم بتبليغ سمسار الزبون الذي سينقل الامر الى ممثلي شركة السمسرة في البورصة وهناك سيقوم سمسار الصالة (Floor broker) الذي يعمل عند الشركة بتنفيذ الامر في صالة البورصة . (Kolb:1997:p.5)

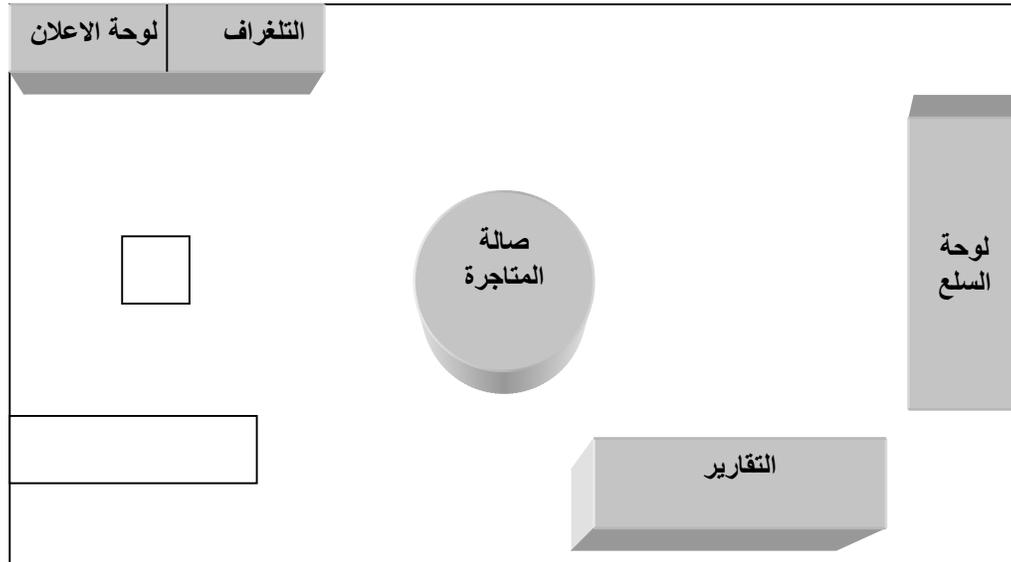
اذ يعلن عن الامر من خلال الاعلان بصوت مسموع (open outcry) وذلك يعني ان أي عضو يرغب بالشراء او البيع لاي عقد مستقبلي يجب ان يعلن وبشكل شخصي (Verbally annouce) عن الامر وسعره .

(Sharp & Alexandar :1990 :p.598)

او يعلن عنه من خلال اشارات متعارف عليها ومرئية لباقي المتعاملين يوضح فيها نوع الامر الذي قدم لتنفيذه ويتم تبادل الرسائل الشفوية او الرمزية بين الراغبين بالبيع او الشراء حتى يستقروا على سعر لتنفيذ الامر ويقوم سمسار الصالة بعد ذلك بابلاغ بيت السمسرة الذي صدر عنه الامر ليؤكد (Confirm) اتمام التنفيذ الفعلي

للامر اذ يقوم البيت بدوره بابلاغ العميل كما يقوم كتابة الصالة (Floor clerks) بتجميع الاوراق عن الصفقات التي ابرمت وتسليمها الى مندوب بيت السمسرة في الغرفة الخاصة بالتعامل والتي يوضحها الشكل الاتي :

شكل رقم (5)
غرفة التعامل



المصدر : هندي : 1994: 332

وعلى اساس تلك البيانات يقوم بيت التسوية باضافة مركز قصير - بيع - (Short position) في مقابل مركز طويل - شراء - (Long position) مشيرا الى وجود عقد جديد (One open interest) على الاصل . كما يقوم بيت التسوية كذلك باعلان تفاصيل آخر صفقة على لوحة الاعلانات (Bulletin board) المثبتة على حائط غرفة التعامل كما يقوم بارسال برقيات

لمكتب الخدمة الاعلامية (News service) لتذاع بيانات آخر صفقة على النطاق المحلي والعالمي وابلاغ بيوت السمسرة بتلك البيانات وعندما يحين تاريخ التسليم اذ ان المستثمر كان اخذ مركزا قصيرا أي باع عقدا ما حينئذ يقوم بيت السمسرة في تاريخ التسليم بابرام صفقة عكسية تتضمن مركزا طويلا أي شراء عقد مماثل للعقد المباع ويقفل بذلك مركز العميل كما يمكن ان يقفل مركز العميل بقيام بيت السمسرة بشراء السلعة محل التعاقد في السوق الحاضر (Spot market) وتسليمها للمشتري ويتم تداول الصفقات في السوق من خلال كارت المتاجرة (Trading cards) الذي توضح عليه بيانات الصفقة التي ابرمت . (هندي :1994 :336-337)

وكذلك يعمل في البورصة تجار يعرفون بالمتحوظين (Hedgers) وهم يتاجرون بالمستقبليات لتقليل تعرضهم للمخاطرة وغالبا ما يكون هؤلاء المتحوظون منتجين لسلعة معينة او مستعملين لسلعة معينة مثلما في المزارعين الذين يزرعون الحنطة والمطاحن التي تقوم بطحنها ولا يتواجد المتحوظون فعلا في صالة البورصة وانما تتم تجارتهم بواسطة شركة مختصة بالسمسرة والتي بدورها تقوم بايصال الامر الى الحلبة وتضمن تنفيذه من السمسار في الصالة (Kolb :1997 :p.5) ويمكن تحديد استخدامات البورصات المنظمة من خلال :

1- اكتشاف الاسعار : (Price discovery)

وهي عملية تحصيل معلومات عن الاسعار المستقبلية للسوق النقدية -الحاضر- من خلال السوق المستقبلية ومن الممكن استخدام التنبؤ بالعلاقة بين اسعار الاسواق الحاضرة من خلال الاسواق المستقبلية باستعمال المعلومات المتعلقة بالسعر المستقبلي اليوم وامكانية وجود الدقة في التنبؤ بالاسعار المستقبلية من خلال اسواق المستقبلية واستخدام انواع اخرى من التنبؤ . (Kolb :1997 :p. 18-19)

2- المراجعة : (Arbitrageurs)

وهي محاولة الحصول على ربح من اختلاف السعر بين السوق الفوري

والسوق المستقبلي . (Chance :1998 :p.280)
وتعني الشراء بسعر منخفض واعداء البيع بسعر مرتفع وذلك بين سوقين
مختلفين كسوق اوساكا وسوق سنغافورة وهذه العملية تحقق ارباح خالية من
المخاطرة . (Arnold :1998 :p.925)
وتعتمد على الفرق بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي ولكن هذه الارباح
الناجمة عن عمليات المراجعة لا تستمر لان المراجحين سيغرقون السوق
بالتعاملات لتحقيق الارباح من هذه التعاملات وتلك ستؤدي الى ان تصل
الاسعار المستقبلية والحاضرة او الفورية الى مستوى التماثل .

(Hempel & Simonson :1999 :p.542-543)

3- المضاربة : (Speculation)

ويكون غرضها تحقيق الربح من خلال التحرك في الاسعار المستقبلية فاذا ما
توقع المضارب ارتفاع الاسعار فسيخذ مركزا طويلا لتوقعه تحقيق الربح اما اذا
كان توقعه انخفاض السعر فانه سيخذ مركزا قصيرا وذلك في حالة السلع .
(Bodie :1999 :p.700)
ويمكن كذلك للمضارب الحصول على الارباح من الارتفاع او الانخفاض
الحاصل في اسعار الفائدة , واسعار السوق , او مؤشرات اسواق الاسهم فعندما
يشعر المضارب انه من المحتمل ان ترتفع اسعار الفائدة او تنخفض قيمة العملة
فسيخذ مركزا قصيرا في موجودات مناسبة من خلال بيع عقود مستقبلية .

(Howells & Bain :2000 :p.290)

4- التحوط : (Hedging)

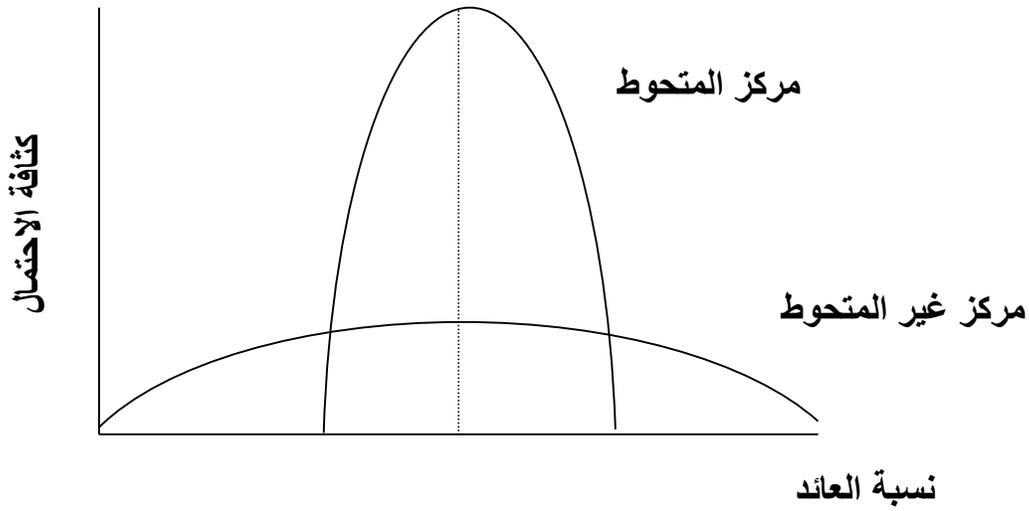
تستخدم المستقبلات المالية كاساليب للتحوط ويشير التحوط الى استعمال
المستقبلات المالية لتخفيض نوع المخاطرة التي يتعرض لها البائع والمشتري .
(Elton & Gruber :1995 :p.620)

والتحوط قد يكون في سلعة معينة او موجود اخر وهي تعني القيام بعملية البيع
والشراء للعقود المستقبلية وبصورة متعكسة أي ان المخاطرة تنخفض من خلال
الحصول على ربح او خسارة في المركز المستقبلي واتخاذ مركز معاكس في

السوق الحاضر واحتمال تحقيق ربح او خسارة وهذا سببه تذبذب الاسعار ويستعمل التحوط لعدم معرفة تحركات السعر المستقبلي وبذلك يدخل المتحوطون في عقود مستقبلية ويمكن توضيح مقدار العوائد بالنسبة للمتحوط عن غير المتحوط بالشكل الاتي :

شكل رقم (6)

العائد للمركز المتحوط قياسا بالمركز غير المتحوط



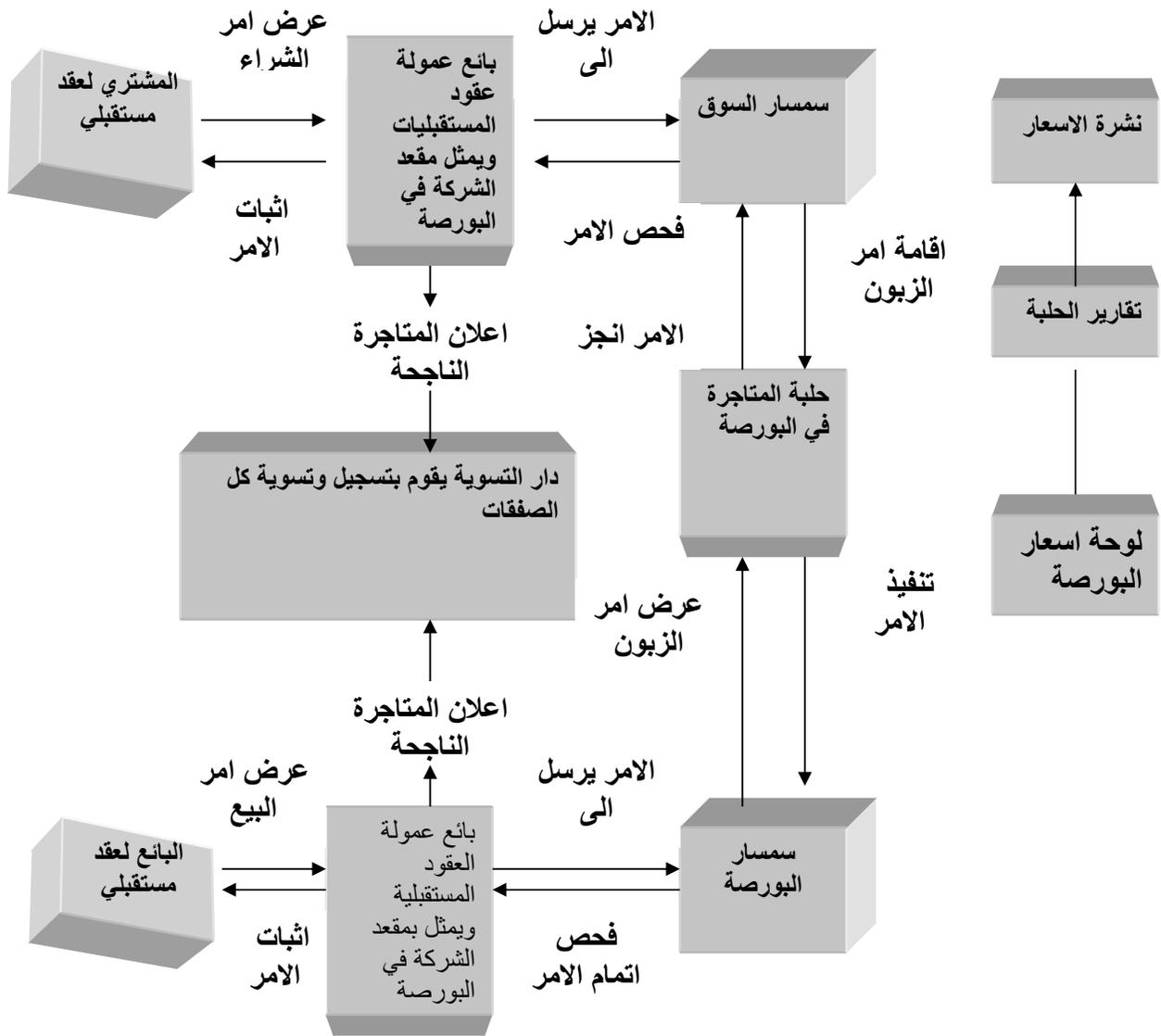
(Source: Jones:2000:p.491-492)

حيث يشير الشكل الى مستوى العائد الذي يحصل عليه المتحوط بالعقود المستقبلية عن المستثمر الذي لم يتحوط اذ يظهر الشكل ان المتحوط بالعقود المستقبلية يكون اكثر احتمالا في تحقيق عائد يفوق كثافة احتمال تحقق العائد للمركز غير المحوط العائد للمستثمر .

واخيرا يمكن توضيح كيفية المتاجرة بالمستقبليات في السوق المنظمة من خلال الشكل الاتي :

شكل رقم(5)

عملية المتاجرة بالمستقبليات في السوق المنظمة



الاورامر القائمة: Open order : اوامر الزبون تبقى سارية المفعول حتى انجازها
الاورامر اليومية: Daily order : اوامر البيع والشراء للزبون تنجز يوميا
الاورامر المحددة: Limit order : يرغب الزبون بالمتاجرة اذا انخفضت الاسعار
اوامر الانهاء: Round order : تلغى التزامات العقود بعقود عكسية او بالتسليم
المادي او قيمة الاوراق المالية. (Rose:1997:p.337)

ب- دار التسوية : (Clearing house)

من اجل ضمان ان تكون المتاجرة بالعقود المستقبلية تتم بطريقة سهلة ومناسبة في
سوق المستقبلية فان لكل بورصة مستقبلية دار تسوية مرتبطة بها .

(Kolb :1997 :p.6)

ويعود تاريخ نشوء دار التسوية الى عام 1925 من لدن هيئة شيكاغو للتجارة
ويمكن ان تكون هذه الدار عبارة عن شركة مستقلة او تعمل جزءا من بورصة
المستقبلية . (Chance :1998 :p.285)

وتضمن دار التسوية التزام جميع الاطراف بتنفيذ التزاماتهم فهي تقوم بدور
المشتري امام البائع ودور البائع امام المشتري وهي ملزمة بضمان اطراف العقد
عندما ينكل (Defaults) احدها . (Francis :1991 :p.756)

وهذا يعني ان الصفقة لا تتم بصورة مباشرة بين البائع والمشتري وانما يتوسط
بذلك بيت او دار التسوية (Clearing house) ويعد الجزء المكمل
(Cotunter party) للصفقة . (Arnold :1998 :p.909)

وهذا يعني بان لكل تاجر التزام امام دار التسوية فقط وهو يامل ان يكون دار
التسوية الى جانبه في عملية المساومة وان وجود دار التسوية وسيطا بين البائع
والمشتري هو بسبب وجود مشاكل عدم الثقة بين الاطراف وضمان ان يقوم كل
طرف بتنفيذ التزامه فان دار التسوية تضمن تنفيذ العقد الى كل طرف في العملية

التجارية اذ بعد القيام بالبيع الاصلي تدخل دار التسوية في العملية التجارية وتعمل كبنائ للمشترى ومشترى للبائع .
(Kolb :1997 :p.6)

فمثلا عندما يرغب التاجر A ان يشتري (50) عقدا من التاجر B وبسعر (\$91,20) فان كلا من الطرفين لا يستلزم ان يعرف احدهما الاخر وانما يقوم دار التسوية بعملية شراء العقود من البائع B وبيعها الى التاجر A الذي طلبها وبذلك فان كل طرف قد نقل المخاطرة الخاصة به الى دار التسوية .

(Roth :1996 :p.217)

ويمكن توضيح العملية اكثر , اذ عندما يرغب المستثمر بشراء عقود معينة فانه يقوم بابلاغ السمسار الذي بدوره يمثل شركة السمسرة ليُنشئ للمستثمر مركزا مستقبليا وتقوم شركات السمسرة وعن طريق سمسارها بارسال تلغراف الى تاجر الصالة في البورصة اذ تتم المتاجرة بين التاجر في الحلبة (pit) وذلك عن طريق الاعلان وبصوت مسموع او باشارات اليد التي تكون مفهومة وواضحة للاطراف الاخرى في الحلبة وبعد اتمام الصفقة يقوم دار التسوية بتسجيل العقود الممسوكة من قبل التاجر لكل من صاحب المركز الطويل وصاحب المركز القصير وبذلك تصبح دار التسوية بائعة للمشترى ومشترية للبائع وهذا يعني ان دار التسوية ملزمة بتسليم السلعة لصاحب المركز الطويل والقيام بعملية الدفع لصاحب المركز القصير ويجب ان يكون صافي مركز دار التسوية صفرا .

(Bodie,et.al:1999:p.695)

أي ان عدد العقود المشتراة يجب ان تساوي عدد العقود المباعة أي ان كل طرف يتوقع استلام السلعة فان الطرف الاخر في العملية التجارية يجب ان يكون مستعدا لاتمام عملية التسليم وجمع كل المراكز الطويلة والقصيرة فان الناتج يكون صفرا .

(kolb :1997:p.7)

ويمكن التفريق بين دارالتسوية وشركةالتسوية (Clearing corporation) اذ تملك شركة التسوية اعضاء متخصصين وتعمل في السوق الفورية ولا تقف بين الطرفين المتعاقدين ويقوم الاعضاء المتخصصون بعملية البيع والشراء .

(Ritter,et.al:2000:p.154)

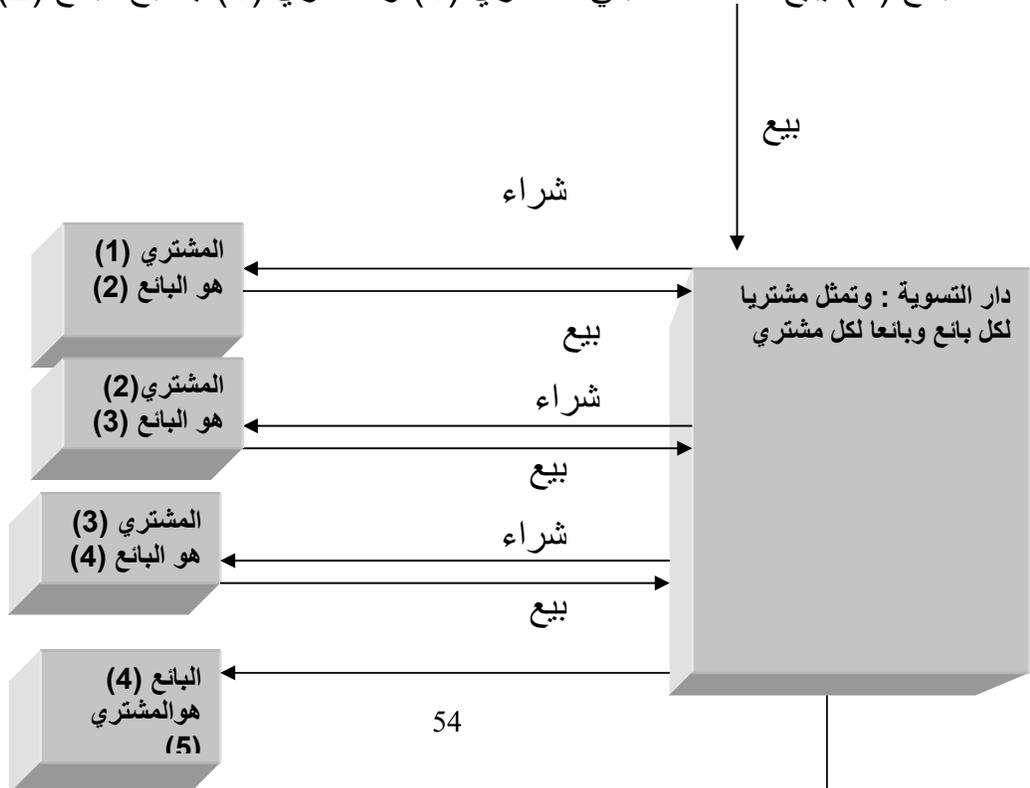
ان وجود دار التسوية بين البائع والمشتري وسيطة في تنفيذ الاوامر هو لغرض تسهيل اكمال الصفقات التجارية . (Weston & Copeland:1988:p.303)
 ولكن كيف تدبر دار التسوية الموارد المالية اللازمة لقيامها بكل هذه المسؤوليات تقوم دار التسوية باثشاء صندوق ضمان (Gurantee fund) يتم تمويله بجزء من الرسوم (Fees) التي يحصل عليها من كل طرف من اطراف العقد وعندما ينكل احد الطرفين تقوم دار التسوية باستخدام جزء من موارد هذا الصندوق لتغطية التكاليف اللازمة لتنفيذ العقد وفي ظل هذا الضمان لايصبح اطراف العقد بحاجة الى التحقق من قوة المركز المالي للطرف الاخر بل وليسوا بحاجة إلى ان يعرف كل منهما الاخر مما يسهل تداول العقود ويوفر لها قدرا كبيرا من السيولة , مثلما تضمن دار التسوية تنفيذ العقد الاصلي فانها ايضا تضمن عملية انشاء مركز معاكس للمشتري عندما يرغب ببيع عقده واثشاء مركز معاكس للبائع عندما يرغب بشراء عقد آخر . (هندي:1994: 344- 345)

ويمكن توضيح الية عمل دار التسوية من خلال الشكل الاتي :

شكل رقم (8)

خريطة توضح سلسلة التدفقات على عقد معين

البائع (1) يبيع العقد المستقبلي للمشتري (1) والمشتري (1) يصبح البائع (2)



شراء

المشتري (5) يأخذ التسليم للعقد المستقبلي عندما يحين تنفيذ البائع (1) يقوم بالتسليم , ولا احد من الاطراف الخمسة يحتاج الى رؤية الطرف الاخر عندما يريد امتلاك الموجود . (هندي :1994: 346)

اذ يقوم الشخص الذي يمتلك الموجود (البائع 1) ببيعه الى المشتري (1) ويكون دار التسوية مشتريا للبائع وبائعا للمشتري أي ان كل طرف يكون لديه التزام امام دار التسوية ولهذا فان التعامل لا يتم بصورة مباشرة بين الطرفين بسبب وجود دار التسوية وعندما يتوقع المشتري للعقد انخفاض قيمة العقد المستقبلي يقوم ببيعه مرة اخرى وبذلك يكون المشتري هو البائع (2) للسلعة والطرف الاخر يكون المشتري (2) للسلعة وعندما يبيع المشتري (2) الموجود يكون في هذه الحالة البائع (3) والطرف المشتري يكون رقم (3) وهكذا بقية الحالات والنتيجة ان المشتري (5) يستلم الموجود عند تاريخ الاستحقاق بينما البائع (1) يكون ملزما بتسليم الموجود للمشتري وبهذا ترى ان الاطراف الخمسة لا يحتاجون الى رؤية بعضهم في اتمام الصفقة وانما يقوم دار التسوية بذلك عن كل طرف .

ويقوم دار التسوية لتقليل المخاطرة التي يتعرض لها الى فرض هامش أولي وهامش صيانة والتسوية اليومية للمراكز المالية للعملاء وفيما يأتي توضيح لها .

1- الهامش الاولي : (Initial margin)

لضمان فاعلية بيت التسوية لاداء كل العقود وحتى يكون قادرا على اداء التزاماته فانه يطلب على كل التجار هامش اولي لحماية (Against) صافي مركزه القائم . (Roth :1996 :p.217)

فعندما يتم ابرام العقد يقوم كل من المشتري والبائع بايداع هامش اولي لدى بيت السمسرة ويتحدد من البورصة بالاعتماد على العقد المستقبلي المتاجر به ويستخدم الهامش الاولي لغرض اظهار سلامة نية المستثمر بتنفيذ التزامه .

(Johnson:2000:p.139)

اذ تفرض على المراكز ما بين (5- 15 %) من القيمة الكلية للعقد .

(Weston & Copeland :1988 :p.305)

ويكون الهامش الاولي في الودائع اما اوراقا مالية او مبلغا نقديا عندما يتم ابرام عقد جديد . (Binhammer& Sephton:1998:p.101)

ويعد الهامش الاولي ايضا ضمانا لدوافع كل من البائع والمشتري الاقتصادية منها والمالية والذي به تكتمل الصفقة في السوق المالية (Hirschey :2001 :p.789) كذلك يمكن ان يكون الهامش الاولي عبارة عن كتاب اعتماد مصرفي ولاهمية الهامش فان البورصات والسامسة تراعي مسالة ضرورة ان لا يكون التامين المالي مرتفعا لدرجة غير معقولة ويفترض بالهامش الاولي ان يكون مساويا تقريبا الى الحد الاعلى للتقلبات السعرية اليومية المسموح بها للعقد المتاجر به وعندما يقوم التاجر بتنفيذ التزاماته المرتبطة بمركزه في المستقبلات وعلى الوجه الصحيح تعاد وديعة الهامش الاولي للتاجر اما اذا كان قد اودع ورقة مالية لتكون هي التامين المالي وسيكسب التاجر عندئذ الفائدة التي ستتراكم في اثناء وجود الورقة المالية بصفتها تاميننا ماليا .

وقد يكون غريبا ضالة المبلغ بالنسبة الى قيمة السلعة الاساسية في العقد ولكن تكون هذه الضالة معقولة لان هناك ضمنا اخر موجودا هو التسوية بحسب السوق .

(Kolb :1997:p.8-9)

2- التسوية بحسب السوق : (Marking to Market)

وتعرف بانها : القيمة السوقية الحقيقية للعقد المستقبلي في كل حساب للمستقبلات وبسعر الاغلاق للاعمال في كل يوم . (Johnson :2000:p.140) وهي عبارة عن سياسة تسوية يومية تعني بان تجار المستقبلات تتغير حسابات هوامشهم ارتفاعا وانخفاضا بصورة نقدية بالاعتماد على نتائج المتاجرة اليومية .

(Kolb :1997:p.26)

وذلك يعني تغير وديعة الهامش نظرا لان العقود قد يكون فيها ربح او خسارة بحسب التسوية اليومية لها . (Elton & Grubur :1995 :p.612)

ففي نهاية كل يوم يتم اغلاق حسابات الاعمال الخاصة بمركز العميل (Client) الخاصة بالعقود المستقبلية عندما يعقد مجلس المتاجرة (Session) .

(Binhammer & Sephton:1998:p.101)

فاذا ارتفعت اسعار العقود المستقبلية ذلك اليوم فذلك يعد ربحا لصاحب المركز الطويل وتعد خسارة لصاحب المركز القصير ويضاف الى الهامش اما اذا كانت نتيجة ذلك اليوم انخفاض الاسعار فهي بالعكس اذ تنزل مبلغ الخسارة او الانخفاض (Subtract) من حساب الهامش والرصيد الجديد الخاص بالهامش اذا كان اقل من مستوى الصيانة فان على المستثمر ان يرفع هذا الهامش حتى مستوى الهامش الاولي الاصلي . (Eales:1995 :p.65)

ويمكن توضيح كيفية حساب الهامش الاولي والتنسوية بحسب السوق من خلال الجدول التالي :

جدول رقم (3)

الهامش الاولي والتنسوية بحسب السوق (دولار)

الايام	الاثنين	الثلاثاء	الاربعاء	الخميس	الجمعة
قيمة العقد المستقبلي بالاعتماد على سعر الاغلاق اليومي	50000	49000	44000	50000	55000
مركز المشتري					
الهامش الاولي	5000				
هامش الصيانة (يضاف له ويطلب منه)	0	(1000)	(5000)	6000	5000
متراكم الربح والخسارة	0	(1000)	(6000)	0	5000
مركز البائع					
الهامش الاولي	5000				
هامش الصيانة (يضاف له ويطلب منه)	0	1000	5000	(6000)	(5000)
متراكم الربح والخسارة	0	1000	6000	0	(5000)

ويظهر في يوم الثلاثاء ان المشتري للعقد مدين بـ 1000 دولار في حساب العضو وهكذا يجب ان يدفع في نهاية اليوم او تقوم البورصة بصورة اوتوماتيكية باغلاق مركز العضو (Members) وتجمد او تبلور (Crystallise) الخسارة .

اما اذا قام المشتري بتزويد هامش الصيانة فهو بذلك يحتفظ بمركز قائم حتى يوم الجمعة وسيكون حسابه مضافا اليه مجموع 5000 دولار وبذلك فان المشتري يملك حق الشراء بسعر 50000 دولار ويمكنه البيع بسعر 55000 واذا ما قام كل من البائع والمشتري باغلاق مراكزهم في يوم الجمعة فان المشتري سيكون مخولا لاستلام الهامش الاولي زائدا الربح المتراكم أي :

$$5000 + 5000 = 10000 \text{ دولار}$$

بينما البائع لا يستلم أي شيء وذلك بسبب ان الهامش الاولي البالغ 5000 دولار عوض خسارته البالغة 5000 دولار . (Arnold:1998:p.911)

وان سعر التسوية اليومية للعقد هو عبارة عن السعر الفوري (Spot price) او السعر الحاضر وان عملية التسوية هي تسوية الربح والخسارة بين المشتريين والبائعين فعند ارتفاع السعر فان على البائع ان يودع تمويل اضافي بمقدار الارتفاع في حساب الهامش اما اذا كانت الحالة بالعكس وهي انخفاض السعر الفوري فان على المشتري للعقد المستقبلي ايداع تمويل اضافي بمقدار الانخفاض في حساب الهامش الخاص به وهذه العملية هي لضمان ان يقوم الطرفين بتنفيذ التزاماتهم .

(Hirschey :2001 :p. 770)

3- هامش الصيانة : (Maintenance margin)

ويدعى ايضا بهامش التباين (variation margin) وهو مبلغ اضافي يشكل نسبة معينة من قيمة الهامش الاولي ويدفع الى بيت السمسرة لضمان اداء العقد المستقبلي اذا اسعار مركز السلعة تذبذبت بشكل عكسي . (Francis :1991 :p.763) وتتأرجح نسبة هامش الصيانة ما بين (75 – 80 %) من الهامش الاولي للمستثمر وعلى المستثمر ان يحافظ على بقاء هذه النسبة على ما هي عليه فاذا ما انخفض الهامش عن هذه النسبة فان المستثمر سيطلب بطلب الهامش (Margin call) من سمساره وهذا الطلب لغرض اضافته الى هامش الصيانة لغرض رفع مستواه الى النسبة المحددة من الهامش الاولي فاذا امتنع المستثمر عن دفع المبلغ فان السمسار سيغلق مركز المستثمر بواسطة الدخول في صفقة عكسية (Reversing trade) في حساب المستثمر .

(Sharpe & Alexandar :1990 :p. 601)

ويمكن توضيح العملية عندما يقوم شخص من غير الاعضاء (Non-member) بتملك مركز قائم يجب عليه ان يدفع هامش اولي (Initial margin) ضمن حساب للهامش يوضع عند السمسار (Broker) والذي هو عضو في البورصة (Member of the exchange) وبالإضافة الى ذلك كل يوم يعمل حساب لصادفي المركز ويكون على اساس السوق و يسمى التسوية بحسب السوق أي بسعر التسوية في البورصة وهو عبارة عن تعديل للسعر لئلا يقل عن سعر الصفقة خلال اليوم وتحسب من خلال البورصة , اذا تحرك السعر بشكل معاكس للصفقة فستخسر الصفقة وستكون مدينة من لدن حساب الهامش والعميل يجب عليه ان يودع هامش تباين اضافي (Additional variation margin) ليصلح متطلبات الهامش بالحد الأدنى اما اذا المركز اصبح في حالة ربح فان التاجر سيستلم هامش التباين من البورصة والذي يمكن ان تضيفه على حساب الهامش وبذلك فان هامش الصيانة هو مجموع النقد اليومي للتاجر والذي سيدفع الى او يستلم من السوق اذا كان التحرك في صالح مركزه او ضده .

ويمكن توضيحه بالمثل الاتي :

اليوم الاول : المركز الطويل 10 (sep) لعقود الايرو دولار @ 93.04

الهامش الاولي هو $625 * 10$ \$ 6.250

اليوم الثاني : سعر التسوية ارتفع الى (93.28) أي (24)

الربح = $25.00 * 10 * 24$

\$ 6000 = \$12.250

التاجر ياخذ 6000 (take out) \$ 6.250

اليوم الثالث : سعر التسوية انخفض الى 93.10 (بنسبة 18)

الخسارة = $25.00 * 10 * 18$

\$ 4.500 = \$ 1.750

التاجر يُسلم طلب هامش الصيانة البالغ (4.500) \$

\$ 6.250

(Kolb :1997 :p.10)

اذ ان الهامش الاولي هو 1400 دولار ايداع كحد ادنى , وهامش الصيانة هو 1100 دولار فعندما تهبط قيمة الهامش الى اقل من هامش الصيانة فان بيت السمسرة سيطلب من صاحب العقد ايداع مبلغ اضافي يوصل المبلغ الى مستوى الهامش الاولي ويكون الدفع نقدا وهو ما يدعى بـ (طلب الهامش) واذا زادت قيمة الهامش عن مستوى الهامش الاولي فبامكان التاجر ان يسحب الزيادة من دون ان تنقص قيمة الهامش الاولي وبما ان حدوث الارباح والخسائر محتمل الوقوع يقوم التاجر لتفادي الدفع في حالة الخسارة من خلال طريقين اما بايداع اوراق مالية تفوق قيمتها قيمة الهامش الاولي او بايداع اموال تزيد قيمتها عن مبلغ التامين المالي الاولي ويتم الايداع في حساب يحمل فائدة وبهذا يوفر التاجر سيولة نقدية تحميه من (طلب الهامش) (Kolb :1997:p. 10)

4- الصنعة المعاكسة : (Reversing trades)

يكون امام المستثمر امران عندما يحين وقت التنفيذ هو اما ان يقوم بعملية الايفاء بتعهده بتسليم الموجود الاساسي او من خلال اعادة عرضه وشراء عقود عكسية (Reversing contract) من خلال البورصة وهذا في حالة البائع اما في حالة المشتري فانه اما ان يقبل استلام الموجود الاساسي او يقوم ببيع عكسي .

(Johnson :2000 :p. 139)

وان اغلب المراكز المستقبلية يتم اغلاقها من خلال اجراء صفقة معاكسة قبل التنفيذ (Exrcise) . (Arnold :1998 :p.909)

اذ ان المشتري لعقد سندات الخزينة في شهر June يمكنه اغلاق مركزه في أي وقت بواسطة بيع عقد لسندات الخزينة في June اذ ان اقل من 1% من كل العقود المستقبلية المتاجر بها تسوى من خلال التسليم الفعلي للموجود الاساسي .

(Elton & Gruber :1995 :p. 613)

أي ان المشتري يقوم ببيع عقد يحمل خصائص العقد الاول نفسه من حيث الالتزامات سواء شهر التسليم , عدد العقود , البضاعة التي تمت المتاجرة بها .

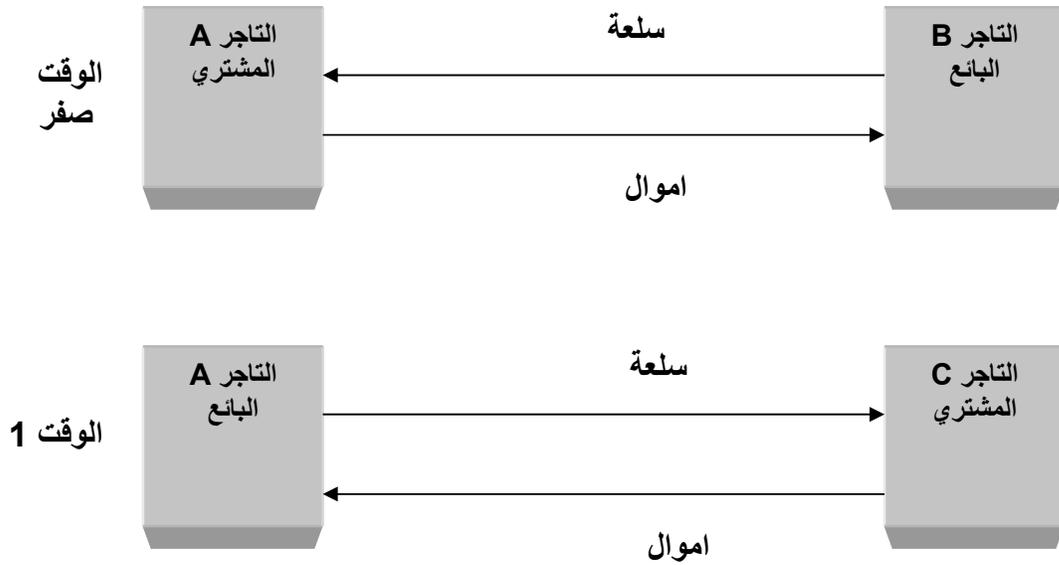
وكذلك يقوم البائع بشراء عقد مستقبلي يحمل الخصائص نفسها عندئذ تكون الصفقة عكسية .
(Kolb :1997 :p.13)

كذلك يمكن غلق المركز ايضا في حالة تغير الاسعار على نحو يجعل المستثمر خاسرا وبذلك ينخفض هامش الصيانة الى ما دون الحد المقرر وعدم تلبية المستثمر لطلب الهامش لتسوية الفرق يقوم السمسار بغلق مركزه في السوق .
(Solnik :2000 :p.460)

ويمكن توضيح اساليب اجراء الصفقة المعاكسة بالشكلين الاتيين :

شكل رقم (10)

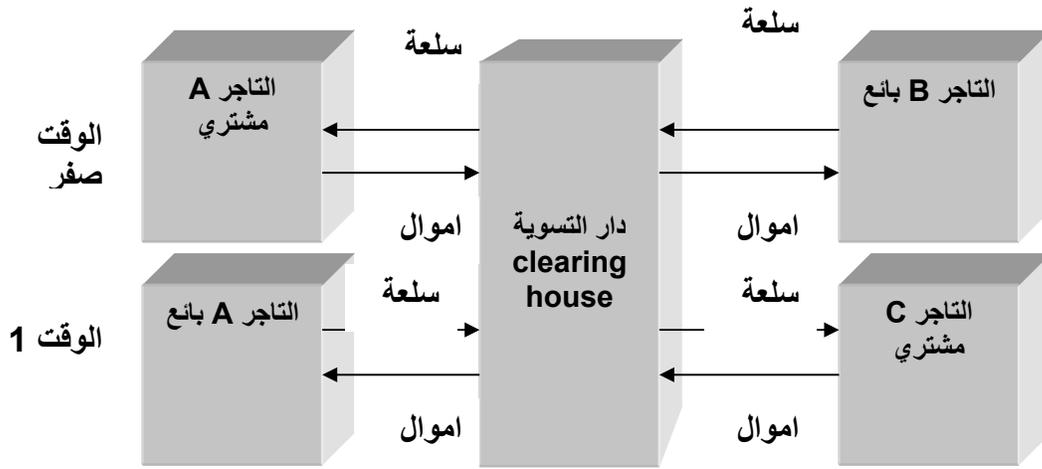
اجراءات الصفقة المعاكسة في حالة عدم وجود دار التسوية



(Source:Kolb:1996:p.28)

شكل رقم (11)

اجراءات الصفقة المعاكسة في حالة وجود دار التسوية



(Source : Kolb :1996 :p.28)

يشير الشكل الاول الى حالة عدم وجود دار التسوية في التوسط بعملية الصفقة المعاكسة اذ يبيع الطرف B الى المشتري A بصورة مباشرة ويقوم المشتري بعد ذلك باجراء صفقة عكسية ببيع العقد للطرف الثالث C وقد يكون البائع B هو صاحب الموجود الاساسي فيلزم بتسليمه الى المشتري C او يكون مشتريا للسلعة التي باعها وبذلك يغلق مركزه وكذلك الحال مع الطرف A والذي يمتلك مركزا قصيرا ومركزا طويلا وبذلك يغلق مركزه الا انه لا يوجد ضمان لتنفيذ الاطراف لالتزاماتها ولذلك تعد دار التسوية ضامنة لكل طرف من خلال الهامش والعمولة التي تستوفيها وبذلك فان التاجر B يبيع الموجود الى التاجر A بواسطة دار التسوية ويقوم التاجر A باعادة بيع الموجود الى المشتري C وبذلك ترى دار التسوية بان كل طرف يمتلك مركزا طويلا ومركزا قصيرا فيقوم بالغاء التزامه المتعلق بالعقد المستقبلي .

اذ يمكن توضيح العملية بالطريقة الاتية :

1- الاول من مايس

2- المركز الاولي للطرف الاول : اشترى عقدا في الاول من ايلول لسلعة

الشوفان بسعر (171) سنتا للبوشل الواحد .

- 3- العاشر من مايس
- 4- الصفقة المعاكسة للطرف الاول : يبيع عقدا في الاول من ايلول لسلعة الشوفان بسعر (180) سنتا للبوشل الواحد .
- 5- الطرف الثاني : باع عقد الاول من ايلول لسلعة الشوفان بسعر (171) سنتا للبوشل الواحد .
- 6- الطرف الثالث : اشترى عقد الاول من ايلول لسلعة الشوفان بسعر (180) سنتا للبوشل الواحد فعندئذ تلاحظ البورصة ان مركزيهما متوافق (احدهما قصير والآخر طويل) فتلغي التزامات كل منهما المتعلقة بالعقد المستقبلي.
- (Kolb :1997:p.13)

ج- الاطراف المتعاملة في بورصة العقود المستقبلية :

- 1- المشتري : (Buyer)
- ويشكل احد اطراف العقد وهو الشخص الذي يوافق على قبول استلام سلعة معينة وبمقدار معين وبسعر محدد وفي شهر معين في المستقبل .
- 2- البائع : (Seller)
- ويشكل الطرف الثاني للعقد وهو الشخص الذي يوافق على تسليم سلعة معينة وبمقدار معين وبسعر محدد في المستقبل . (Mayo :2001 :p.361)
- 3- المضاربون : (Speculators)
- المضارب هو أي شخص يريد شراء مركز بيع او مركز شراء على العقد المستقبلي وهدفه بذلك هو اغتنام الفرصة لتحقيق الربح في حالة ارتفاع او انخفاض الاسعار . (Gough :2001 :p.171)
- 4- المتحوط : (Hedger)

وهو الشخص الذي يقوم بشراء وبيع المستقبلات ليجوئ نفسه ضد مركز المخاطرة العكسية في السوق الحاضر (Spot market) .
(Sharpe & Alexandar :1990:p.594)

د- اعضاء بورصة العقود المستقبلية :

1- السماسرة : (Brokers)

وهم اعضاء ينفذون اوامر عملاء بيت السمسرة التابعون له .

(Weston & Copeland :1988 :p.305)

اذ ان العقود المستقبلية يتم التعامل بها من خلال السماسرة في بورصة السلع او الاوراق المالية وشركات السمسرة المتمثلة بالسماسرة وهم اعضاء في البورصة وعددهم محدد وهم مستقلون ويقوم السماسر بتنفيذ اوامر عملائه من بيت السمسرة وياخذ عمولة معينة على تنفيذ الامر وهذه العمولة عادة تغطي كل من الشراء والبيع اللاحق له في العقد .
(Mayo :2001 :p.36)

2- التجار : (Traders)

ويطلق عليهم تجار الصالة (Floor traders) فهم يعملون لحسابهم الخاص .

(Jones :2000 :p.488)

اولا : المضاربون :

ويكون هدفهم تحقيق الربح من خلال اغتنام فرص الصعود والنزول في الاسعار .

(Melvin :2000 :p. 77)

ويمكن تقسيم المضاربين على اربعة اقسام :

1- تجار المراكز : (Position traders)

تاجر المركز هو الشخص الذي يحتفظ بمركزه لمدة معينة حتى يحدث شئ ما يجعله يبيعه ومدة احتفاظه بالمركز تكون طويلة .

2- الشواري : (Scalpers)

وهو من تجار الصالة ويقوم بعملية الشراء والبيع والشواي لا يحتفظ بمركزه الا لدقائق او ثواني وهو مستمر في السوق لحظة بلحظة .

(Walmsley:1996 :p.169)

3- اصحاب الفروق : (Spreaders)

يستعمل الفرق بالمستقبليات للمضاربة عند مستوى منخفض من المخاطرة , فارق المستقبليات يشمل المركز الطويل على العقد الواحد ومركزا قصيرا على اخر , صاحب الفارق (Spreader) يشتري العقد بمدة استحقاق شهر واحد ويبيع عقدا مماثلا عكسيا (Other wise) مع فرق في شهر الاستحقاق .

اذ يكون المركز الطويل في العقد المستقبلي على سلعة واحدة والمركز القصير على عقد اخر في هذه الحالة السلعتان تتم صفقاتهما في سوق مختلفة , عقلانية هذا النوع من الفرق المربح في ادراك – طبيعة- الاختلاف بين سعر العقدين المستقبليين وعندما تتحرك الاسعار خارج مستويهما يقوم التاجر باستغلال الفارق

(Chance :1998 :p.274)

4- تاجر اليوم : (Day trader)

وهو المضارب الذي يصفى مركزه عادة بنهاية اليوم .

ثانيا: المتحفظون :

هم اشخاص او شركات تدخل في عقود عكسية ويستعملون العقود لتخفيض مخاطرة الخسارة من تذبذب الاسعار (Fluctuatin price)(Mayo :2001 :p. 361)

3- المستقلون : (Independents)

يقعون في موقع وسط بين سماسرة الصالة والمضاربيين فهم ينفذون اوامر عملائهم من بيوت السمسرة كما يتاجرون لحسابهم الشخصي (Dual trading) .

(هندي :1994: 334– 335)

هـ - نشرة اسعار المستقبليات : (Future price quotation)

يوضح الشكل رقم (10) آلية الاعلان عن اسعار العقود المستقبلية وذلك طبقا لما نشرته صحيفة وول ستريت وليوم المتاجرة المؤرخ في الاربعاء 23 تموز (July) لسنة 1997 في بداية الجدول تجد محل التعاقد - الاصل - واول جدول يخص الحبوب وزيت الحبوب (Grains & Oil seeds) .

ويوضح اسعار هيئة شيكاغو للتجارة (CBT) الخاصة بالحنطة والتي فيها حجم العقد وهو (5000) بوشل والتعامل بالسنت (Cent) للبوشل الواحد , اذ يشير العمود الاول الى اشهر التسليم اما العمود الثاني فيوضح السعر لاول صفقة ابرمت في ذلك اليوم والعمودان الثالث والرابع يشيران الى اعلى وادنى سعر في ذلك اليوم والعمود الخامس يشير الى متوسط اعلى وادنى سعر في لحظات الاقفال والعمود السادس يوضح التغير في السعر الممثل لليوم مقارنة باليوم السابق .

وفي العمودين السابع والثامن يوجد اعلى وادنى سعر للتعامل على ذلك العقد منذ تاريخ ابرامه ويوضح العمود التاسع عدد العقود القائمة في تاريخ التنفيذ .

وفي نهاية الجدول نجد ملخصا لحجم التعاقد لكل اصل فنجد عدد العقود التي ابرمت في ذلك اليوم (50000) عقد ويبلغها عدد العقود التي ابرمت في اليوم السابق أي الثلاثاء وهي (53840) ثم عدد العقود القائمة مقارنة باليوم السابق وهي تشير الى زيادة مقدارها (2369) عقدا . وتعني العقود القائمة انه في اليوم الذي يعقد فيه عقد جديد فان عدد العقود تكون مساوية للصفر .

وخلال الاشهر المبكرة في حياة تبادل العقود - لمدة سنة واحدة لاغلب السلع - اذ يكون هناك عدد كبير من العقود تقام وتغلق والمتراكم اليومي الصافي للعقود اليومية يصل الى آلاف العقود خلال اشهر قليلة وعند اقتراب تاريخ التسليم المعين اكثر العقود يتم غلقها من خلال الصفقات العكسية (Reversing delivery) .

(Francis :1991 :p. 758)

و- حدود الاسعار : (Price limites)

البورصة لها الحق لفرض حدود على تحركات الاسعار اليومية للعقود المستقبلية عن اسعار اغلاق اليوم السابق , حدود الاسعار اليومية تاخذ اعلى وادنى سعر للعقود المستقبلية يمكن ان تصل اليه خلال المتاجرة ذلك اليوم .

ف عندما يصل السعر اليومي مداه لا يعني ذلك ان المتاجرة تتوقف وانما تستمر بالسعر نفسه ولكن دون تجاوز اعلى وادنى سعر محدد .

(Fbozzi & Modigliani :1996 :p.219)

وفي اليوم التالي يتم التعامل باعلى سعر وصل اليه العقد في اليوم السابق وبتفاوت الحد الاقصى للتغير السعري من اصل الى اخر وان كانت بعض العقود على المؤشرات السوق (Stock index future) لا تخضع اسعارها لقاعدة الحد الاقصى المشار اليها اما السبب بوضع حد اقصى للتغيرات السعرية وهو الحد من اثار المغالاة في الاستجابة للمعلومات التي قد ترد الى السوق اذ ان التغيرات السعرية للعقود تعكس مباشرة العائد المتولد عن الاستثمار فيها , كما يتفاوت الحد الادنى بحسب الاصل وعادة ماتحدد البورصة قيمة الهامش الاولي ليعادل الحد الاقصى للتغير السعري مضروباً في الكمية التي يتضمنها العقد .

(هندي :1994: 367 – 368)

التحوط

التحوط : المفهوم - الاستراتيجية - النسبة - الفاعلية - الربح والخسارة

اولا :- مفهوم التحوط وطبيعته:

التحوط : هو من الخصائص التي وجدت مع الانسان فعندما يشعر بوجود الخطر يتحوط ضده وهناك الكثير من الحوادث في الازمان السالفة التي تشير الى هذا التحوط فقد جاء في سورة يوسف من القران الكريم (تزرعون سبع سنين دابا فما حصدتم فذروه في سنبله الا قليل مما تاكلون (47) ثم ياتي من بعد ذلك سبع شداد ياكلن ما قدمتم لهن الا قليلا مما تحصنون (48)) (يوسف 47/48)

عندما سال القوم يوسف عن الرؤيا التي رواها عزيز مصر علم يوسف بما علمه الله بان هناك سبع سنين يصبح فيهن قحط فاشار عليهم بدرء الخطر من خلال تخزين الغذاء لتلك السنوات فعملية التحوط المستقبلية في العقود بالمفهوم المالي تنطبق مع الاية الكريمة من حيث التحوط ضد الخطر ويعرف التحوط في اللغة بانه تحوط , وتحيط والتحوط , والتحيط . (الرازي :1982: 162)

واحتاط في الامر : اخذ في اموره باوثق الوجوه ويقال احتاط لنفسه وللشيء (استحاط في الامر بالغ في الاحتياط , الحوطة : الاحتياط) و (الحيط) , يقال الرجل حيط . (مصطفى : 1989 : 207- 208)

ويرى الاصوليون التحوط انه (احتياط عقلي) أي الاجتناب عن كل ما احتمال فيه الضرر الاخروي مهما كان ذلك الضرر مشكوكا او مظنونا كما ان القول حاكم بلزوم ترك مقطوعه . (المشكيني :1993: 256)

وان مفهوم التحوط من وجهة نظر العلوم المالية المعاصرة هي اتخاذ مركزين متعاكسين في وقت واحد أي باتخاذ مركز طويل واخر قصير في سلع خاصة كما ويعد التحوط من اول اهداف الاسواق المالية . (Mayo :2001 :p.368)

وذلك يعني ان الربح (الخسارة) في المراكز المستقبلية يقابلها خسارة (ربح) في مركز النقدية أي اتخاذ مركز مستقبلي يكون مقابل لمركز متخذ في السوق النقدي الحاضر والذي يشار اليه بالتحوط النقدي (Cash hedge) مقابل التحوط المتوقع (Anticipatory Hedge) . (Jones:2000:P.491)

وبهذا فان التحوط بالعقود المستقبلية يسمح للمتحوطين بحماية انفسهم من تقلبات الاسعار والتي تعرف بمخاطرة السوق (Market risk) باستخدام المراكز المختلفة والمؤقتة (Temporary) (Sharpe& Alexander :1990:p.619) وان معرفة اتجاهات الاسعار هي مسألة مهمة بالنسبة للمتحوط وذلك لان السعر المستقبلي في تاريخ التسليم قد يختلف عن السعر الحاضر في الوقت نفسه وعدم معرفة مقدار الفرق بينهما قد يؤدي الى تكبد المستثمر الخسارة او حصوله على الربح فعمليات السوق المالية بالنسبة الى التجار المتحوطين ضد التغيرات غير المتوقعة في السعر الحاضر لموجوداتهم هي بسبب انه قد يكون هناك فرق في سعر الشراء لسلمة عن سعر بيعها في وقت اخر .

(Kamara & Siegel :1987 :p.1007-1008)

فالتحوط يستخدم من لدن المستثمرين القلقين من تحركات الاسعار واثارها العكسية على عائدات الاوراق المالية فيعملون من خلال استخدام العقود المستقبلية لتحويط الاسهم والسندات من مخاطرة السوق . (Torion :1989:p.53)

فالمتعاملون بالاوراق المالية يقومون ببيع وشراء العقود المستقبلية لتخفيض تعرضهم لمخاطرة تحركات السعر المستقبلي للموجودات الاساسية اذ يقومون بشراء او بيع سندات الخزينة فعندما ترتفع اسعار الفائدة وتنخفض قيمة السندات

(سعرها) فالمتعامل لا يمكنه تحمل الخسارة ولتجنب تلك الخسارة يقوم باتخاذ مركز قصير في مستقبليات سندات الخزينة .

ويمكن للمتعامل اغلاق مركزه بالرجوع لشراء عقد مستقبلي مماثل لسندات الخزينة وهذا يعني ان التحوط القانوني (Legitimate hedging) يعتمد على اساس بيع عقد مستقبلي وشراء عقد عكسي والنوع الاخر للتحوط المتاح هو اتخاذ المتحوط مركزا طويلا في العقود المستقبلية اذ يتمثل بتوقعاته عن الاسعار المستقبلية بانها ستكون في صالحه وعلى اساسه يقوم بشراء عقود مستقبلية وفي بعض الاحيان قد يقوم المتحوط القصير بالبيع للمتحوط الطويل لكن هذه العملية تعد حادثا عرضيا .

(Ritter,et.al :2000:p.155)

فالتحوط ليس عملية اوتوماتيكية وانما هي تتطلب ببساطة اكثر من القيام باتخاذ مركز فالمتحوط يجب ان يتخذ قرارات متى يبرم او ينهي العملية في وقت مناسب فعند تغير الظروف يستوجب ذلك من المتحوط تعديل استراتيجيات التحويط وان اول شكل للتحوط يتعلق بمخاطرة الاساس والاساس للمستقبليات المالية يعرف بالفرق بين السعر النقدي والسعر المستقبلي ويتم بالمعادلة الاتية :

$$\text{Basis} = \text{cash price} - \text{futures price} \quad \dots\dots\dots (1)$$

والاساس يجب ان يكون صفرا في تاريخ استحقاق العقد فالتحوط في هذه الحالة لتخفيض المخاطرة كالتحوط طويل الاجل للتغيرات في الاساس .

(Jones :2000:p.492- 493)

وللتحوط سياستان هما :

التحوط الساكن (static hedging) :وتعني التقييد بالعمل على تغطية المخاطرة ساعة اتخاذ القرار فقط ودون متابعة سلوك الاسعار والهدف منها هو تثبيت الوضع الحالي والبقاء عليه وعدم القيام بمتابعة الاسعار حتى تاريخ الاستحقاق وهذا الامر يحمل في طياته خسائر للمتحوط .

السياسة الثانية للتحوط هي التحوط المتحرك (Dynamic hedging):

وتحاول هذه السياسة تحقيق ارباح اضافية بعد القيام بعملية التحوط وبذلك فهي تلجا الى نوع من تعديل المراكز المتحوطة وذلك بحسب توقعات خاصة بسلوك اسعار الصرف او اسعار الفائدة او قيمة الاصول وهذا يعني ان هناك شبه مضاربة على

المراكز المتحولة ويجب على المستعمل للتحوط المتحرك امتلاك درجة في المعرفة والتخصص في الاسواق المتعامل بها خشية تحقيق خسارة ليست متوقعة بينما اولئك الذين ليس لهم درجة الدراية الكافية باسعار الصرف والفوائد وما الى ذلك فان عليهم القيام بالتحوط الساكن . (البرغوثي :1996 :105)

وللتحوط نوعان الاول يعرف بانه تحوط تام (perfect hedging) وهو يعني ان الربح المتحقق في السوق المستقبلية يساوي الخسارة في السوق النقدي وكذلك فان الخسارة المتحققة في السوق المستقبلي تعكس الربح نفسه في السوق النقدي . (Fabozzi & modigliani :1996 :p.230)

وان ناتج استخدام التحوط التام يكون صافي الاستثمار الاصلي صفرا كما ويشير التحوط التام الى دمج المركز القصير والمركز الطويل على الموجود نفسه اذ يقل تاثير تذبذب الاسعار في قيمة السوق في حالة التحوط التام فان مالك مركز التحوط يمكن ان يكون ربحه صفرا والخسارة بالقدر نفسه والواقع ان القليل من تحوطات مستقبلات السلعة يكون تاما . (Franice:1991 :p.765)

ويمكن من خلال التحوط التام استبعاد مخاطرة الاسعار ومن اجل تحقيق تحويط تام ينبغي توافر ثلاثة امور مهمة هي :

1- ان يكون تاريخ تسليم المستقبلات مطابقا لتاريخ التداول على الاصل المعطى .

2- كمية البضاعة كوحدة مساوية لكمية الوحدات في العقد .

3- الاصول في عقد المستقبلات تطابق الاوراق المالية المراد تحويطها .

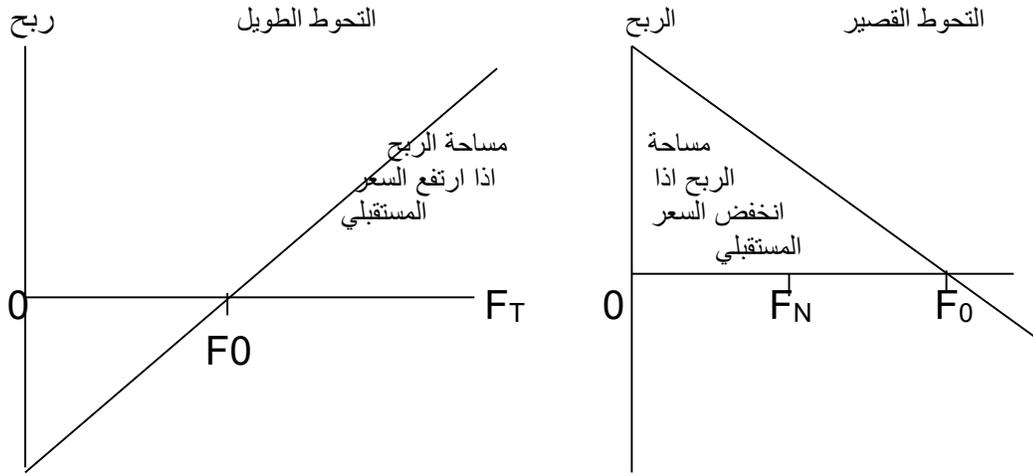
(الراوي : 1999 :320)

اما النوع الاخر فهو التحوط غير التام (Imperfect hedging) ويعني وجود مركزين مختلفين على الموجود الاساسي نفسه اذ ان السعر المستقبلي المتوقع يختلف عن السعر الحاضر أي ان السعر الخاص بعملية الشراء قد يكون مختلفا عن السعر الخاص بعملية البيع وذلك لان الاسعار الحاضرة والمستقبلية لا تكون تحركاتها متطابقة دائما فهذا يعني احتمال تحقق الربح او الخسارة في كلا المركزين (Saunders:1997 :p.511)

والشكل الاتي يبين الربح والخسارة للمتحوط الطويل والمتحوط القصير :

شكل رقم(13)

الربح والخسارة للمتحوط الطويل والمتحوط القصير



خسارة

خسارة

اذ ان التحوط الطويل في المستقبلية المالية يشمل العقود المستقبلية المستثمرة ابتداء وبسعر (F_0) واذا ما انخفضت اسعار الفائدة يقوم ببيع عقود مستقبلية مقابلة - وفي هذه الحالة يتحرك السعر المستقبلي باتجاه F_T - وبانخفاض اسعار الفائدة فان الربح سيكون ($F_T - F_0 > 0$) والتحوط القصير بالمستقبلية يشمل بيع عقود مستقبلية ابتداء وبسعر (F_0) فاذا ارتفعت الاسعار يقوم بشراء عقود مستقبلية - اذا ما تحرك السعر باتجاه F_N - فان ارتفاع اسعار الفائدة ستولد ربح مقداره ($F_0 - F_N > 0$) . (Rose:1999 :p.256)

ثانيا- استراتيجيات التحوط : (Hedging strategy)

يقصد بالتحوط في سوق العقود المستقبلية الصفقات التي يبرمها المستثمر بتواريخ تنفيذ مستقبلية بغرض الحد من الخسائر التي يمكن ان يتعرض لها نتيجة تغيرات عكسية قد تطرا فيما بعد على سعر السلعة محل التعاقد . (هندي :1994: 389) وللتحوط ستراتيجيات منها :

أ- ستراتيجية التحوط القصير الاجل : (Short hedge strategy)

وتستعمل للتحوط ضد الانخفاض في السعر المستقبلي الفوري (Future cash price) لادوات المالية او المحفظة اذ يقوم المتحوط ببيع عقد مستقبلي – أي يوافق على القيام بالتسليم – وكذلك يعرف التحوط القصير (التحوط بالبيع) بواسطة انشاء مركز تحوط قصير فان المتحوط يثبت السعر المستقبلي الحاضر مع نقل مخاطرة السعر الى المشتري (Buyer) العقد المستقبلي .

(Fabozzi & Modigliani :1996 :p.229)

اذ ان مالك المخزون (Inventory) في السوق الحاضر يقوم ببيع المستقبليات (Futures) ويعرف التحوط القصير بانه: صفقة تقوم على بيع مستقبليات – اتخاذ مركز قصير في المستقبل – بينما المالك للموجود هو ذو مركز طويل – في السوق الحاضر – (Jones :2000:p.492)

ب- ستراتيجية التحوط الطويل الاجل : (Long hedge strategy)

تتخذ هذه الاستراتيجية للتحوط ضد ارتفاع سعر الادوات المالية او المحفظة من خلال قيام المتحوط باتخاذ مركز طويل بشراء المستقبليات – أي الموافقة على الاستلام في المستقبل – وبذلك يقوم بتثبيت سعر الشراء كما يعرف التحوط الطويل (بالتحوط من خلال الشراء) . (Fabozzi & Modigliani :1996 :p.229) ويمكن تعريف التحوط الطويل بانه : صفقة عندما يكون الموجود ليس بحوزة المالك لكنه يشتري المستقبليات لتثبيت السعر الحالي . (Jones :2000 :p.492)

ج- التحوط المتقاطع : (Cross hedge)

لا يحدث في سوق العقود المستقبلية للسلع والاصول المالية ان يمتلك البائع السلعة او الورقة المالية بذات المواصفات التي ابرم على اساسها العقد وفي هذه الحالة يمكن ان تستبدل السلعة او الورقة في تاريخ التنفيذ بسلعة او ورقة اخرى مشابهة كذلك يمكن ان تستخدم السلعة او الورقة البديلة اساسا لتحويط عقد ابرم على السلعة او الورقة الاصلية وهو ما يطلق عليه بالتحوط المتقاطع .
(الهندي : 1994 : 399) (Daniels :2003 :p.65)

ثالثا- نسبة التحوط وعدد العقود :

ان نجاح استراتيجية التحوط تعتمد على ايجاد نسبة تحويط مناسبة وتعرف نسبة التحوط مبدئيا بالقيمة الاسمية (Face value) للعقد المستقبلي وتستعمل لتحويط القيمة الاسمية لمركز الموجود النقدي .ان تعدد انواع الموجودات والعقود يؤدي الى وجود صعوبة تحيط بمعرفة نسبة التحوط وان اول استعمال مناسب لنسبة التحوط هو كان في مستقبليات اسعار الفائدة وتكون معادلة نسبة التحوط كالآتي :
(Solink :2000 :p.487)

$$\text{Hedge ratio} = \frac{N \times \text{SIZE} \times S}{V} \dots\dots\dots (2)$$

اذ ان:

N : عدد العقود المستخدمة في التحوط

SIZE : مقدار الموجودات مثل 100 اوقية من الذهب او euros 125000

او القيمة الاسمية للاوراق المالية مثل 100000 \$ قيمة سندات

الخرزينة او 100000 قيمة الايرو دولار

S : هو السعر الفوري للموجود

V : القيمة الاسمية لمركز الموجود النقدي

فمثلا اذا كان المستثمر يملك 1000 اوقية من الذهب وبسعر فوري قدره \$ 400

للاوقية الواحدة وقرر اتخاذ مركز قصير في عشر عقود كل عقد 100 اوقية ذهب

وبسعر مستقبلي \$ 413 للاوقية الواحدة وعليه ستكون نسبة التحويط كالآتي:

$$HR = \frac{10 \times 100 \times 400}{400 \times 1000} = 1$$

(Solink :2000 :p. 487)

وكذلك يمكن استخدام معادلة تتضمن بيتا المخفضة للمخاطرة لمعرفة عدد العقود اللازمة للتحوط اذ ان تحديد البيتا يساوي تباين العينة بين المتغير غير المعتمد وهو السعر المستقبلي اما المتغير المعتمد فهو السعر النقدي وبعد ايجاد نسبة تحويط المخفضة للمخاطرة سنحتاج الى حساب عدد العقود للصفقة ولايجاد العدد الصحيح للعقود المستقبلية في الصفقة نحتاج الى تعديل الحجم النسبي (Relative size) للمخفضة والعقود المستقبلية لذلك فان العدد المخفض للمخاطرة من العقود يكون من خلال المعادلة الاتية : (Kolb:1996:p.210)

VC

$$\text{BRM} = \text{NUMBER OF CONTRACT} - \text{NF} - \dots \dots \dots (3)$$

VF

اذ ان :

NF : عدد العقود اللازمة للتداول

VC : حجم المركز النقدي

VF : حجم المركز المستقبلي

BRM : بيتا المخفضة للمخاطرة

وبذلك فان ارتفاع البيتا اكبر من الواحد يؤدي الى زيادة عدد العقود وانخفاضها يعني انخفاض عدد العقود وهذا يدور مع المركز المحوط طويلا كان ام قصيرا فعندما يكون المركز المحوط قصيرا فان الربح في مركز المستقبلية يقابل الزيادة في عدد العقود اما اذا كانت البيتا اقل من الواحد فهذا يعني انخفاض عدد العقود وبالتالي انخفاض الربح بمقدار عدد العقود المخفضة لمركز المتحوط المستقبلي .

رابعا- فاعلية التحوط : (Hedging effectiveness)

تعني استعمال العقود المستقبلية في تحويط مركز الموجود الحاضر (Spot) من مخاطرة الخسارة وتعرف فاعلية التحوط بانها : الارتباط بين التغير الاخير (Past) في السعر الفوري للموجود والسعر المستقبلي .

(Saunders :1997 : p.515)

وبذلك فان فاعلية التحوط تعرف من خلال تخفيضها للمخاطرة وتكون معادلة فاعلية التحوط كالاتي : (Chance :1998 :p.422)

$$e^* = \frac{N_F^2 \sigma_{\Delta F}^2}{\sigma_{\Delta S}} \dots\dots\dots (4)$$

اذ ان :

e^* : فاعلية التحوط.

N_F^2 :العقود اللازمة لمخاض التحوط

$\sigma_{\Delta F}^2$:التباين في المتغير غير المعتمد (السعر المستقبلي)

$\sigma_{\Delta S}^2$: التباين في المتغير المعتمد (السعر الفوري)

وتعتمد فاعلية التحوط على النسبة التي تحققها في المعادلة فكلما كانت قريبة من الواحد الصحيح كان دليلا على ان فاعلية التحوط جيدة

(Chance :1998:p.422)

خامسا- الربح والخسارة من التحوط :

بعد القيام بعملية التحوط فان التاجر يكون في محفظته مركز فوري اضافة الى مركز مستقبلي وان الربح والخسارة يعتمد في هذه الحالة على الربح والخسارة في المركز النقدي وما يقابله من الربح والخسارة في المركز المستقبلي .

(Kolb :1997:p.142)

ويمكن حساب الربح والخسارة من خلال المعادلتين الاتيتين :

(Chance :1998 :P. 413)

$$\pi(\text{short hedge}) = (ST - S) + (FT - F) \quad \dots\dots\dots (5)$$

اذ ان :

π : الربح من الستراتيجية

ST : السعر الحاضر عند الاستحقاق

S : السعر الحاضر اليوم

ST - S : صافي المركز النقدي

FT : السعر المستقبلي عند الاستحقاق

F : السعر المستقبلي اليوم

FT - F : صافي المركز المستقبلي

وتكون المعادلة الثانية للمركز الطويل كالآتي :

$$\pi(\text{Long hedge}) = (ST - S) + (FT - F) \quad \dots\dots\dots (6)$$

ان الربح والخسارة في عملية التحوط هي ببساطة التغير في الاساس ففي حالة زيادة السعر الحاضر بنسبة اكبر من السعر المستقبلي وذلك يعني ان الاساس ازداد وفي هذه الحالة يكون الاساس قويا وتحسن الاداء في التحوط القصير .

اما اذا ازداد السعر المستقبلي بنسبة اكبر من السعر الحاضر فان الاساس سينخفض وفي هذه الحالة يكون الاساس ضعيفا وبذلك ينخفض الاداء في التحوط وهذا في حالة التحوط القصير اما في حالة التحوط الطويل فان الحالة تكون بالعكس وبذلك يمكن حساب الربح والخسارة من خلال الاساس بالمعادلة التالية :

(Chance :1998 :P. 413)

$$\pi = bT - b \quad \dots\dots\dots (7)$$

اذ ان :

bT : الاساس عند تاريخ الاستحقاق

b : الاساس في الوقت صفر (الاول)

ويمكن ايضاح انواع التحوط وقوة الاساس وضعفه وفقا لسلوك الاسعار ومن خلال الجدول الاتي :

جدول رقم (4)

انواع التحوط وقوة الاساس وضعفه

سلوك الاسعار	ضعف وقوة الاساس	انواع التحوط
1- زيادة الاسعار الحاضرة باكثر من زيادة السعر المستقبلي . 2- انخفاض السعر الحاضر باقل من انخفاض السعر المستقبلي . 3- زيادة السعر الحاضر وانخفاض السعر المستقبلي .	الاساس قوي	المركز القصير
1- يزداد السعر الحاضر باقل من زيادة السعر المستقبلي 2- ينخفض السعر الحاضر باكثر من انخفاض السعر المستقبلي 3- ينخفض السعر الحاضر ويرتفع السعر المستقبلي	الاساس ضعيف	المركز الطويل

ملاحظة : المركز القصير يعني مركز نقدي طويل / مركز مستقبلي قصير

المركز الطويل يعني مركز نقدي قصير / مركز مستقبلي طويل

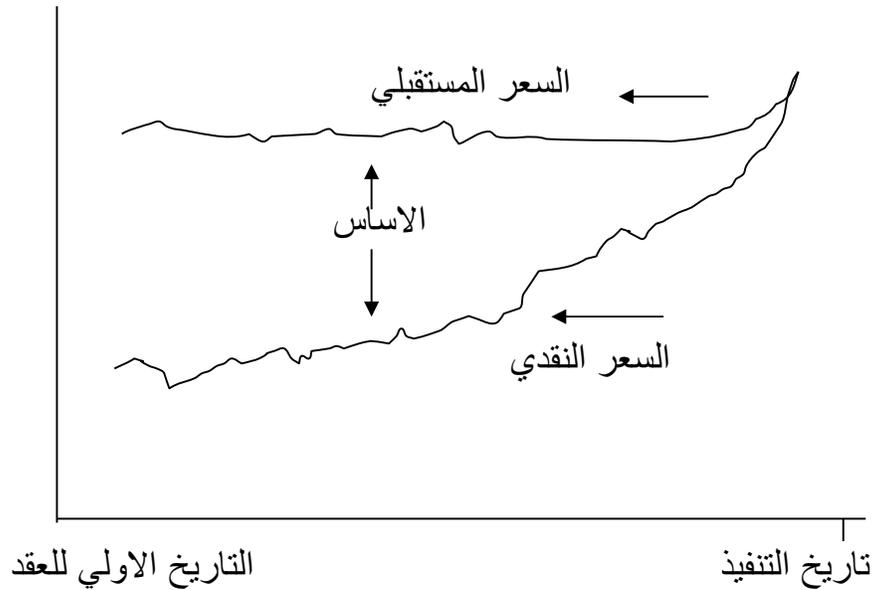
(SOURCE : Chance :1998:p.413)

واخيرا فانه عندما يكون الاساس صفرا فان الربح والخسارة ستكون في المركز المستقبلي والمركز النقدي متساوية وذلك اذا كانت الاسعار ترتفع بالمستوى نفسه في المستقبل والحاضر او تنخفض بالمستوى نفسه. (Chance :1998 :p.413)

ويمكن ايضاح الاختلاف بين السعر المستقبلي والنقدي للاساس المستقبلي والنقدي
من خلال الشكل الاتي :

شكل رقم (14)

اختلاف السعر المستقبلي والنقدي للاساس



(Hirchey :2001 :p.793)

اذ نرى في الشكل ان نسبة الاساس تعتمد على اختلاف السعر المستقبلي والسعر
الحاضر وكلما كان هذا الاختلاف كبيرا كان الاساس تبعا لذلك كبيرا وكلما تقارب
السعر الحاضر والسعر المستقبلي انحسر الاساس حتى يصل وقت التنفيذ فاذا ما
تساوى السعر المستقبلي مع السعر الحاضر فان الاساس بهذه الحالة يكون صفرا
ومثلما يوضحه الشكل السابق .

المقدمة

الاسعار الحاضرة والمستقبلية ونماذج التسعير

اذا ما اراد شخص شراء اوراق مالية (Security) فيمكنه الشراء والقيام بالاستلام الفوري وبسعر فوري وبامكانه ايضا ان يؤجل الاستلام الى وقت لاحق وبهذه الحالة فهو اشترى بسعر مستقبلي وبذلك فان السعر الفوري : هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان عند الشراء والبيع بصورة فورية مباشرة .

اما السعر المستقبلي :فهو السعر الذي يتفق عليه الطرفان على تداوله في تاريخ مستقبلي . (Brealy & Myers :1991 :p.637)

ان الادوات المالية التي يتاجر بها في السوق النقدية الحاضرة لا توجد لها كلفة خزن (Storage) وهذه تعد الميزة التي بها يُفارق بين الادوات المالية والسلع التي تكون اسواقها الحاضرة ضعيفة (Thin) مع كلفة خزن عالية .

(Weston & Copeland :1988 :p.310)

وتسعر الاوراق المالية ذات الدخل الثابت (Fixed-income securities) والشائع منها الان السندات (Bonds) وتسعر طبقا (According) للحجم (Size) والتوقيت (Timing) وللتدفق النقدي المرجو (Promised) من خلال الاصدار واسعار الفائدة المتاحة في الاسواق . (Chance :1998:p.318)

ويساهم نشاط الشراء والبيع للمتحوطين والمضاربين في تحديد سعر العقود المستقبلية وان افضل طريقة يمكن من خلالها تحديد الاسعار في الاسواق المستقبلية

- او أي سوق – هي بتوضيح العلاقة بين سعر العقد المستقبلي وسعر الموجود الذي ابرم عليه العقد – او السعر الحاضر – (Ritter,et.al:2000:p.153)
ويمكن النظر الى تحديد الاسعار في ظل ظروف التاكيد وظروف عدم التاكيد وعلى النحو الاتي :

اولا : ظروف التاكيد : (Certainty)

في ظل ظروف التاكيد يمكن التنبؤ بالاسعار الحاضرة اذ ان سعر أي موجود يتحدد من خلال العرض والطلب فعرض السلعة معلوم مثلما ان الطلب عليها يكون معلوما وتبعاً لذلك فان السعر معلوم وتسبب هذه الحالة انتفاء مسوغ شراء او بيع العقود المستقبلية فالسعر معلوم وامكانية التنبؤ به متوفرة ويعود السبب في ذلك الى انه في حالة التاكيد يكون :

- 1- سعر الشراء للعقد المستقبلي مساويا للسعر الحاضر المتوقع في تاريخ التسليم وهذا ينفي وجود ارباح للبائعين والمشتريين .
- 2- سعر الشراء لا يتغير عند اقتراب تاريخ التسليم .
- 3- لا يوجد هامش وليست هناك ضرورة وذلك بسبب عدم وجود تحركات في الاسعار وهي غير متوقعة

(Sharpe & Alexander :1990:p.607)

ثانيا : ظروف عدم التاكيد : (Uncertainty)

وهي الظروف التي تكون فيها الاسعار الحاضرة والمستقبلية غير معلومة وبذلك فان مستويات الاسعار في المستقبل تكون غير معلومة وهذا يوجد ضرورة للقيام بعمليات البيع والشراء للعقود المستقبلية بالنسبة لمالك الموجود – صاحب المركز القصير – وللمشتري – صاحب المركز الطويل – كما توجد هذه الظروف المجال للمضاربة والمراجعة وتتضمن هذه الحالة عدة نماذج لتحديد الاسعار وهي:

1- نظرية التوقع للسعر المستقبلي : (Expectation theory)

تعد هذه النظرية شكلا مبسطا لتحديد السعر المستقبلي وتشير الى ان السعر المستقبلي يساوي القيمة المتوقعة للسعر الفوري المستقبلي للموجود وتحت هذه النظرية فان الربح المتوقع للمركز القصير يكون :
(Bodie,et.al:1999:p.708)

$$F_0 = E(P_T) \quad \dots\dots\dots (8)$$

اذ ان :

F_0 : السعر الاولي

$E(P_T)$: هو سعر السند عند تاريخ التسليم

بينما يكون الربح في المركز الطويل : (Bodie,et.al:1999:p.708)

$$E(P_T) - F_0 \quad \dots\dots\dots (9)$$

فمن خلال المعادلة رقم (8) فان الربح المتوقع لكل طرف هو صفر وهذا ما تقوم عليه الفرضية .
(Bodie,et.al :1999:p. 708)

كذلك يُوجد هذا النموذج ترابط بين الاسعار المستقبلية والحاضرة اذ يسهم المضاربون في عملية التقارب بين الاسعار المستقبلية والحاضرة والتي تساعد في تحديد السعر المستقبلي ويمكن ان نلاحظ ذلك في اسعار الفائدة على مستقبليات حوالات الخزينة وسندات الخزينة اذ ان السعر المستقبلي هو توقع للسعر الحاضر المستقبلي ومثلما في المعادلة الاتية:

(Weston & Compeland :1988 :p.314)

$${}_tF_T = E(S_T + T) \quad \dots\dots\dots (10)$$

اذ ان :

T : الوقت

S_T : السعر الفوري (الحاضر)

${}_tF_T$: السعر في الوقت t (اليوم) لعقود مستقبليات الخزينة خلال المدة اذ تدعى هذه المعادلة بنظرية التوقع للسعر المستقبلي .

وقد يكون السعر المستقبلي اعلى من السعر الفوري $F_T > S_T$ وبهذه الحالة فانه توجد فرصة للمراجعة اذ يتخذ المستثمر مركزا قصيرا في العقد المستقبلي وفي الوقت نفسه يقوم بشراء الموجود وعند تاريخ التسليم يقوم بتسليم الموجود لتغطية المركز القصير في العقد المستقبلي وبذلك فقد حقق ربحا من الشراء بسعر منخفض في السوق الحاضر والبيع بسعر مرتفع في السوق المستقبلي فالمراجيح يقوم ببيع المركز المستقبلي اذا توقع انخفاض سعره ويشترى المركز المستقبلي اذا توقع ارتفاع السعر وتستمر عمليات المراجعة حتى يتساوى السعر المستقبلي والسعر الفوري الحاضر . (Weston & Compeland:1988 :p. 314)

كذلك يمكن الاشارة الى ان تسعير مستقبلات مؤشرات الاسهم هي اكثر صعوبة من تسعير مستقبلات اسعار الفائدة لعدة اسباب هي :

اولا : ان قيمة السوق لمحظة مؤشرات الاسهم تتاثر بواقع المقسوم المدفوع للاسهم ثانيا : عمولة او ضريبة المستقبلات مختلفة عن محظة مؤشرات الاسهم الاساسية .

(Weston & Compeland :1988 :p. 316)

وفي اطار نظرية التوقع فانه توجد عدة فرضيات يمكن تقسيمها على مجموعتين الاولى : النظريات التقليدية والتي تشمل ثلاث فرضيات والمجموعة الثانية : تمثل نظرية المحظة الحديثة ويمكن توضيح ذلك بالاتي :

* المجموعة الاولى :

أ – فرضية التراجع الطبيعي : (Normal back wardation)

قدمت هذه النظرية من لدن اقتصاديين بريطانيين مشهورين هما (John maynard keynes) و (John hicks) .

(Bodie,et.al:1999:p.708)

اذ عدا ان نظرية التوقع لا تقدم الشرح الوافي للاسعار المستقبلية وقد اثبتنا وبشكل موزون (Onbalance) ان المتحوظين يرغبون بالمركز القصير في العقود المستقبلية فهم يغرون (Entice) المضاربين (Speculators) لاتخاذ مركز طويل في العقود المستقبلية و اشارت فرضية (Keynes) الى ان المتحوظين

يغرون المضاربين بان العائد المتوقع من المركز الطويل اعلى من العائد الخالي من المخاطرة (Riske-free rate) وهذا يتطلب ان يكون السعر المستقبلي اقل من السعر الفوري المتوقع $P_F < P_S$ وهكذا فان المضارب يشتري العقد المستقبلي بالسعر (P_F) وهو يتوقع بانه سيكون قادرا على البيع عند (او اقتراب) تاريخ التسليم بالسعر المرتفع وهو (P_S) هذه العلاقة بين السعر المستقبلي والسعر الفوري المتوقع تدعى بفرضية التراجع الطبيعي (Normal back wardation) والتي تتضمن ان سعر العقد المستقبلي سيكون متوقعا زيادته خلال مدة العقد .

(Sharpe & Alexandar:1990:p.610)

ب- فرضية التقدم : (Contango)

جاءت فرضية التقدم لتناقض نظرية التراجع وقد قدمها (Hardy) اذ اشار الى ان المتحوظين يرغبون بالمركز الطويل في المستقبلات وهم يغرون المضاربين باتخاذ المركز القصير في العقود المستقبلية عن طريق العائد المتوقع الذي يكون اكبر من العائد الخالي من المخاطرة وهذا يتطلب ان يكون السعر المستقبلي اكبر من السعر الفوري المتوقع $P_F > P_S$ وهكذا فالمضارب يبيع المركز القصير للعقد المستقبلي بسعر (P_F) وهو يتوقع الشراء في (او عند اقتراب) تاريخ التسليم بالسعر المنخفض وهو (P_S) هذه العلاقة بين السعر المستقبلي والسعر الفوري المتوقع تدعى بالتقدم الطبيعي (Normal contango) والتي تتضمن ان السعر المستقبلي للعقد يمكن توقع انخفاضه خلال مدة العقد .

(Sharpe & Alexandar :1990 :p.610)

كما تعد فرضية التقدم ان السعر المستقبلي هو اعلى من السعر الحاضر المتوقع عند التسليم .

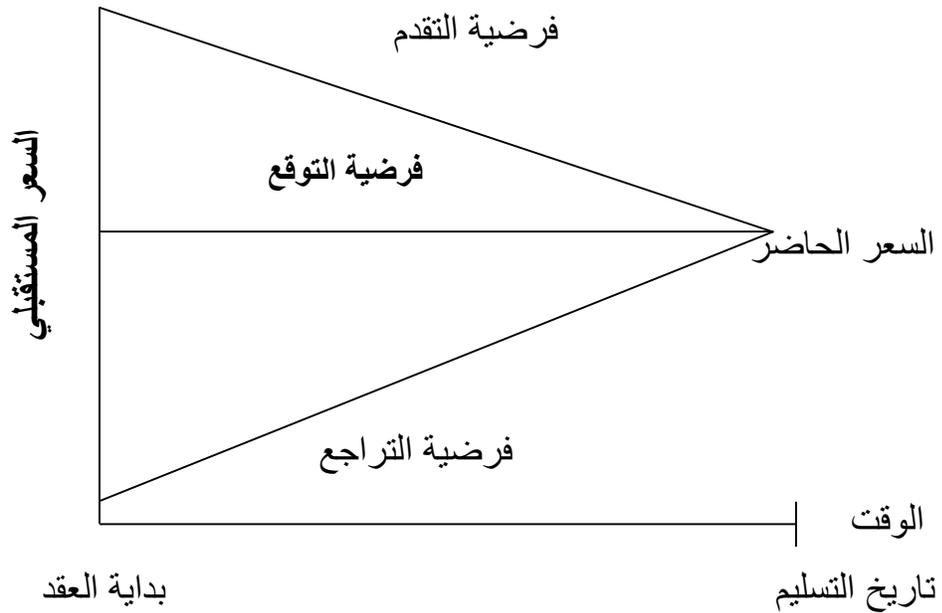
(Bodie,et.al:1999 :p.709)

وما يوافق النظرة التقليدية (The compromise tradittional view) فرضية التحوط الصافي (Net hedging hypothesis) التي تعني ان السعر المستقبلي (F_0) سيكون ادنى من السعر الحاضر المستقبلي المتوقع $E(P_T)$ عندما تكون المراكز القصيرة المتحوظة اكثر من المراكز الطويلة والعكس بالعكس (Vice versa) ويمكن توضيح السعر المستقبلي نهاية الوقت (Over time)

وفي حالة خاصة عندما يبقى السعر الحاضر المتوقع من دون تغيير (Unchanged) من نحو ما في الشكل الاتي :

شكل رقم (15)

السعر المستقبلي نهاية الوقت بافتراض ثبات السعر الفوري



(Bodie,et.al:1999:p.709)

ج- فرضية التوقع غير المنحازة: Unbiased expectations hypothesis

ان الجدل القائم حول طبيعة السعر المستقبلي من ارتفاع قليل (Little) او انخفاض قليل هو مثار جدل لعدة سنوات وان التجارب الحديثة اظهرت ان فرضية (keynes & Hicks) و (Hardy) كلها غير صحيحة (Wrong) .
قدم (Hartzmark) اختبار مقترح شامل (Comprehensive) بان السعر الحاضر تقدير غير منحاز للسعر المستقبلي

وان (That spot price are unbiased estimates of future price)
معادلة فرضية التوقع غير المنحاز هي : (Francis :1991:p.770)

$$F_{PT} = E(S_{PT}) \quad \dots\dots\dots (11)$$

وتشير المعادلة الى ان السعر المستقبلي هو توقع غير منحاز للسعر الحاضر
المتوقع حصوله في المستقبل (Francis :1991:p.770)

* المجموعة الثانية :

أ- نظرية المحفظة الحديثة :

نظرية المحفظة هي دراسة العلاقة بين العائد المتوقع ومخاطرة الأوراق المالية
والمحفظة والافتراض الاول هو ان المستثمر يحتمل العائد وتقليل المخاطرة
(Chance :1998:p.345)

ويمكن استخدام نموذج تسعير الموجودات في حساب العائد (Capital asset
pricing model)(CAPM)والذي معادلته على النحو الاتي
(Chance:1998:p.347):

$$E(r_s) = r + [E(r_m) - r]B \quad \dots\dots\dots (12)$$

اذ ان

$E(r_s)$: العائد المتوقع على الموجود

r : المعدل الخالي من المخاطرة

$E(r_m)$: العائد المتوقع على السوق

B : بيتا أو المخاطرة النظامية

وان نموذج تسعير الموجودات CAPM هو العائد المتوقع على الموجود المكون
من (Mode up of) المعدل الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطرة والقياس
الآخر بواسطة الحساسية بين عائد الموجود والعائد على محفظة السوق فاذا كانت
السوق كفوءة فان النسبة المتوقعة تساوي النسبة المطلوبة وان بيتا التي تقيس

مخاطرة الاوراق المالية وتحسب وفقا للمعادلة الاتية ب
(Chance:1998:p.347-348):

$$B = \frac{\sigma_{sm}^2}{\sigma_m^2} \dots\dots\dots (13)$$

هي عبارة عن التباين بين عائد الموجود وعائد السوق مقسوما على تباين عائد السوق ان تباين الاوراق المالية يعكس كل من المخاطرة النظامية وغير النظامية فمخاطرة السوق تعرف بالمخاطرة النظامية بسبب ان المخاطرة غير النظامية يمكن ان تكون محددة (Eliminated) من خلال التنويع لان محفظة السوق لها دور خاص في النموذج (Model) اذ ان بيتا المحفظة هي (1) , كل بيتا الاسهم الشخصية (Individual) يمكن ان تكون محددة كمقياس لمخاطرة الاوراق المالية نسبة الى بيتا السوق فعندما تكون بيتا الاوراق المالية اكبر من الواحد تعني ان معدل المخاطرة كبير واما اذا كانت بيتا الاوراق المالية اقل من الواحد فتعني انخفاض المخاطرة .
(Chance :1998 :p.347 – 348)

2- نظرية تساوي السعر المستقبلي والحاضر :

ان نظرية تساوي السعر المستقبلي والحاضر (The spot-future parity theorem) تدعى ايضا بعلاقة كلفة الاحتفاظ (Cost-of-carry relation) بسبب انها تؤكد (Asserts) ان السعر المستقبلي يتحدد من خلال نسبة (Relative) كلفة الشراء للسهم مع تاجيل (Defferred) التسليم في السوق المستقبلية مقابل شرائه في السوق الفوري مع التسليم المباشر (Immediate) والاحتفاظ (Carrying) به مخزونا (Inventory) فاذا تم شراء السهم الان اذ ان القيمة الزمنية لكلفة النقود (Time value-of-money) (cost of rf) هي لمدة واحدة ومن جانب اخر استلام مدفوعات مقسوم الارباح بالعائد الحالي (d) (Current yield) فان فائدة (Advantage) صافي كلفة الاحتفاظ للتسليم الاجل للسهم هي (d-rf) لمدة واحدة هذه الميزة يجب ان تقابل (Offset) الفرق بين السعر المستقبلي والسعر الحاضر ان تعديل فرق السعر يقابل

فائدة كلفة الاحتفاظ (Cost-of-carry advantage) عندما $f_0 = s_0(1+r_f-d)$ ان علاقة المساواة هي ببساطة تطبيقات لمدد متعددة (Multiperiod applications) وتظهر علاقة المساواة عند الوقت (T) بالمعادلة الآتية (Bodie,et.al:1999:p.705):

$$F_0 = S_0 (r + r_f - d) \quad \dots\dots\dots(14)$$

ان أي اختلاف في تساوي السعر المستقبلي والحاضر يعطي فرصة كبيرة للمراجحة والتي من خلالها يحصل المتاجرون على ارباح مناسبة .

(Bodie,et.al:1999:p.705)

كذلك تسمى العلاقة هذه بسعر السوق النقدي وسعر السوق المستقبلي والتي تسهم المراجحة في تحديده فاذا ما ارتفع سعر العقد المستقبلي عن سعر الاوراق المالية الفعلي خلال مدة التسليم ذلك سيدفع المراجح لبيع المستقبليات المالية بالسعر المرتفع وبنفس الوقت شراء الاوراق المالية بالسعر المنخفض والقيام بتسليم الاوراق المالية للايفاء بالتعهد القصير ومن جهة اخرى اذا كان سعر العقد المستقبلي اقل من سعر الاوراق المالية الاساسية فان ذلك يدفع المراجح لشراء العقد المستقبلي وبيع الاوراق المالية الفعلية وهكذا يستغل المراجح الفرق بين السعرين المستقبلي والحاضر حتى يتساويا فالمراجح سيعمل على تماثل السعر المستقبلي مع سعر الاوراق المالية الاساسية زائدا كلفة الاحتفاظ بالاوراق المالية لنهاية تاريخ التسليم ان الكلفة الرئيسية للاحتفاظ بالاوراق المالية هي اسعار الفائدة على التمويل (Funds tiedup) في الشراء وهكذا في سبتمبر 2001 فان سعر ديسمبر 2001 لمستقبليات سندات الخزينة سيساوي سعر سندات الخزينة الاساسية زائدا كلفة صافي الفائدة للاحتفاظ بهذه السندات من تاريخ سبتمبر 2001 حتى يمكن تسليمه في ديسمبر . (Ritter,et.al :2000:p.158-159)

أ- الاساس :

ان الاساس هو عبارة عن الفرق بين السعر المستقبلي والسعر الحاضر ويعبر عنه بالمعادلة الآتية: (Hirschey:2001:p.793)

Basis= spot market price – future price (15)

وعندما يكون السعر الفوري اقل من السعر المستقبلي فالفرق يمكن ان يكون مساوي لكلفة الاحتفاظ وان كلفة الاحتفاظ قد تكون عائدا نقديا (Cash return) او عائدا ارباح (Yield earned) على اقل الموجودات صافي كلفة مالية (On the asset less the net financing cost) ويكون الاحتفاظ اما موجبا او سالبا فعندما يكون الاحتفاظ موجبا (Positive carry) فذلك يعني ان السعر الفوري الحاضر اعلى (Exceed) من السعر المستقبلي والحالة معكوسة اذا كان الاحتفاظ سالبا (Negative carry) أي ان السعر الفوري الحاضر ادنى من السعر المستقبلي . (Vanhorne:1998:p.568)

الموجود يتخذ عليه مركزا قصيرا ومركزا طويلا ويتحقق الربح اذا كان الاساس موجبا ومتسعا (Positive & Widens) او سالبا ومنحسرا (Negative & Narrow) وهذه الحالة تحدث عندما يكون السعر المستقبلي منخفضا او يكون السعر الحاضر مرتفعا فالمستثمر صاحب المركز الطويل في العقد المستقبلي والمركز القصير في موجود مماثل (Corresponding) والذي يعني انه اقترض (Borrowed) الموجود وباعه والان هو يلتزم بشراء الموجود في الامر (Order) لاعادة القرض (Repay the loan) وبذلك فانه يربح اذا الاساس موجب ومنحسر او الاساس سالب ومتسع وتتحقق الخسارة عندما يكون الاساس موجبا ومتسعا او سالبا منحسرا (Sharpe & Alexandar:1990:p.605)

ب- الفارق او المدى : (Spreads)

ويعرف بانه مزج (Combination) للمراكز المستقبلية القصيرة والطويلة على نوع العقد المستقبلي نفسه ولكن بتاريخ تنفيذ مستقبلي مختلف لكل عقد .

(Gould :2003:p.3)

ان معادلة الفارق هي : (Bodie ,et.al:1999:p.706)

$$F_{(T1)}=S_0(1+r_F-d)^{T_1} \dots\dots\dots (16)$$

$$F_{(T2)}=S_0(1+r_F-d)^{T_2} \dots\dots\dots (17)$$

اذ ان:

$F_{(T1)}$: السعر المستقبلي الحالي عند التسليم في تاريخ $t1$

$F_{(T2)}$: السعر المستقبلي عند التسليم في تاريخ $t2$

d : هو العائد المقسوم للسهم

S_0 : سعر السهم الحالي

r_F : العائد الخالي من المخاطرة

وبدمج المعادلتين تكون :

$$F_{(T2)}/F_{(T1)}=(1+r_F-d)(T2-T1) \dots\dots\dots(18)$$

وبذلك فان علاقة التساوي الاساسية في الفارق تكون :

$$F_{(T2)}=F_{(T1)}(1+r_F-d)(T2-T1) \dots\dots\dots (19)$$

وهي تشبه الى حد ما نظرية تساوي السعر المستقبلي والحاضر .

(Bodie,et.al:1999:p.706)

الا ان الفرق بينهما هو ان الفارق او المدى عبارة عن اتخاذ مركز طويل في العقد

المستقبلي ومركز قصير في عقد اخر على الموجود نفسه وفي تاريخ تسليم مختلف

للعقدين فالمستثمر يمكنه المضاربة في تغير السعر للعقدين المختلفين في تاريخ

التسليم وتحقيق الربح . (Sharpe & Alexandar:1990:p.605)

فمثلا الفارق في حوالات الخزينة والايرو دولار والتي يمكن استعمالها في اقامة

مراكز عكسية لمستقبليات حوالات الخزينة ومستقبليات الايرو دولار ويتحقق الربح

من اختلاف اسعار الفائدة بين العقدين . (Francis:1991:p.767)

الفصل الثاني

الدراسات السابقة ومنهجية الدراسة

المبحث الأول : الدراسات السابقة

المبحث الثاني : منهجية الدراسة

المقدمة

الدراسات السابقة

تشكل الدراسات السابقة اهمية في البحث العلمي لما توفره من قاعدة يمكن من خلالها الاسترشاد في كيفية تطبيق القواعد النظرية والتطبيقية والحصول من خلالها على الاستنتاجات والتوصيات التي يمكن الاستفادة منها في دعم ما قامت عليه الدراسة، ولذلك سيتم التطرق الى جملة من الدراسات هي:

1- دراسة (Gargill & Rausser : 1975)

Temporal price Behavior in commodity futures markets
تمت الدراسة على (464) عقدا سلعيا وان اسعارها سجلت على اساس يومي اذ ان قاعدة المعلومات (Data base) والاختبارات الاحصائية شملت تشكيلة واسعة من السلع ، وخلص الباحثان في دراستهما الى ان سلوك اسعار مستقبلات السلع هي مثار جدل بين عدد من الباحثين أي السلوك الاساسي (Underlying behavior) لاسعار المستقبلات في مدة زمنية معينة وأشار الباحثان الى بعض الدراسات التي استنتجت انه ليس هناك نموذج نظامي (Systematic patterns) لسلوك الاسعار المستقبلية وانقسم الباحثون بين مؤيد لهذا الاستنتاج أي للسلوك العشوائي للاسعار , ورافض له اذ يشيرون الى ان تطبيق قاعدة الترشيح الالي (Mechanical filter rules) تبرهن على ان السلوك يتبع حالة غير عشوائية (Non random behavior) وجاءت دراسة الباحثين لهدفين هما :

الاول :استخدام الاختبارات الاحصائية لتحديد وجود سلوك منظم للاسعار باستعمال قاعدةالترشيح الالي والحصول على نتائج تؤيد احد الطرفين

الثاني : لتقديم شهادة تجريبية على تباين الطريقة العشوائية (Random walk variant) عن نموذج السوق الكفوء من خلال عينة كبيرة من العقود السلعية ومحاولة الوصول الى نتائج يعول عليها .

وقد استنتج الباحثان ان نموذج الحركة العشوائية يكون مرفوضا كوصف واقعي لاسواق السلع على الرغم من ان عددا من العقود اظهرت العشوائية في الاختبارات الا ان هناك عددا مهما من العقود تم تسجيلها بطريقة غير عشوائية وان تحليل الزيادة في اسعار المستقبلات وتطبيق قاعدة الترشيح تقود بالضرورة الى النتائج نفسها في ان النموذج العشوائي لا يقدم الشرح الدقيق المعتدل لسلوك اسعار سوق السلع الا انه يمكن الاتفاق على ضرورة استعمال الطريقتين ولم تدل دراستهما على ان نموذج السوق الكفوء مرفوض .

وقد استنتجت الدراسة عدم وجود نموذج نظامي لسلوك الاسعار المستقبلية وبالتالي فهي تؤيد السلوك العشوائي للاسعار .

2- دراسة (Cornell & French : 1983)

Taxes and the pricing of stock index futures

اهتمت هذه الدراسة بتسعير عقود مستقبلات مؤشرات الاسهم وركزت على مؤشر S&P500 ومجموعة مؤشرات سوق اسهم نيويورك واستنتجت مؤشرات *الفاليولان بسبب انها ليست ذات معدل قيمة موزون (Avalue-weighted average) بالاضافة الى انها تعتمد على المعدل الهندسي (Ageometric averags) عند تغير سعر السهم وهذا يعني ان نسبة التغير في مؤشر الفاليولان (® value line) هي ليست مساوية لاول عائد يستلمه مالكو الاسهم ولذلك تجاهلت الدراسة عقد الفاليولان واعتمدت الدراسة على نموذجين هما نموذج قياس السعر المستقبلي (The standard futures pricing model) والنموذج الثاني هو نموذج عدم وجود ضريبة (The standard no-tax model predicts)

مثل مستقبلات او خيارات مؤشرات المجموعة الصناعية (Industry group)
Individual (index option or future) او خيارات الاسهم الشخصية
Risk (stock option) كما وجدت ان نسبة تحويط المخاطرة الصغيرة (minimizing hedge ratio) في كل الحالات هي اقل من بيتا المحفظة المحوطة وفيما يخص تأثير مصادر مخاطرة الاساس في التحوط لمحفظة مؤشر S&P500 فقد كانت مخاطرة التوزيعات (Dividend risk) ليست من العوامل المهمة بينما كانت مدة التحوط (Hedge duration) والوقت الى تنفيذ العقد المستقبلي كانت مهمة الى درجة معينة (To some extent) كذلك اشارت الدراسة الى ما يخص اداء التحوط في سوق مستقبلات مؤشرات الاسهم هي ذات كفاءة معتدلة (Fairly efficient)

اذ توصلت الدراسة الى جملة من الاستنتاجات اهمها : الاهمية الكبيرة للمخاطرة اللانظامية ، فاعلية التحوط مع اغلب الادوات الخاصة للمشتقات ، ان نسبة تحويط المخاطرة الصغيرة هي اقل من بيتا المحفظة المحوطة .

4- دراسة (Avraham & Andrew :1987)

Optimal hedging in futures markets with multiple delivery specification

اهتمت هذه الدراسة بكيفية الوصول الى نسبة التحوط الامثل اذ ان السعر المستقبلي عند تاريخ التسليم قد يكون اعلى من السعر الحاضر او تكون الحالة معكوسة وهذا يحمل في طياته مخاطر تواجه المستثمرين وتسمى هذه المخاطر بمخاطرة التسليم (Delivery risk) ولذلك يبحث المستثمرون عن طريقة التحوط المثلى لتقليل المخاطرة وزيادة العوائد وكانت مدة الدراسة من (1970-1981) في شيكاغو وركزت على تقييم التحوط بعقود مستقبلات الحنطة وشملت العينة السعر الفوري والمستقبلي اليومي وهو سعر التسوية الذي عادة يُسجل نهاية اليوم . واعتمدت على نموذج التحوط الامثل ونموذج تباين التحوط ونموذج نسبة العائد على المحفظة وقد توصلت الى ان العمل بستراتيجية التحوط الامثل في اسواق المستقبلات تسمح بتسليم اكثر من نوع واحد من الموجودات الاساسية كما انها تزيد

من فاعلية التحوط واثبتت الدراسة ان التحوط يقلل من مخاطرة التسليم كما يؤدي التحوط الى تقليل نسبة حالة عدم التاكيد عن السعر التي تحدث عند التسليم وان فرق السعر (Price spread) يكون صغيرا نسبيا وتطرقنا الدراسة الى فرضية عدم التاكيد عند التسليم الخاصة باستراتيجية التحوط الامثل في عقود المستقبلات المالية اذ ان فرق السعر يكون كبيرا ووجود صعوبة للتنبؤ بماهية الاسعار عند التسليم ولذلك فان الباحثين يتوقعان ان استراتيجية التحوط المثلى تكون اكثر فاعلية للمتحوط بعقود مستقبلات السلع .

وتوصلت الدراسة الى استنتاج ان الاستراتيجية ذات مرونة وفاعلية في التسليم ، وان التحوط يؤدي الى التقليل من مخاطرة التسليم وكذلك نسبة عدم التاكيد عن السعر عند التسليم .

5- دراسة (Durham & Wenguang :1999)

The dalian commodity exchanges soybean futures contract : Chinas integration with world commodity markets

تناولت هذه الدراسة توضيح فيما اذا كانت السوق الصينية تتأثر بالاسواق الدولية الاخرى وذلك عن طريق اختبار العلاقة بين اسعار مستقبلات الصويا في سوقين مهمين هما سوق سلع ديليان (Dalian commodity exchange) والذي اصبح في عام 1998 ثاني اكبر اسواق الصين وهيأة شيكاغو للتجارة وقامت فرضية الدراسة على ان سعر مستقبلات الصويا الصينية مساو لسعر مستقبلات صويا الولايات المتحدة وذلك نتيجة المراجعة المعتمدة على استيراد الصويا .

وامتدت مدة الدراسة لخمس سنوات ما بين (1995- 1999) استخدمت فيها معلومات عن (30) عقدا شهريا واعتمد السعر اليومي اساس للدراسة وكانت نتيجة الدراسة هي ان سعر السوق الصينية تتأثر بالسعر الدولي واظهرت ان تباين السعر بين سوق الصين وسوق الولايات المتحدة خلال مدة الدراسة كانت تقدر باقل من (1%) .

6- دراسة (العلي : 2002)

جاءت هذه الدراسة لاختبار امكانية تخفيض المخاطرة النظامية للمحفظة الكفوءة والتي تشكل تقريبا نصف مخاطرة المحفظة الكلية وذلك بتوظيف ستراتيجمات تحويط المحفظة باطار نظرية الخيارات الحديثة فعلى الرغم من ان نظرية المحفظة الحديثة قد اثبتت امكانية تخفيض معظم المخاطرة اللانظامية بالتنوع الا انها اكدت في الوقت نفسه عدم امكانية تخفيض او ازالة المخاطرة النظامية مما يعني استمرار تعرض المحافظ الاستثمارية لمخاطرة التقلبات السوقية التي اصبحت السمة الغالبة لاغلب الاسواق المالية في العقود الثلاثة الماضية .

وقد اثبتت الدراسة التي طبقت على (90) شركة من الشركات المدرجة في سوق بغداد للاوراق المالية وبواقع 110 مشاهدة شهرية لكل شركة وباستخدام عدد من النماذج المالية والاحصائية التي من اهمها نموذج المؤشر الواحد (SIM) في حساب معدلات العائد المتوقع والمخاطرة للاسهم منفردة وللحافظ ونموذج (Black&Scholes) لتسعير الخيارات وبتقييم اداء المحافظ المحوطة وفقا لعدد من المقاييس وهي مقياس Jensen , Treynor , Sharpe ونموذج CAPM اثبتت اثنان من فرضيات البحث الثلاث صحتها وهي :

1- يؤدي تحويط المحفظة الكفوءة بالخيارات الى تخفيض مخاطرتها النظامية .
2- يؤدي تحويط المحفظة الكفوءة على وفق ستراتيجية شراء خيارات البيع المغطاة الى تحقيق نتائج افضل في ظل بعدي العائد والمخاطرة من ستراتيجية بيع خيارات الشراء المغطاة .

وتوصلت الدراسة الى عدد من الاستنتاجات من اهمها :
تلائم ستراتيجية شراء خيارات البيع المغطاة في السوق المالي الذي يتصف بالتقلبات الكبيرة في مستويات الاسعار في حين تلائم ستراتيجية بيع خيارات الشراء المغطاة في السوق المالي الذي يتصف بالاستقرار النسبي في مستويات الاسعار بسبب الية التحوط في كل منها واختلاف تكاليف التحوط وتكاليف الفرصة البديلة .

7- دراسة (الجبوري: 2002)

جاءت هذه الدراسة لتقدم اطار معرفي وتطبيقي لطبيعة استخدام العقود المستقبلية وكيفيةها في توفير الحماية من تقلبات الاسعار الحاضرة والمستقبلية ومن ثم تخفيض

الخسائر الناجمة عن ذلك وتخفيض مخاطرة الاسعار تباعا واهتمت الدراسة في مجال التحليل التطبيقي على سلعة النفط عن طريق استخدام العقد المستقبلي لنفط بحر الشمال (برنت) في تحليل نماذج التسعير المستقبلي وسلوك الاسعار المستقبلية للنفط الخام واستخدامه في تحويط نفطي بصرة وكركوك فضلا عن استخدامه في تحليل ستراتيجمات المضاربة وقد خلصت الدراسة باستنتاجات اهمها هي :

1- ان الاسعار المستقبلية هي دالة لنموذج كلفة الاحتفاظ وان سلوك الاسعار المستقبلية سيتبع حالة التقدم والتراجع وفي الحالتين فان السعر المستقبلي يقترب من السعر الحاضر في وقت التنفيذ .

2- يساهم التحويط في تخفيض الخسائر ومن ثم تخفيض مخاطرة الاسعار الى ادنى حد ممكن ان تحديد النسبة المفضلة في التحويط (تحديد عدد العقود اللازمة للتحوط) يعتمد على ارتفاع وانخفاض الاسعار الحاضرة والمستقبلية اولا وبينما العقد المستقبلي ثانيا بما يؤدي الى تخفيض الخسارة ومن ثم تخفيض مخاطرة الاسعار الى ادنى حد ممكن .

3- ان اتباع ستراتيجية المركز الطويل والمركز القصير المتزامن في المضاربة يترتب عليها تخفيض الخسارة ومن ثم تخفيض مخاطرة الاسعار التي يتحملها المضارب اذا ما اتجهت الاسعار المستقبلية بعكس ما هو متوقع .

منهجية الدراسة

أولاً : مشكلة الدراسة :-

اسهمت جهود كثير من الباحثين والكتاب منذ بداية التعامل بالعقود المستقبلية في وضع الاسس السليمة لضمان التعامل بالعقود المستقبلية واستخدامها في جوانب عدة تتناسب والظروف المحيطة بالتعامل في العقود المستقبلية سواء للمتعاملين بالعقود لغرض التحوط ام بهدف المضاربة والمراجعة لتحقيق الارباح وبما ان سوق بغداد للاوراق المالية هو سوق مالي حديث قياسا بالاسواق العالمية وبسبب التقلبات الحادة في اسعار الاسهم للشركات المدرجة والمتأتية نتيجة الوضع الاقتصادي غير المستقر اضافة الى الوضع السياسي مما يؤدي الى تعرض المستثمرين والشركات الى خسارة كبيرة قد يمكن تفاديها باستخدام العقود المستقبلية وبسبب وجود هذه المخاطرة فان سوق بغداد للاوراق المالية يعد بيئة مناسبة لاختبار امكانية تخفيض تلك المخاطرة من خلال الدخول في عقود مستقبلية تهدف الى حماية المراكز النقدية من الخسارة بواسطة تحويطها بستر ايجابية التحوط القصير .

ثانياً : اهمية الدراسة :-

تشكل العقود المستقبلية مجالاً استثمارياً مهماً في الاستثمار العالمي وخصوصاً في العقدين الاخيرين من القرن الماضي والعقود المستقبلية هي احدى ادوات الهندسة المالية وتعرف بالمشتقات لان قيمة الموجود الذي يبرم عليه العقد تشتق من موجود اساسي اخر وتعد العقود المستقبلية المالية من اكثر الجوانب اهمية في الونة الاخيرة وقد أسفر الاهتمام بهذا الجانب الاستثماري ايجاد ادوات جديدة مثمرة للمتعاملين في العقود المستقبلية وبما ان الاسعار من صفاتها الاساسية التقلبات المستمرة ارتفاعاً وانخفاضاً مما يُوجد مجالاً واسعاً للباحثين والكتاب للخوض في

غمار هذه التقلبات لايجاد الادوات المناسبة للتحوط ضد تلك الارتفاعات والانخفاضات وايجاد الارضية المناسبة والملائمة لأهداف المتعاملين المتحوطين منهم والباحثين عن الربح وتظهر اهمية الدراسة من كونها تطبق على سوق مالي حديث يتسم بتقلب الاسعار وهذا يعني ان المستثمر يواجه مخاطرة عالية ، كذلك تأتي اهمية الدراسة في محاولة البحث عن طرائق جديدة وملائمة للمستثمرين الباحثين عن حماية رؤوس اموالهم المستثمرة من مخاطرة الخسارة والمستثمرين الباحثين عن طرائق توظيف رؤوس اموالهم في استثمارات تمكنهم من تحقيق الارباح المناسبة مما يعد اسهامة تضاف الى جملة اسهامات الباحثين في تطوير وتحسين الاقتصاد الوطني ، كما تعد خطوة ممهدة لاجراء دراسات اخرى تسعى الى توسيع الاهتمام بهذا الجانب الاستثماري من جهة ومن جهة اخرى تكون اوسع واشمل واكثر عمقا في كيفية استخدام العقود المستقبلية في التحوط والمضاربة والمراجعة من لدن المستثمرين .

ثالثاً : أهداف الدراسة :-

تهدف الدراسة الى تحقيق عدة اهداف وهي :

- 1- دراسة امكانية استخدام العقود المستقبلية في التحوط للاوراق المالية المتداولة في سوق بغداد للاوراق المالية باستخدام الجانب التجريبي في الدراسة واختبار البيانات المتوفرة عن السوق والتوصل الى استنتاجات وتوصيات ترقى لخدمة الفكر المالي والشركات عينة الدراسة.
- 2- معرفة مدى افادة المستثمر من التحوط باستخدام العقود المستقبلية من حيث الارباح المتحققة من استخدام هذه العقود في التحوط وتخفيض الخسارة التي قد يتعرض لها المستثمر في حالة عدم استخدامه العقود المستقبلية للتحوط .
- 3- تحليل العلاقة بين الاسعار المستقبلية والحاضرة وقت ابرام العقد ووقت التنفيذ .
- 4- حساب الارباح والخسائر من الاساس للمركز المحوط في السوق .
- 5- رقد المكتبة العراقية بدراسة تتناول موضوعا يشكل اهمية متزايدة من جانب وحدائة معاصرة لجانب استثماري يشكل ركيزة اساسية في الاسواق المالية الدولية من جهة اخرى .

رابعاً : فرضيات الدراسة :-

استندت الدراسة إلى جملة من الفرضيات منها الاتي :

- 1- وجود ارتباط موجب وقوي بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية .
- 2- ان التغيرات الحاصلة في السعر المستقبلي تعتمد على ما يفسره السعر الحاضر .
- 3- يؤدي استخدام العقود المستقبلية لتحويط الاسهم الى تخفيض الخسارة المتحققة للمركز النقدي في المستقبل .

4- يؤدي استخدام نسبة التحوط المخفضة للمخاطرة (Beta) في حساب عدد العقود اللازمة للتحوط الى تخفيض الخسارة بنسبة اكبر من استخدام نسبة التحوط البسيطة (1:1) .

خامسا : الحدود الزمانية والمكانية :-

شمل البحث ثمان شركات مدرجة في سوق بغداد للاوراق المالية وللمدة من كانون الاول عام 1999 الى كانون الاول عام 2002 وفقا الى (24) مشاهدة شهرية لكل شركة أي ما مجموعه (192) مشاهدة شهرية لمجموع الشركات .

سادسا : الاساليب المالية والاحصائية المستخدمة في التحليل :-

أ – الاساليب المالية :-

1- معادلة عدد العقود : (نسبة التحوط البسيطة 1:1)

$$HR = \frac{N \times Size \times S}{V}$$

اذ ان :

N : عدد العقود .

Size : حجم المركز المستقبلي .

S : السعر الحاضر .

V : حجم المركز النقدي .

2- معادلة عدد العقود (نسبة التحوط المخفضة للمخاطرة B_{RM})

$$NF = \frac{VC}{VF} \times B_{RM}$$

اذ ان :

NF : عدد العقود المستقبلية .

VC : حجم المركز النقدي .

VF : حجم المركز المستقبلي .

B_{RM} : نسبة التحوط المخفضة للمخاطرة (بيتا) .

3- حساب الارباح والخسائر من الاساس :

$$\Pi = b_T - b$$

Π : الربح او الخسارة من الاساس .

b_T : الاساس وقت تنفيذ العقد .

b : الاساس وقت ابرام العقد .

ب- الاساليب الاحصائية :-

1- نموذج معادلة الانحدار (طريقة المربعات الصغرى) : وقد استخدمت للتنبؤ

بالاسعار المستقبلية : (المشهداني وهرمز : 1989 : 329)

$$\hat{Y} = \hat{a} + \hat{b} \bar{X}$$

$$\hat{a} = \hat{y} - \hat{b} \bar{X}$$

$$\hat{b} = \frac{\sum (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sum (x_i - \bar{x})^2}$$

2- معادلة معامل التحديد (R^2) : توضح مقدار ما يفسره السعر الحاضر من التغيرات الحاصلة في السعر المستقبلي : (المشهداني وهرمز : 1989 : 341)

$$R^2 = r^2_{xy}$$

3- معادلة الارتباط (R) : وتقيس العلاقة بين متغيرين هما السعر الحاضر والسعر المستقبلي : (المشهداني وهرمز : 1989 : 291)

$$R_{xy} = \frac{\sum (x_i - \bar{x}) (y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum (x_i - \bar{x})^2 \sum (y_i - \bar{y})^2}}$$

4- اختبار F : يستخدم لقياس معنوية التأثير وتحديد الدلالة المعنوية لنسبة (R^2)

5- اختبار t : لاختبار معنوية الارتباط بين متغيرين .

الفصل الثالث

العلم النافع الثالث

المبحث الأول : العلم سلمك الاستاذ الشرحك

المبحث الثاني : العلم ينال النوازل بالحق والمساكين بالبر

المطلب

تحليل سلوك الاسعار للشركات

يهتم هذا المبحث بتحليل سلوك الاسعار للشركات عينة الدراسة والبالغ عددها ثمان شركات وبداية لا بد من التعريف بسوق بغداد للاوراق المالية .

اولا : التعريف بسوق بغداد للاوراق المالية :-

انشا سوق بغداد للاوراق المالية بموجب قرار المجلس الوطني طبقا للمادة الثالثة والخمسين واستنادا الى احكام الفقرة (1) من المادة الثانية والاربعين من الدستور اذ تم اصدار قانون سوق بغداد للاوراق المالية من لدن مجلس قيادة الثورة بقانون رقم (24) في 19 / 8 / 1991 وبموجب هذا القرار تم تاسيس سوق بغداد للاوراق المالية على جملة من الاسس من بينها انشاء سوق لبيع وشراء الاوراق المالية يعرف بسوق بغداد للاوراق المالية ويكون مقره في بغداد وان يتمتع بالشخصية المعنوية وبالاستقلال المالي والاداري وعلى ان يكون مؤسسة ذات نفع عام لاتستهدف الربح ، ويتمتع السوق كباقي الدوائر بالاعفاءات والتسهيلات التي يمكن ان تصب في تحقيق اهدافه التي من جملتها تنظيم تداول الاوراق المالية ومراقبتها بما يكفل سلامة التعامل بها وسهولته وتنظيم مهنة الوساطة وتحديد حقوق والتزامات الاطراف المعنية وتنمية الادخار وتطوير الوعي الاستثماري عن طريق تشجيع الاستثمار بالاوراق المالية وجمع وتحليل ونشر الاحصاءات والمعلومات اللازمة لتحقيق الاهداف كذلك حدد القانون موارد السوق المالية التي يحصل عليها وتكون من بدلات تسجيل الشركات والوسطاء ووكلائهم والمساهمات المالية لاعضاء السوق من غير الشركات والوسطاء ووكلائهم ، وعمولات تداول الاوراق المالية ، والغرامات التي تفرض على المخالفين لاحكام القانون ، وايرادات بيع

المطبوعات التي يصدرها السوق ، وايرادات الخدمات التي يقدمها السوق والمنح والهيئات التي تقدمها الدولة او اية جهة اخرى ، وعوائد استثمار اموال السوق واية ايرادات اخرى يوافق عليها مجلس السوق .

كذلك حدد القانون العقوبات التي تفرض على المخالفين بالتنبيه اولاً ثم الانذار ثم غرامة مالية لاتزيد عن خمسمائة دينار ووقف الوسيط عن العمل مدة لاتزيد على تسعين يوماً ، ووقف التداول بالاوراق المالية للشركة مدة لا تزيد على تسعين يوماً ، وشطب تسجيل الوسيط وشطب تسجيل الشركة ووقف التعامل باوراقها .

كذلك اوجد السوق تعريفاً للاطراف المتعاملة فيه منها الاتي :

- العضو : كل شخص طبيعي او معنوي يُقبل عضواً في السوق .
- الوسيط : كل شخص طبيعي او معنوي يجاز من المجلس بممارسة الوساطة في بيع وشراء الاوراق المالية .
- القاعة : المكان المخصص في مبنى السوق لتنفيذ عمليات بيع وشراء الاوراق المالية المدرجة على لوحاتها .
- الاوراق المالية : السندات التي تصدرها الحكومة او دوائرها ومنشات القطاع العام وحوالات الخزينة واسهم وسندات الشركات المساهمة العراقية او اية اوراق مالية عراقية او غير عراقية يتقرر التعامل بها في السوق على وفق احكام القانون والانظمة والتعليمات الخاصة بالسوق .

ثانياً : العوامل المؤثرة في اسعار الاسهم :-

توجد عوامل متعددة تتأثر بها اسعار الاسهم في جميع اسواق الاوراق المالية وهذه العوامل يمكن اجمالها بمجموعتين :اقتصادية ، وغير اقتصادية والتي تترك اثارها سلبا او ايجابا في تلك الاسعار وبالتالي توضح هذه الاسعار مدى تطور الوضع الانتاجي للشركة ، ومجموع الشركات يمثل الاداء الاقتصادي للبلد .

1- العوامل الاقتصادية :

تلعب العوامل الاقتصادية دورا مهما في التأثير في اسعار الاسهم فالوضع الاقتصادي المستقر والنامي ينعكس ايجابا على اداء الشركات المدرجة في السوق والحالة معكوسة اذا كانت هناك عوامل تشكل صعوبات امام تطور ونمو النشاط الاقتصادي وبرزها التضخم واسعار الفائدة والعرض والطلب وتغيرات اسعار الصرف ، كذلك ويعد الوضع الانتاجي والمالي للشركة واسلوب ادارتها من العوامل المباشرة التي تؤثر في اسعار الاسهم في السوق فالمستثمر يتخذ قراراته الحالية والمستقبلية في ضوء مؤشرات ونتائج الاوضاع العامة والخاصة بالشركة .

2- العوامل غير الاقتصادية :

هناك عوامل مؤثرة لكنها غير اقتصادية كالكوارث الطبيعية والفيضانات والابوئه والجفاف ، فهذه العوامل تؤثر في اسعار الاسهم وبالتالي في مجمل النشاط الاقتصادي للمجتمع وبذلك تتأثر المنشآت المصدرة للاسهم اضافة الى المضاربة والعمليات الوهمية التي تفتعل اسعارا للاسهم لاتستند الى اساس اقتصادي وتحاول البورصات ان تحد من تأثيرها السلبي في اسعار الاسهم ولذلك تلجأ ادارات البورصات في جميع انحاء العالم الى التدخل في سير العمليات الخاصة بالتداول لمنع ذلك التأثير المفتعل في اسعار الاسهم كي تدفع الضرر عن المستثمر والشركات .

وتلعب الاشاعة والاذخار غير الصحيحة حول بعض الشركات المدرجة في البورصة دورا خطيرا في التأثير في اسعار الاسهم وذلك عبر اعطاء صورة غير صادقة للشركة وباشاعة كاذبة يقصد بها ايها الاخرين وحثهم على البيع والشراء بصورة غير مباشرة وهذا يؤدي الى عدم توازن قوى العرض والطلب على ذلك السهم ومن هذا يستفيد المفتعلون لهذه الاخبار من الخلل الحاصل في العرض والطلب لصالحهم من خلال البيع والشراء ولهذا تطلب ادارة البورصة نشر كافة

البيانات والمعلومات الخاصة بنشاطها في الصحف لتكون في متناول الجميع ومما يساعد على الحد من الاشاعات والاذخار الكاذبة .

ثالثاً: تحليل النتائج للشركات

1- شركة الصناعات الكيماوية :

لغرض اجراء التحليل اللازم فقد عدّ السعر الحاضر هو متوسط سعر الاغلاق الشهري وعدّ السعر المستقبلي لشهر الواحد وهو سعر الاغلاق للشهر الثاني وهكذا بقية الاشهر ولمجموع الشركات ، اما الاسعار المستقبلية المتوقعة فقد تم التنبؤ بها على وفق نموذج الانحدار (طريقة المربعات الصغرى) وقد تم اعتماد السعر الحاضر اساسا للتنبؤ بالاسعار الحاضرة المتوقعة في المستقبل اذ تم اختبار مدى الارتباط بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية من خلال استخدام معادلة الارتباط (R) فظهر ان معامل الارتباط يبلغ (89.1%) وتشير هذه النسبة الى وجود علاقة قوية وموجبة بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية وذلك يعني قبول الفرضية الاولى (وجود ارتباط موجب وقوي بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية) وتم اختبار معنوية هذه العلاقة بواسطة اختبار (t) اذ وجد ان هناك ارتباطا ذا دلالة معنوية عند اعتماد السعر الحاضر اذ بلغت (t) المحسوبة (9.187) وهي اكبر من (t) الجدولية البالغة (1.717) وبمستوى معنوية (0.05). وبدرجة حرية (n₁=1, n₂=22) كذلك تم اختبار مستوى معنوية اختبار (t) اذ بلغ (0.0) مما يعني معنوية الاختبار وهذا الجزء من التحليل يؤيد قبول الفرضية الاولى ويوضح هذا الاختبار اذا كان يتأرجح بين (0-0.05) وجود تأثير وعلاقة معنوية اما اذا كان اكثر من النصف فيعني عدم وجود علاقة .

كما اشار التحليل الى نسبة مرتفعة لمعامل التحديد (R²) والتي بلغت (78.4%) ومثما يوضحه الجدول رقم (5) وتشير هذه النسبة الى ان (78.4%) من السعر المستقبلي المتنبأ به يفسره السعر الحاضر وهذا يدعم الفرضية الثانية ومن خلال اختبار جدول تحليل التباين (ANOVA) لمعادلة الانحدار اذ كانت F المحسوبة

والتي قيمتها (84.399) هي اكبر من F الجدولية البالغة (4.3009) عند مستوى معنوية (0.05). ولدرجة حرية (n₁=1 , n₂=22) وبناء على هذه النتيجة نرفض فرضية العدم ونقبل فرضية الدراسة الثانية (ان الاختلافات في السعر المستقبلي تعتمد على السعر الحاضر) ومثلما موضح في جدول رقم (5) وهذا يشير الى مدى تاثر السعر المستقبلي بالسعر الحاضر ، وتم كذلك اختبار مستوى المعنوية (sig) والبالغ (0.) والذي يؤيد دعم الفرضية الثانية

جدول رقم (5)

جدول تحليل التباين لاختبار العلاقة ما بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها

t		R	F		R ²	MS	SS	درجة الحرية	
ج	م		*ج	*م					
1.717	9.187	%89.1	4.3009	84.399	%78.4	7462.318	7462.318	1	الانحدار %
						88.417	1945.177	22	الخطأ
							9407.495	23	المجموع

• م : F المحسوبة

• ج : t الجدولية وهكذا بقية الجداول .

ويبين جدول رقم (6) الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبأ بها اذ ان سلوك الاسعار المستقبلية المتنبأ بها يحدد وفقاً لاتجاه الاسعار المستقبلية خلال مدة العقد وقد اشارت الادبيات التي تم عرضها في الجانب النظري الى وجود عقود يمتد امدها من (30-180) يوماً وان اشهر تداول العقود هي اذار ، حزيران ، ايلول ، كانون الاول ، وعليه تم اعتماد مدة ستة اشهر امد العقد أي اربع مدد لكل شركة واشهر التداول هي ، حزيران ، و كانون الاول من كل سنة .

وبناءً عليه اذا كانت الاسعار المستقبلية المتنبأ بها اكبر من الاسعار المستقبلية المحددة في العقد فهذا يعني ان الاسعار تتبع حالة التراجع الطبيعي .
واما اذا كانت الاسعار المستقبلية المتنبأ بها اقل من الاسعار المستقبلية الفعلية المحددة في العقد فيشير الى ان الاسعار تتبع حالة التقدم الطبيعي .

وتوضح حالة التقدم والتراجع لسلوك الاسعار الى حدوث الربح او الخسارة للمركز المحوط وبحسب حالات الارتفاع والانخفاض الحاصلة لكل من الاسعار الحاضرة والمستقبلية وبشكل طردي او عكسي والذي سيتم توضيحه بشكل اكثر تفصيلا في المبحث الثاني .

وفي ضوء هذا فان سلوك الاسعار المستقبلية الفعلية اكبر من الاسعار المستقبلية المتنبأ بها لعقد حزيران 2000 وهذا يعني ان الاسعار تتبع حالة التقدم اما في عقد كانون الاول 2001 فكانت الاسعار المستقبلية الفعلية ادنى من السعر المستقبلي المتنبأ به ما عدا مشاهدة واحدة وهذا يعني ان الاسعار تتبع حالة التراجع خلال مدة العقد .

اما عقد كانون الاول 2000 وحزيران 2001 فأن اسعارهما كانت تأخذ بالارتفاع تارة والانخفاض تارة اخرى وهذا يشير الى تقلب الاسعار المستقبلية خلال مدة العقد ففي حالة تتبع التراجع واخرى تتبع التقدم وهذا يوضح مدى تأثر الشركة بالاوضاع الاقتصادية غير المستقرة والتي تولد بيئة عمل مضطربة وبالتالي تآثر اسهم الشركة بصورة مباشرة بهذه العوامل مما ينعكس على الاسعار بالارتفاع والانخفاض متفاوت اضافة الى التأثير في الوضع الانتاجي للشركة وكذلك وضعها المالي مما ينعكس على سمعتها السوقية ومدى تأثر اسهمها بهذه السمعة نتيجة اقبال او عدم اقبال المستثمرين على شراء وبيع اسهمها .

جدول رقم (6)

سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمنتبا بها – الكيمياوية

الاسعار المستقبلية المنتبا بها	الاسعار المستقبلية الفعلية	الاسعار الحاضرة	الاشهر	العقد
54.501	59.75	57.5	1	حزيران 2000
59.568	70	59.75	2	
65.988	68	70	3	
59.5	64.15	68	4	
56.339	65	64.15	5	
61.393	73	65	6	
69.393	79	73	7	كانون الاول 2000
69.205	45	79	8	
74.719	47	45	9	
43.013	36	47	10	
44.851	39	36	11	
34.972	37	39	12	
37.499	33	37	13	حزيران 2001
35.661	36	33	14	
31.985	35	36	15	
34.742	26.5	35	16	
33.823	30.85	26.5	17	
26.012	34.6	30.85	18	
30.009	34.6	34.6	19	كانون الاول 2001
33.455	17.25	34.6	20	
33.455	15.05	17.25	21	
17.511	14.75	15.05	22	
15.489	13.9	14.75	23	
15.213	13.55	13.9	24	

2- شركة المناقل الخبيثة :-

اوضح تحليل الارتباط (R) بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها الى وجود علاقة موجبة وقوية بلغت (90.1%) مما يؤكد وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين المتغيرين السعر الحاضر والسعر المستقبلي كما اشار اختبار t الى وجود هذه المعنوية اذ بلغت t المحسوبة (9.725) وهي اكبر من t الجدولية البالغة (1.717) وهي بذلك تدعم قبول الفرضية الاولى .

كما يوضح الجدول رقم (7) تحليل التباين لاختبار العلاقة بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها اذ يظهر من التحليل ان معامل التحديد (R^2) كان مرتفعا اذ بلغ (81.1 %) والذي يبين مقدار ما فسره السعر الحاضر من السعر المستقبلي المتنبأ به وهذا يشير الى قبول الفرضية الثانية كما يشير جدول تحليل التباين لمعادلة الانحدار الى ان F المحسوبة والتي قيمتها (94.583) هي اكبر من F الجدولية البالغة (4.3009) ولمستوى معنوية (.05) ودرجة حرية ($n_1=1, n_2=22$) وبلغ مستوى معنوية الاختبار (sig) (.0) ويشير هذا الجزء من التحليل الى قبول الفرضية الثانية .

جدول رقم (7)

جدول تحليل التباين لاختبار العلاقة ما بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها

t		R	F		R ²	MS	SS	درجة الحرية	
ج	م		ج	م					
1.717	9.725	90.1	4.3009	94.583	%81.1	3453.239	3453.239	1	الانحدار %
						36.510	803.226	22	الخطأ
							4256.465	23	المجموع

ويُظهر جدول رقم (8) سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمستقبلية المتنبأ بها ويشير تحليل سلوك الاسعار المستقبلية الى ان الاسعار المستقبلية الفعلية اقل من الاسعار المستقبلية المتنبأ بها وهذا يعني ان الاسعار تتبع حالة التراجع وذلك في عقد كانون الاول 2001 اما بقية العقود فأن اسعارها كانت ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى وهذا يوضح مدى تقلب الاسعار المستقبلية خلال مدة العقد الواحد والذي يأخذ حالة التراجع في حين والتقدم في حين اخر .

جدول رقم (8)

سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبا بها – الخيفة

الاسعار المستقبلية المتنبا بها	الاسعار المستقبلية الفعلية	الاسعار الحاضرة	الاشهر	العقد
42.195	44.8	43.95	1	حزيران 2000
42.988	53.4	44.8	2	
15.012	48.95	53.4	3	
46.86	41.25	48.95	4	
39.676	47.15	41.25	5	
45.181	50	47.15	6	
47.84	56	50	7	كانون الاول 2000
53.438	56	56	8	
53.438	38	56	9	
36.971	31	38	10	
30.58	34	31	11	
33.285	33	34	12	
32.539	31	33	13	حزيران 2001
30.346	35	31	14	
33.845	34	35	15	
32.912	28	34	16	
28.014	31	28	17	
30.206	31	31	18	
30.206	17	31	19	كانون الاول 2001
17.051	16	17	20	
16.585	15	16	21	
15.465	15	15	22	
15.185	14	15	23	
15.092	13.5	14	24	

3- شركة الهلال الصناعية :-

لقد اكد تحليل الارتباط وجود علاقة موجبة بلغت (90.6%) ما بين الاسعار الحاضرة والاسعار المستقبلية و اشار اختبار t الى معنوية الارتباط بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتتبا بها اذ بلغت (10.029) وهي اكبر من t الجدولية البالغة (1.717) ويشير هذا الجزء من التحليل الى قبول الفرضية الاولى . و اظهر التحليل ارتفاع معامل التحديد (R^2) اذ بلغ (82.1%) وتعني ارتفاع نسبة ما يفسره السعر الحاضر من التغيرات في السعر المستقبلي المتتبا به وبلغت F المحسوبة (100.585) وهي اكبر من F الجدولية البالغة (4.3009) لمستوى معنوية (0.05) وبدرجة حرية ($n_1=1, n_2=22$) ويشير هذا التحليل الى مدى تاثر السعر المستقبلي المتتبا به بالسعر الحاضر وهذا يعني قبول الفرضية الثانية كذلك اشار مستوى معنوية الاختبار الى معنوية اختبار F اذ بلغ (sig) (0.0) مثلما يظهر ذلك جدول رقم (9) .

جدول رقم (9)

جدول تحليل التباين لاختبار العلاقة ما بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتتبا بها

t		R	F		R^2	MS	SS	درجة الحرية	
ج	م		ج	م					
1.717	10.029	%90.6	4.3009	100.585	%82.1	2061.956	2061.956	1	الانحدار %
						20.500	450.994	22	الخطأ
							2512.950	23	المجموع

ويشير جدول رقم (10) الى سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتتبا بها اذ ظهر من التحليل عدم اتباع الاسعار وللعقود الاربعة لاي من الحالتين التراجع او التقدم وانما كانت تتسم بالتقلبات خلال مدة كل عقد من تراجع الى تقدم وبالعكس وهذا يبين مدى تاثر اسعار الاسهم لهذه الشركة بالعوامل الاقتصادية المؤثرة في قرارات المستثمرين من حيث اقبالهم على شراء وبيع اسهم الشركة او العزوف عن

شرائها وبيعها كما لا يمكن تجاهل سياسات الشركة الخاصة بعملياتها الانتاجية وتحقيقها للارباح وسياستها في توزيع الارباح وكل هذه العوامل هي عوامل مؤثرة بشكل مباشر في اسعار الاسهم .

جدول رقم (10)

سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبا بها – الهلال

العقد	الاشهر	الاسعار الحاضرة	الاسعار المستقبلية الفعلية	الاسعار المستقبلية المتنبا بها
حزيران 2000	1	43.5	42.1	41.641
	2	42.1	48	40.317
	3	48	44.65	45.898
	4	44.65	39.95	42.729
	5	39.95	44.2	38.283
	6	44.2	43.75	42.303
كانون الاول 2000	7	43.75	43.75	41.878
	8	43.75	34.5	41.878
	9	34.5	33.35	33.127
	10	33.35	29.4	32.039
	11	29.4	31.5	28.302
	12	31.5	30.8	30.289
حزيران 2001	13	30.8	28.9	29.627
	14	28.9	30.5	27.829
	15	30.5	28.75	29.343
	16	28.75	25	27.688
	17	25	28	24.140
	18	28	28.8	26.978
كانون الاول 2001	19	28.8	29.9	27.735
	20	29.9	29.9	28.775
	21	29.9	13.6	28.775
	22	13.6	13.35	13.356
	23	13.35	13	13.119
	24	13	11.5	12.788

4- شركة المياه الغازية :-

لقد اظهر معامل الارتباط (R) البالغ (74.1) وجود ارتباط موجب بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية مع وجود معنوية للارتباط اظهرها اختبار t الذي كان (5.183) وهي اكبر من t الجدولية البالغة (1.717) ودرجة حرية (0.05) ($n_1=1, n_2=22$) وبناء على هذه النتائج يتم قبول الفرضية الاولى .

كما يتضح من الجدول رقم (11) ان معامل التحديد (R^2) بلغ (55%) و تشير هذه النسبة الى انخفاض نسبة ما يفسره السعر الحاضر من تغيرات السعر المستقبلي قياسا بالشركات السابقة وعلى الرغم من هذا الانخفاض الا انها تدعم قبول الفرضية الثانية ، ومن خلال تحليل التباين ظهر ان F المحسوبة بلغت (26.860) وهي بذلك اكبر من F الجدولية البالغة (4.3009) وبمستوى معنوية للاختبار (sig) بلغ (0.0) وبمستوى معنوية (0.05) ودرجة حرية ($n_1=1, n_2=22$) وبهذا فان التحليل يشير الى قبول الفرضية الثانية .

جدول رقم (11)

جدول تحليل التباين لاختبار العلاقة ما بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها

t		R	F		R^2	MS	SS	درجة الحرية	
ج	م		ج	م					
1.717	5.183	%74.1	4.3009	26.860	%55	30222.191	30222.191	1	الانحدار %
						1125.173	24753.806	22	الخطأ
							54975.97	23	المجموع

ويوضح جدول رقم (12) سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبأ بها اذ ظهر من التحليل ان في عقد حزيران وكانون الاول 2000 كانت الاسعار المستقبلية الفعلية ادنى من السعر المستقبلي المتنبأ به ما عدا مشاهدين وهي بذلك تتبع حالة التراجع .

اما عقد كانون الاول 2001 فكانت الاسعار المستقبلية المتنبأ بها ادنى من الاسعار المستقبلية الفعلية ما عدا مشاهدين وهذا يعني ان الاسعار تتبع حالة التقدم اما عقد

حزيران 2001 فان اسعاره كانت ترتفع وتنخفض ما بين المشاهدات الشهرية
وبكلمة اخرى كانت تدور بين التقدم والتراجع ومثلما يبينه الجدول رقم (12) .
جدول رقم (12)

سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبا بها – المياه

الاسعار المستقبلية المتنبا بها	الاسعار المستقبلية الفعلية	الاسعار الحاضرة	الاشهر	العقد
363.470	279	350	1	حزيران 2000
310.078	279	279	2	
310.078	371.5	279	3	
379.638	371.5	371.5	4	
379.638	371.5	371.5	5	
379.638	371.5	371.5	6	
379.638	371.5	371.5	7	كانون الاول 2000
379.638	371.5	371.5	8	
379.638	362	371.5	9	
372.494	362	362	10	
372.494	330	362	11	
348.430	396	330	12	
398.062	439	396	13	حزيران 2001
430.586	400	439	14	
401.070	440	400	15	
431.150	440	440	16	
431.150	440	440	17	
431.150	440	440	18	
431.150	440	440	19	كانون الاول 2001
431.150	440	440	20	
431.150	440	440	21	
431.150	396	440	22	
398.062	396	396	23	
398.062	445	396	24	

5- شركة كربلاء :-

بين معامل الارتباط (R) البالغ (90.8%) وكما يوضحه جدول (13) وجود ارتباط موجب بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها و اشار اختبار t المحسوبة البالغة (10.142) وهي اكبر من t الجدولية البالغة (1.717) وبمستوى معنوية (0.05). ودرجة حرية (n₁=1, n₂=22) والتي تشير الى معنوية الارتباط بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها وهذا الجزء من التحليل يشير الى قبول الفرضية الاولى .

كما يوضح جدول رقم (17) تحليل التباين الذي اوضح ارتفاع معامل التحديد اذ بلغ (82.4%) وهو يوضح ارتفاع نسبة ما يفسره السعر الحاضر من التغيرات الحاصلة في السعر المستقبلي المتنبأ به كذلك بلغت F المحسوبة (102.860) وهي اكبر من F الجدولية البالغة (4.3009) وبمستوى معنوية (0.05). لدرجة حرية (n₁=1, n₂=22) وبمستوى معنوية جيد بلغ (sig) (0.0) لاختبار F وهذا الجزء من التحليل يشير الى قبول الفرضية الثانية .

جدول رقم (13)

جدول تحليل التباين لاختبار العلاقة ما بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها

t		R	F		R ²	MS	SS	درجة الحرية	
ج	م		ج	م					
1.717	10.142	%90.8	4.3009	102.860	%82.4	71069.316	71069.316	1	الانحدار %
						690.933	15200.534	22	الخطأ
							86269.850	23	المجموع

كذلك يظهر جدول رقم (14) سلوك الاسعار اذ كانت اسعار عقد كانون الاول 2000 تتبع حالة التراجع الطبيعي اما عقد كانون الاول 2001 فكانت اسعاره تتبع حالة التقدم الطبيعي ما عدا مشاهدة واحدة اما العقدان الباقيان فان اسعارهما اتسمت بالتقلب ما بين التقدم والتراجع الطبيعي .

وهذا يشير الى تاثر هذه الشركة بالحالة الاقتصادية والسياسية التي يمر بها البلد والتي تنعكس اثارها على حجم الاستثمار وبالتالي على اسعار الاسهم من حيث تقلبها من مدة الى اخرى .

جدول رقم (14)

سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبا بها – كربلاء

العقد	الاشهر	الاسعار الحاضرة	الاسعار المستقبلية الفعلية	الاسعار المستقبلية المتنبا بها
حزيران 2000	1	175	174	164.976
	2	174	232	164.045
	3	232	201.5	218.043
	4	201.5	201.5	189.648
	5	201.5	148	189.648
	6	148	140	139.839
كانون الاول 2000	7	140	141	132.391
	8	141	135	133.322
	9	135	129.75	127.736
	10	129.75	120	122.848
	11	120	125.5	113.771
	12	125.5	150	118.892
حزيران 2001	13	150	137	141.701
	14	137	143	129.598
	15	143	143	135.184
	16	143	53	135.184
	17	53	57	51.394
	18	57	53	55.118
كانون الاول 2001	19	53	47	51.394
	20	47	42	45.808
	21	42	35.75	41.153
	22	35.75	35	35.334
	23	35	34.35	34.636
	24	34.35	27.55	34.031

6- شركة ميسان الغذائية :-

اظهر معامل الارتباط (R) وجود ارتباط بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية بلغ (56.4%) كما يوضحه الجدول (15) الا انه لا يعبر عن قوة العلاقة ولكن يشير الى وجودها بقدر معين كما كانت t المحسوبة (3.207) وهي اكبر من t الجدولية البالغة (1.717) وعليه يدعم هذا الجزء من التحليل قبول الفرضية الاولى . ويشير الجدول رقم (16) الى تحليل اختبار التباين لمعادلة التحديد والذي يؤشر قيمة منخفضة لمعامل التحديد (R^2) اذ بلغ (31.9) والذي يسجل ضعف اعتماد السعر الحاضر في تفسير التغيرات في السعر المستقبلي المتنبأ به وهذا يؤدي الى رفض الفرضية الثانية (ان التغيرات الحاصلة في السعر المستقبلي المتنبأ به تعتمد على السعر الحاضر) وعلى الرغم من ذلك الا ان F المحسوبة كانت (10.283) وهي اكبر من F الجدولية البالغة (4.3009) عند مستوى معنوية (0.05) ولدرجة حرية ($n_1=1, n_2=22$) وظهر من التحليل ايضا ارتفاع في معنوية الاختبار F اذ بلغ (sig) (0.004) الا انها ضمن الحدود المقبولة .

جدول رقم (15)

جدول تحليل التباين لاختبار العلاقة ما بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها

t		R	F		R^2	MS	SS	درجة الحرية	
ج	م		ج	م					
1.717	3.207	%56.4	4.3009	10.283	%31.9	2351.158	2351.158	1	الانحدار %
						228.670	5030.747	22	الخطأ
							7382.105	23	المجموع

كذلك اوضح تحليل سلوك الاسعار الى ان اسعار عقد حزيران 2000 كانت تتبع حالة التراجع أي ان الاسعار المستقبلية المتنبأ بها اكبر من الاسعار المستقبلية الفعلية اما بقية العقود وهي ، كانون الاول 2000 ، وحزيران 2001 ، وكانون

الاول 2001 فأن اسعارها كانت في تقلب مستمر ما بين التقدم والتراجع الطبيعي
ومثلما يوضحه جدول رقم (16) .

جدول رقم (16)

سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمنتبا بها – ميسان

الاسعار المستقبلية المنتبا بها	الاسعار المستقبلية الفعلية	الاسعار الحاضرة	الاشهر	العقد
81.482	61	69	1	حزيران 2000
77.098	75	61	2	
84.77	82.5	75	3	
88.88	82	82.5	4	
88.606	82	82	5	
88.606	85	82	6	
90.25	107.15	85	7	كانون الاول 2000
102.388	110	107.15	8	
103.95	106	110	9	
101.758	97	106	10	
96.826	97	97	11	
96.826	128	97	12	
113.814	90	128	13	حزيران 2001
92.99	79	90	14	
86.962	92	79	15	
94.086	95	92	16	
95.730	85	95	17	
90.25	95	85	18	
95.73	94.5	95	19	كانون الاول 2001
95.456	110	94.5	20	
103.95	120	110	21	
109.43	128	120	22	
113.814	128	128	23	
113.814	79	128	24	

7- الشركة الغازية الشمالية :-

تشير معادلة الارتباط (R) التي بلغت (95.4%) الى وجود ارتباط موجب وقوي بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها وبلغت t المحسوبة (14.893) وهي اكبر من t الجدولية البالغة (1.717) وهذا يشير الى معنوية الارتباط بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها مما يدعم قبول الفرضية الاولى .

كما يبين جدول رقم (17) تحليل التباين اذ بلغ معامل التحديد (91%) وهو يشير الى معنوية العلاقة بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها وهو يعني ان ارتفاع الاسعار الحاضرة للشركة يؤدي الى ارتفاع اسعار العقود المستقبلية اذ بلغت F المحسوبة (221.816) وهي اكبر من F الجدولية البالغة (4.3009) وعند مستوى معنوية (0.05) ودرجة حرية (n₁=1, n₂=22) وبمستوى معنوية للاختبار (sig) (0.0) مما يشير الى وجود فروق معنوية بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية وهذا الجزء من التحليل يشير الى قبول الفرضية الثانية .

جدول رقم (17)

جدول تحليل التباين لاختبار العلاقة ما بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها

t		R	F		R ²	MS	SS	درجة الحرية	
ج	م		ج	م					
1.717	14.893	%95.4	4.3009	221.816	%91	17132.840	17132.840	1	الانحدار %
						77.239	1699.259	22	الخطأ
							18832.099	23	المجموع

كذلك يبين تحليل سلوك الاسعار المشار اليه في الجدول رقم (18) الى ان الاسعار في عقد حزيران 2000 كانت تتبع حالة التقدم اذ ان الاسعار المستقبلية الفعلية هي اكبر من الاسعار المستقبلية المتنبأ بها ماعدا مشاهدة واحدة ، اما بقية العقود فان اسعارها كانت تتراجع ارتفاعاً وانخفاضاً ممثلتاً حالة تقدم مرة و حالة تراجع مرة اخرى .

جدول رقم (18)

سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبا بها – الشمالية

الاسعار المستقبلية المتنبا بها	الاسعار المستقبلية الفعلية	الاسعار الحاضرة	الاشهر	العقد
94.564	99.75	98.5	1	حزيران 2000
95.787	106	99.75	2	
101.906	108.75	106	3	
104.59	101	108.75	4	
97.011	101	101	5	
97.011	101	101	6	
97.011	78.75	101	7	كانون الاول 2000
75.228	73	78.75	8	
69.599	69	73	9	
65.683	56	69	10	
52.956	61.1	56	11	
57.949	62	61.1	12	
58.83	58.050	62	13	حزيران 2001
54.963	65	58.050	14	
61.767	65.4	65	15	
62.159	51	65.4	16	
48.061	53.5	51	17	
50.509	53.5	53.5	18	
50.509	53.5	53.5	19	كانون الاول 2001
50.509	24.7	53.5	20	
22.313	22.5	24.7	21	
20.160	22.75	22.5	22	
20.404	21.150	22.75	23	
18.838	19.95	21.150	24	

8- شركة نينوى الغذائية :-

تشير علاقة الارتباط (R) التي بلغت (92.2%) الى وجود ارتباط موجب وقوي بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها وبمعنوية عالية تظهر من خلال اختبار t البالغة (11.160) وبمستوى معنوية (0.05) ودرجة حرية (n₁=1,n₂=22) وبمستوى معنوية لاختبار t (sig) (0.0) وهذا الجزء من التحليل يدعم قبول الفرضية الاولى .

ويوضح جدول رقم (19) تحليل التباين اذ بلغ معامل التحديد (R²) (85%) وهو يوضح مقدار مساهمة السعر الحاضر في تفسير التغيرات الحاصلة في السعر المستقبلي المتنبأ به كما ان F المحسوبة كانت (124.536) وهي اكبر من F الجدولية البالغة (4.3009) وبمستوى معنوية (0.05) ودرجة حرية (n₁=1,n₂=22) وهذا يشير الى معنوية العلاقة بين الاسعار الحاضرة والاسعار المستقبلية المتنبأ بها وهذا يدعم قبول الفرضية الثانية .

جدول رقم (19)

جدول تحليل التباين لاختبار العلاقة ما بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية المتنبأ بها

t		R	F		R ²	MS	SS	درجة الحرية	
ج	م		ج	م					
1.717	11.16	%92.2	4.3009	124.536	%85	3209.483	3209.483	1	الانحدار %
						25.771	566.972	22	الخطأ
							3776.455	23	المجموع

ويشير تحليل سلوك الاسعار الى ان الاسعار في عقد حزيران 2000 كانت تتبع حالة التقدم ما عدا مشاهدة واحدة اما عقد كانون الاول 2001 فان اسعاره كانت تتبع حالة التراجع فيما عدا مشاهدة واحدة واما العقدان الاخران فان اسعارهما كانت تتقلب بين الحين والآخر مشكلتاً حالة تقدم تارة وحالة تراجع تارة اخرى ومثلما يوضحه الجدول رقم (20) .

جدول رقم (20)

سلوك الاسعار الحاضرة والمستقبلية والمتنبا بها – نينوى

الاسعار المستقبلية المتنبا بها	الاسعار المستقبلية الفعلية	الاسعار الحاضرة	الاشهر	العقد
43.578	46	44.7	1	حزيران 2000
44.858	52	46	2	
50.768	54.5	52	3	
53.231	51.95	54.5	4	
50.719	51.95	51.95	5	
50.719	51.95	51.95	6	
50.719	53.5	51.95	7	كانون الاول 2000
52.246	50	53.5	8	
48.798	50	50	9	
48.798	40.5	50	10	
39.441	44.5	40.5	11	
43.381	45	44.5	12	
43.873	42.5	45	13	حزيران 2001
41.411	45.25	42.5	14	
44.119	45.25	45.25	15	
44.119	43.75	45.25	16	
42.642	43.75	43.75	17	
42.642	26	43.75	18	
25.158	21.5	26	19	كانون الاول 2001
20.726	20.35	21.5	20	
19.593	18.25	20.35	21	
17.524	25	18.25	22	
24.173	20.9	25	23	
20.135	18.7	20.9	24	

كذلك يمكن اجمال المؤشرات الاحصائية للشركات موضع الدراسة في جدول رقم (21) واخيرا فان التحليل السابق لسلوك اسعار اسهم الشركات يظهر مدى تقلبها وبالتالي انعكاسها على ارباح الشركات وخسائرها مما يبين مدى تاثر اسعار الاسهم بالاوضاع الاقتصادية والسياسية التي تحيط بالبلد وكذلك المؤشرات الانتاجية والمالية للشركات واسهامها في حدة تقلبات اسعار اسهم الشركات والذي يؤثر في قرارات المستثمرين التي يتخذونها لشراء او بيع اسهم الشركات مما يُوجد سوقا نشطا لتداول الاسهم وبالتالي يسهم في تخفيف حدة التقلب في الاسعار او تكون الحالة بالعكس مما يؤدي الى تذبذب الاسعار وتقلبها .

جدول رقم (21)

المؤشرات الاحصائية

ت	اسم الشركة	معامل التحديد (R ²)	معامل الارتباط (R)	F	Sig	t	sig
1	الكيمائية	78.4%	89.1%	84.399	.0	9.187	.0
2	الخفيفة	81.1	90.1	94.583	.0	9.725	.0
3	الهلال	82.1	90.6	100.585	.0	10.029	.0
4	الغازية	55	74.1	26.860	.0	5.183	.0
5	كربلاء	82.4	90.8	102.860	.0	10.142	.0
6	ميسان	31.9	56.4	10.283	.04	3.207	.04
7	الشمالية	91	95.4	221.816	.0	14.893	.0
8	نينوى	85	92.2	124.536	.0	11.160	.0

ويمكن اجمال قبول فرضيات الدراسة او رفضها الخاصة بهذا المبحث للشركات من خلال الجدول رقم (22) .

جدول رقم (22)

ملخص قبول او رفض فرضيات الدراسة – المبحث الاول

النسبة	نينوى	الشمالية	ميسان	كربلاء	الغازية	الهلال	الخفيفة	الكيماوية	الشركات
									الفرضيات
100%	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	الاولى
87.5	قبول	قبول	رفض	قبول	قبول	قبول	قبول	قبول	الثانية

اذ يظهر من الجدول ان الفرضية الاولى متحققة في جميع الشركات مما يعني قبول الفرضية وبكلمة اخرى تعني وجود علاقة موجبة وقوية بين الاسعار الحاضرة والاسعار المستقبلية المتنبأ بها ، كذلك يوضح الجدول قبول الفرضية الثانية اذ ظهر تحقق الفرضية في سبع شركات ما عدا شركة ميسان وهذا يعني وجود اعتمادية ما بين الاسعار الحاضرة والاسعار المستقبلية المتنبأ بها .

تحليل نتائج التحوط بالعقود المستقبلية للاوراق المالية

يركز هذا المبحث على استقراء نتائج التحوط بالعقود المستقبلية للاوراق المالية لثمان شركات مدرجة في سوق بغداد للاوراق المالية ولمدة سنتين لكل شركة وان اشهر التنفيذ هي حزيران وكانون الاول من كل سنة من نحو ما اشير اليها في المبحث الاول .

وقد تم افتراض حجم المركز النقدي بحسب عدد اسهم كل شركة بحيث تكون متقاربة مع عدد اسهم الشركات اذ كان حجم المركز النقدي (1000000) سهم وحجم المركز المستقبلي (1000) سهم وعليه فان عدد العقود هو (1000) عقد وذلك على وفق النسبة البسيطة للتحوط (1:1) والتي تعتمد على ثبات حجم المركز النقدي اما نسبة التحوط المخفضة للمخاطرة (BRM) فهي تعتمد على البيتا فكلمما تغيرت تغير معها عدد العقود اللازمة للتحوط .

وبما ان الشركات هي مالكة للاسهم فقد عدت صاحبة مركز طويل وان الاستراتيجية المناسبة لتحويط مركزها النقدي هي المركز القصير في العقد المستقبلي (أي بائع للعقد) .

1- الشركة الكيماوية :-

يبين جدول رقم (23) الربح والخسارة من المركز النقدي والمركز المستقبلي فعندما يكون السعر المستقبلي اليوم اعلى من السعر المستقبلي وقت التنفيذ فذلك يعني تحقق الربح او تحقق الخسارة اذا كانت الحالة بالعكس ، اما اذا كان السعر الحاضر اليوم ادنى من السعر الحاضر وقت التنفيذ فذلك يعني تحقق الخسارة او تحقق الربح اذا كانت الحالة بالعكس ، فقد اظهر تحليل الاسعار الى ارتفاع السعر المستقبلي والسعر الحاضر لعقد حزيران 2000 في وقت تنفيذ العقد عن بداية ابرام العقد وكان ارتفاع السعر الحاضر اكثر من ارتفاع السعر المستقبلي اذ كانت نسبة الزيادة في

السعر الحاضر هي (37.4%) بينما كانت نسبة زيادة السعر المستقبلي (15.8%) مما أدى إلى انحسار الأساس السالب وتحقيق صافي ربح بلغ (11.857) إذ كان الربح من المركز النقدي يفوق الخسارة من المركز المستقبلي وهذا أدى إلى تحقيق صافي ربح .

وفي عقد كانون الأول 2000 كانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ منخفضة عنها في بداية إبرام العقد و إذ كان الربح المتحقق من المركز المستقبلي أكبر من الخسارة المتحققة في المركز النقدي وبالتالي تحقيق صافي ربح بلغ (1.501) وفي عقد حزيران 2001 كانت الأسعار الحاضرة في وقت التنفيذ منخفضة عن الأسعار الحاضرة في وقت بداية التداول في حين كانت الأسعار المستقبلية منخفضة في وقت التنفيذ عنها في وقت بداية التداول مما أدى إلى اتساع الأساس الموجب وتحقيق صافي ربح بلغ (0.591) وتكونت هذه الخسارة من خسارة المركز المستقبلي مضافاً إليها الخسارة المتحققة في المركز النقدي وبالتالي تحقيق إجمالي خسارة .

أما عقد كانون الأول 2001 فقد كانت فيه الأسعار المستقبلية أعلى من الأسعار الحاضرة وقت تنفيذ العقد ومع انخفاض الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية بداية تداول العقد مما أدى إلى اتساع الأساس السالب وتحقيق صافي خسارة بلغت (1.71) .

وعلى الرغم من تحقق الخسارة لمركز المستقبلية في العقد كانون الأول 2001 والبالغة (1.71) إلا أنها أقل من الخسارة المتحققة للمركز النقدي وللعقود الثلاثة كانون الأول 2000، وحزيران 2001، وكانون الأول 2001 والبالغة على التوالي (40)، (2.4)، و(22.2) وهذا يعني أن ستراتيجية التحوط القصير قد أسهمت في تخفيض المخاطرة المتحققة للمركز النقدي في المستقبل وهذا الجزء من التحليل يشير إلى قبول الفرضية الثالثة .

جدول رقم (23)

نتائج الربح والخسارة من المركز النقدي والمركز المستقبلي

المركز النقدي			المركز المستقبلي			
7	6	5	4	3	2	1
الربح /الخسارة من المركز النقدي	السعر الحاضر شهر التنفيذ	السعر الحاضر اليوم	خسارة /ربح المركز المستقبلي	السعر المستقبلي شهر التنفيذ	السعر المستقبلي اليوم	العقد
21.5	79	57.5	(9.643)	69.393	59.75	حزيران 2000
(40)	33	73	41.501	37.499	79	كانون الاول 2000
(2.4)	34.6	37	2.991	30.009	33	حزيران 2001
(22.2)	*12.4	34.6	20.49	*14.11	34.6	كانون الاول 2001

* هو اسعار الشهر (25) وهكذا بقية الشركات

جدول رقم (24)

نتائج الارباح والخسائر من الاساس

$$\Pi = b_T - b$$

5=2-3	4	3	2	1
صافي ربح/خسارة	حركة الاساس	الاساس شهر التنفيذ	الاساس اليوم	العقد
11.857	انحسار	9.607	(2.25)	حزيران 2000
1.501	انحسار	(4.499)	(6)	كانون الاول 2000
0.591	اتساع	4.591	4	حزيران 2001
(1.71)	اتساع	(1.71)	0	كانون الاول 2001

كذلك يوضح الجدول رقم (25) المقارنة بين استخدام نسبة التحوط البسيطة (1:1) في حساب عدد العقود المناسبة للتحوط ونسبة التحوط المخفضة للمخاطرة (BRM) اذ يظهر ان استخدام نسبة التحوط البسيطة افضل في تخفيض مخاطرة الاسعار بالنسبة لعقد كانون الاول 2001 وهذا الجزء من التحليل يشير الى رفض الفرضية الرابعة ، اما عقد حزيران 2000 فان الربح المتحقق من جراء استخدام نسبة التحوط المخفضة للمخاطرة اقل من الربح المتحقق في النسبة البسيطة بينما كان العكس في عقد كانون الاول 2000 وحزيران 2001.

جدول رقم (25)

نتائج مقارنة استخدام نسبة التحوط البسيطة (1:1) ونسبة التحوط المخفضة للمخاطرة BRM

نسبة التحوط المخفضة للمخاطرة (BRM)				نسبة التحوط البسيطة (1:1)				
9	8	7	6	5	4	3	2	1
صافي خسارة/ربح	خسارة/ربح المركز النقدي	خسارة/ربح المركز المستقبلي	عدد العقود	صافي خسارة/ربح	خسارة/ربح المركز النقدي	خسارة/ربح المركز المستقبلي	عدد العقود	العقد
9331.46	16920.5	(7589.04)	787	11875	21500	(9643)	1000	حزيران 2000
2941.47	(58800)	61741.47	1470	1501	(40000)	41501	1000	كانون الاول 2000
1240.5	(5037.6)	(6278.1)	2099	(0.591)	(2400)	(2991)	1000	حزيران 2001
(4762.35)	(61827)	57064.65	2785	(1710)	(22200)	20490	1000	كانون الاول 2001

2- شركة الصناعات الخفيفة :-

يبين جدول رقم (26) الربح والخسارة من المركز النقدي والمركز المستقبلي اذ تبين من تحليل الاسعار لعقد حزيران 2000 ارتفاع الاسعار الحاضرة والمستقبلية في وقت تنفيذ العقد عنها في بداية التداول وكان ارتفاع الاسعار الحاضرة اكبر من ارتفاع الاسعار المستقبلية اذ كانت نسبة زيادة السعر الحاضر (27.4%) بينما كانت نسبة زيادة السعر المستقبلي (6.8%) مما ادى الى انحسار الاساس السالب وتحقيق ربح بلغ (9.01) اذ كان الربح المتحقق من المركز النقدي يفوق الخسارة المتحققة للمركز المستقبلي وبالتالي تحقيق صافي ربح مما يعني حماية المركز النقدي من مخاطر الاسعار .

وكانت الاسعار الحاضرة والمستقبلية منخفضة في وقت تنفيذ عقد كانون الاول 2000 عن الاسعار الحاضرة والمستقبلية بداية تداول العقد و اذ كان الربح من المركز المستقبلي اكبر من خسارة المركز النقدي وبالتالي انحسار الاساس السالب وتحقيق ربح مقداره (4.46) لمركز المحوط .

واما عقد حزيران 2001 وكانون الاول 2001 فقد كانت فيه الاسعار المستقبلية والحاضرة وقت تنفيذ العقد منخفضة عنها في وقت ابرام العقد الا ان انخفاض الاسعار الحاضرة كان اكبر من انخفاض الاسعار المستقبلية اذ بلغت نسبة انخفاض السعر الحاضر للعقدين على التوالي (48.5%) و(56.5%) بينما كان انخفاض السعر المستقبلي للعقدين على التوالي (2.6%) و (11.2%) مما ادى الى انحسار الاساس الموجب وتحقيق صافي خسارة بلغت للعقدين على التوالي (15.206) و(15.59) وبكلمة اخرى فان الربح المتحقق للمركز المستقبلي كان اقل من الخسارة المتحققة في المركز النقدي مما ادى الى حصول صافي خسارة .

ويتبين من التحليل اعلاه ان الخسارة المتحققة للمركز المحوط هي اقل من الخسارة المتحققة للمركز غير المحوط سواء من حيث عدد العقود او مبلغ الخسارة وهذا يؤيد قبول الفرضية الثالثة .

جدول رقم (26)

نتائج الربح والخساره من المركز النقدي والمركز المستقبلي

المركز النقدي			المركز المستقبلي			
7	6	5	4	3	2	1
الربح /الخسارة من المركز النقدي	السعر الحاضر شهر التنفيذ	السعر الحاضر اليوم	خسارة /ربح المركز المستقبلي	السعر المستقبلي شهر التنفيذ	السعر المستقبلي اليوم	العقد
12.05	56	43.95	(3.04)	47.84	44.8	حزيران 2000
(19)	31	50	23.46	32.54	56	كانون الاول 2000
(16)	17	33	0.794	30.206	31	حزيران 2001
(17.5)	13.5	31	1.35	15.65	17	كانون الاول 2001

جدول رقم (27)

نتائج الارباح والخسائر من الاساس

$$\Pi = b_T - b$$

5=2-3	4	3	2	1
صافي ربح/خسارة	حركة الاساس	الاساس شهر التنفيذ	الاساس اليوم	العقد
9.01	انحسار	8.16	(.85)	حزيران 2000
4.46	انحسار	(1.54)	(6)	كانون الاول 2000
(15.206)	انحسار	(13.206)	2	حزيران 2001
(16.15)	انحسار	(2.15)	14	كانون الاول 2001

ومن خلال مقارنة استخدام نسبة التحويط البسيطة مع نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة المبينة في جدول رقم (28) تبين ان الخسارة المتحققة من العقدين حزيران وكانون الاول 2001 باستخدام نسبة التحويط البسيطة هي اقل من الخسارة المتحققة باستخدام نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة و للعقدين نفسيهما وهذا مايشير الى خطأ الفرضية الرابعة وبالتالي رفضها اما في العقدين حزيران وكانون الاول 2000 فان الربح المتحقق من بيتا المخفضة للمخاطرة اكبر من الربح المتحقق من النسبة البسيطة .

جدول رقم (28)

نتائج مقارنة استخدام نسبة التحويط البسيطة (1:1) ونسبة التحويط المخفضة للمخاطرة B_{RM}

نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة (B_{RM})				نسبة التحويط البسيطة (1:1)				
9	8	7	6	5	4	3	2	1
صافي خسارة/ربح	خسارة/ربح المركز النقدي	خسارة/ربح المركز المستقبلي	عدد العقود	صافي خسارة/ربح	خسارة/ربح المركز النقدي	خسارة/ربح المركز المستقبلي	عدد العقود	العقد
25660.4	34318.4	(8658)	2848	9010	12050	(3040)	1000	حزيران 2000
23165.24	(98686)	121851.24	5194	4460	(19000)	23460	1000	كانون الاول 2000
(107628.1)	(113248)	5619.9	7078	(15206)	(16000)	794	1000	حزيران 2001
(481593)	(52185)	4025.7	2982	(16150)	17500	1350	1000	كانون الاول 2001

3- : شركة الهلال الصناعية :

يشير تحليل الارباح والخسائر للمركزين النقدي والمستقبلي في الجدول رقم (29) الى ارتفاع السعر الحاضر لعقد حزيران 2000 مقابل انخفاض السعر المستقبلي مما ادى الى انحسار الاساس السالب وتحقيق الربح من المركز المستقبلي والمركز النقدي وبالتالي تحقيق اجمالي ربح بلغ (.472) . اما العقود كانون الاول 2000 و 2001 فقد كانت الاسعار الحاضرة والمستقبلية وقت تداول العقد اعلى من الاسعار الحاضرة والمستقبلية وقت تنفيذ العقد اذ كان انخفاض الاسعار الحاضرة اكبر من انخفاض الاسعار المستقبلية اذ بلغ انخفاض السعر الحاضر للعقدين على التوالي (34%) و(60.1%) بينما كان انخفاض السعر المستقبلي للعقدين على التوالي (32.3%) و(56.4%) مما ادى الى اتساع الاساس السالب وتحقيق خسارة بلغت للعقدين على التوالي (.727) و (.425) . وبتعبير اخر ان الربح المتحقق للمركز المستقبلي للعقدين كان اقل من الخسارة المتحققة في المركز النقدي وبالتالي تحقيق صافي خسارة الا انه اسهم في تخفيض مخاطرة الاسعار بشكل ملحوظ مما ترتب عليه فاعلية التحويط في تخفيض خسارة المركز النقدي .

واما عقد حزيران 2001 فقد كانت الاسعار الحاضرة والمستقبلية وقت تنفيذ العقد اقل من الاسعار الحاضرة والمستقبلية وقت بداية تداول العقد الا ان انخفاض الاسعار المستقبلية كان اكبر من انخفاض الاسعار الحاضرة اذ بلغ انخفاض السعر المستقبلي (4%) بينما كان انخفاض السعر الحاضر (3%) مما ادى الى انحسار الاساس السالب وتحقيق صافي ربح (.265) . وبكلمة اخرى فان الربح المتحقق من المركز المستقبلي كان اكبر من خسارة المركز النقدي مما ادى الى تحويط المركز بنجاح وتحقيق صافي ربح ، كذلك يشير التحليل الى انخفاض الخسائر المتحققة للمركز المحوط مقابل المركز غير المحوط من حيث عدد العقود التي تم تخفيض خسارتها ، ونسبة الخسارة مما يشير الى قبول الفرضية الثالثة.

جدول رقم (29)

نتائج الربح والخساره من المركز النقدي والمركز المستقبلي

المركز النقدي			المركز المستقبلي			
7	6	5	4	3	2	1
الربح /الخسارة من المركز النقدي	السعر الحاضر شهر التنفيذ	السعر الحاضر اليوم	خسارة /ربح المركز المستقبلي	السعر المستقبلي شهر التنفيذ	السعر المستقبلي اليوم	العقد
.25	43.75	43.5	.222	41.878	42.1	حزيران 2000
(14.85)	28.9	43.75	14.123	29.627	43.75	كانون الاول 2000
(.9)	29.9	30.8	1.165	27.735	28.9	حزيران 2001
(17.3)	11.5	28.8	16.875	13.025	29.9	كانون الاول 2001

جدول رقم (30)

نتائج الارباح والخسائر من الاساس

$$\Pi = b_T - b$$

5=2-3	4	3	2	1
صافي ربح/خسارة	حركة الاساس	الاساس شهر التنفيذ	الاساس اليوم	العقد
.472	انحسار	1.872	1.4	حزيران 2000
(.727)	اتساع	(.727)	0	كانون الاول 2000
.265	انحسار	2.165	1.9	حزيران 2001
(.425)	اتساع	(1.525)	(1.1)	كانون الاول 2001

وبمقارنة نسبة التحويط البسيط مع نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة تبين ان استخدام النسبة البسيطة افضل لعقود حزيران وكانون الاول 2000 وكانون الاول 2001 اذ كانت الخسارة المتحققة في النسبة البسيطة اقل من الخسارة المتحققة في النسبة المخفضة للمخاطرة مما يؤيد رفض الفرضية الرابعة اما عقد حزيران 2001 فقد كانت الارباح المتحققة من النسبة المخفضة للمخاطرة اعلى من ارباح النسبة البسيطة ومثلما يوضحه الجدول رقم (31).

جدول رقم (31)

نتائج مقارنة استخدام نسبة التحويط البسيطة (1:1) ونسبة التحويط المخفضة للمخاطرة B_{RM}

نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة (B_{RM})				نسبة التحويط البسيطة (1:1)				
9=8-7	8	7	6	5=4-3	4	3	2	1
صافي خسارة/ربح	خسارة/ربح المركز النقدي	خسارة/ربح المركز المستقبلي	عدد العقود	صافي خسارة/ربح	خسارة/ربح المركز النقدي	خسارة/ربح المركز المستقبلي	عدد العقود	العقد
(304)	2716	2412	10863	(28)	250	222	1000	حزيران 2000
(11700)	(238981)	227281	16093	(727)	(14850)	14123	1000	كانون الاول 2000
5586	(18968)	24554	21076	265	(900)	1165	1000	حزيران 2001
(10804)	(439783)	428979	25421	(425)	17300	16875	1000	كانون الاول 2001

4-: شركة المياه الغازية :-

يتبين من خلال تحليل الأرباح والخسائر للمركز النقدي والمركز المستقبلي في الجدول رقم (32) الى ارتفاع الاسعار الحاضرة والمستقبلية وقت تنفيذ عقد حزيران 2000 عن الاسعار الحاضرة والمستقبلية بداية تداول العقد وكان ارتفاع الاسعار المستقبلية اكبر من الاسعار الحاضرة مما ادى الى اتساع الاساس السالب وتحقيق صافي خسارة بلغت (79.138) اما عقد كانون الاول 2000 فقد كانت الاسعار الحاضرة والمستقبلية وقت تنفيذ العقد اعلى من الاسعار الحاضرة والمستقبلية بداية تداول العقد وارتفاع الاسعار الحاضرة اكبر من ارتفاع الاسعار المستقبلية اذ كانت نسبة ارتفاع السعر الحاضر (18.2%) بينما كانت نسبة ارتفاع السعر المستقبلي (7.2%) وهذا ادى الى انحسار الاساس السالب وتحقيق صافي ربح بلغ (40.938) أي ان الربح المتحقق من المركز النقدي كان اكبر من الخسارة المتحققة من المركز المستقبلي وتحقيق صافي ربح .

اما عقد حزيران وكانون الاول 2001 فقد كانت فيهما الاسعار الحاضرة مرتفعة في حين كانت الاسعار المستقبلية منخفضة أي ارتفاع السعر الحاضر وقت التنفيذ عن السعر الحاضر بداية التداول مقابل انخفاض السعر المستقبلي وقت التنفيذ عن السعر المستقبلي وقت بداية تداول العقد مما يؤدي الى انحسار الأساس وتحقيق ربح من المركز النقدي وربح من المركز المستقبلي اذ بلغ الربح الاجمالي من العقدين على التوالي (51.85) و (15.09) ويظهر ان تحويط العقدين حزيران وكانون الاول 2001 قد ادى الى زيادة الربح المتحقق للمركز النقدي ثم ان الخسارة المتحققة في العقدين حزيران وكانون الاول 2000 للمركز المستقبلي كانت في عقد حزيران كبيرة بنسبة اعلى من ربح المركز النقدي مما ادى الى حصول خسارة كبيرة مقارنة بربح المركز النقدي اما عقد كانون الاول فقد كانت خسارة المركز المستقبلي اقل من المركز النقدي وبالتالي تحقيق الربح وبناء على ما سبق تكون الفرضية الثالثة قد تحققت في العقود الاربعة على الرغم من الخسارة

المتحققة في العقد الاول الا ان دور الاستراتيجية كان تقليل الخسارة من
(100638) الى (79138) .

جدول رقم (32)

نتائج الربح والخساره من المركز النقدي والمركز المستقبلي

المركز النقدي			المركز المستقبلي			
7	6	5	4	3	2	1
الربح /الخسارة من المركز النقدي	السعر الحاضر شهر التنفيذ	السعر الحاضر اليوم	خسارة /ربح المركز المستقبلي	السعر المستقبلي شهر التنفيذ	السعر المستقبلي اليوم	العقد
21.5	371.5	350	(100.638)	379.638	279	حزيران 2000
67.5	439	371.5	(26.562)	398.062	371.5	كانون الاول 2000
44	440	396	7.85	431.15	439	حزيران 2001
10	450	440	5.09	434.91	440	كانون الاول 2001

جدول رقم (33)

نتائج الارباح والخسائر من الاساس

$$\Pi = b_T - b$$

5=2-3	4	3	2	1
صافي ربح/خسارة	حركة الاساس	الاساس شهر التنفيذ	الاساس اليوم	العقد
(79.138)	اتساع	(8.138)	71	حزيران 2000
40.938	انحسار	40.938	0	كانون الاول 2000
51.85	انحسار	8.85	(43)	حزيران 2001
15.09	انحسار	15.09	0	كانون الأول 2001

ومن خلال المقارنة بين نسبة التحويط البسيطة والنسبة المخفضة للمخاطرة تبين ان استخدام نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة و للعقود حزيران 2000 و 2001 وكانون الاول 2001 افضل في تخفيض الخسارة من النسبة البسيطة وهذا الجزء من التحليل يشير الى قبول الفرضية الرابعة الا ان الربح المتحقق في عقد كانون الاول 2000 باستخدام النسبة البسيطة اكبر من الربح المتحقق على وفق نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة ويعزى سبب هذه النتيجة الى انخفاض عدد اسهم الشركة مما ادى الى انخفاض عدد العقود على وفق نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة وبالتالي ان الخسارة المتحققة تكون اقل من الخسارة المتحققة بأستخدام النسبة البسيطة .

جدول رقم (34)

نتائج مقارنة استخدام نسبة التحويط البسيطة (1:1) ونسبة التحويط المخفضة للمخاطرة BRM

نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة (BRM)				نسبة التحويط البسيطة (1:1)				
9	8	7	6	5	4	3	2	1
صافي خسارة/ربح	خسارة/ربح المركز النقدي	خسارة/ربح المركز المستقبلي	عدد العقود	صافي خسارة/ربح	خسارة/ربح المركز النقدي	خسارة/ربح المركز المستقبلي	عدد العقود	العقد
(16461)	4472	(20933)	208	(79138)	21500	(100638)	1000	حزيران 2000
20387	33615	(13228)	498	40938	67500	(26562)	1000	كانون الاول 2000
(20352.45)	24772	4419.55	563	(36150)	44000	7850	1000	حزيران 2001
(1306)	2660	1354	266	(4910)	10000	5090	1000	كانون الاول 2001

5- : شركة كويلاء :-

يتبين من سلوك الاسعار في الجدول رقم (35) ان الاسعار الحاضرة والمستقبلية كانت منخفضة في وقت تنفيذ عقد حزيران 2000 عن الاسعار الحاضرة والمستقبلية بداية تداول العقد وكان انخفاض الاسعار المستقبلية اكبر من انخفاض الاسعار الحاضرة مما ادى الى انحسار الاساس السالب وتحقيق صافي ربح بلغ (7.609) اذ ان الربح المتحقق من المركز المستقبلي كان اكبر من الخسارة المتحققة في المركز النقدي وبالتالي تحقيق الربح .

اما عقد كانون الاول 2000 فان الاسعار المستقبلية وقت تنفيذ العقد كانت مرتفعة عن الاسعار المستقبلية بداية تداول العقد بينما كانت الاسعار الحاضرة وقت تنفيذ العقد اقل من الاسعار الحاضرة بداية تداول العقد مما ادى الى اتساع الاساس السالب وتحقيق صافي خسارة من المركز النقدي والمركز المستقبلي بلغ اجمالا (3.701) اما العقدان الاخيران حزيران وكانون الاول 2001 فقد كانت اسعارهما الحاضرة والمستقبلية وقت تنفيذ العقد اقل منها في وقت بداية تداول العقد ويلاحظ انخفاض الاسعار الحاضرة اكثر من انخفاض الاسعار المستقبلية مما ادى الى اتساع الاساس السالب وتحقيق خسارة بلغت على التوالي (17.394) و(3.7) وذلك على الرغم من تحقيق المركز المستقبلي لهذين العقدين الربح الا ان الخسارة المتحققة في المركز النقدي كانت اكبر مما ادى الى تاثيرها في الصافي وتحقيق الخسارة ولكن مع هذه الخسارة فان استخدام استراتيجية التحوط القصير مكنت من تخفيض الخسارة المتحققة للمركز النقدي غير المحوط كما قضت على الخسارة في المركز النقدي لعقد حزيران 2000 وحولتها الى صافي ربح بلغ (7.609) وهذا التحليل يؤيد صحة الفرضية الثالثة .

جدول رقم (35)

نتائج الربح والخساره من المركز النقدي والمركز المستقبلي

المركز النقدي			المركز المستقبلي			
7	6	5	3	2	1	
الربح /الخسارة من المركز النقدي	السعر الحاضر شهر التنفيذ	السعر الحاضر اليوم	خسارة /ربح المركز المستقبلي	السعر المستقبلي شهر التنفيذ	السعر المستقبلي اليوم	العقد
(34)	141	175	41.609	132.391	174	حزيران 2000
(3)	137	140	(.701)	141.701	141	كانون الاول 2000
(103)	47	150	85.606	51.394	137	حزيران 2001
(23)	30	53	19.3	27.7	47	كانون الاول 2001

جدول رقم (36)

نتائج الارباح والخسائر من الاساس

$$\Pi = b_T - b$$

5=2-3	4	3	2	1
صافي ربح/خسارة	حركة الاساس	الاساس شهر التنفيذ	الاساس اليوم	العقد
7.609	انحسار	8.609	1	حزيران 2000
(3.701)	اتساع	(4.701)	(1)	كانون الاول 2000
(17.394)	اتساع	(4.394)	13	حزيران 2001
(3.7)	اتساع	2.3	6	كانون الأول 2001

ومن خلال المقارنة بين النسبة البسيطة والنسبة المخفضة للمخاطرة اذ ظهر ان استخدام نسبة التحويط البسيطة افضل من استخدام النسبة المخفضة للمخاطرة اذ تحقق الربح في العقد الاول الا ان الخسارة في العقود الثلاثة من خلال استخدام نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة كانت اقل من النسبة البسيطة وهذا يعزى الى انخفاض بيتا المخاطرة في هذه الشركة مما انعكس على عدد العقود وبالتالي انخفاض الخسارة وهذا الجزء من التحليل يدعم الفرضية الرابعة .

جدول رقم (37)

نتائج مقارنة استخدام نسبة التحويط البسيطة (1:1) ونسبة التحويط المخفضة للمخاطرة B_{RM}

نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة (BRM)				نسبة التحويط البسيطة (1:1)				
9	8	7	6	5	4	3	2	1
صافي خسارة/ربح	خسارة/ربح المركز النقدي	خسارة/ربح المركز المستقبلي	عدد العقود	صافي خسارة/ربح	خسارة/ربح المركز النقدي	خسارة/ربح المركز المستقبلي	عدد العقود	العقد
(8191)	(19176)	10985	264	7609	(34000)	41609	1000	حزيران 2000
(296.08)	(240)	(56.08)	80	(3701)	(3000)	(701)	1000	كانون الاول 2000
(6418.4)	(38007)	31588.6	369	(17394)	(103000)	85606	1000	حزيران 2001
(958.6)	(4094)	3435.4	178	(3700)	(23000)	19300	1000	كانون الاول 2001

6-: شركة ميسان الغذائية :

يوضح الجدول رقم (38) الارباح والخسائر من المركز النقدي والمركز المستقبلي اذ يتبين في عقد حزيران 2000 ارتفاع الاسعار المستقبلية والحاضرة وقت تنفيذ العقد عن الاسعار الحاضرة والمستقبلية بداية تداول العقد وارتفاع السعر الحاضر اكثر من ارتفاع السعر المستقبلي مما ادى الى انحسار الاساس السالب مما يعني ان الربح من المركز النقدي اكبر من الخسارة المتحققة للمركز المستقبلي وبالتالي تحقيق صافي الربح بلغ (8.9) مما ترتب على تحويط المركز النقدي وحمايته من مخاطرة الاسعار .

اما عقد كانون الاول 2000 فقد كانت الاسعار الحاضرة والمستقبلية وقت تنفيذ العقد مرتفعة عن الاسعار الحاضرة والمستقبلية بداية تداول العقد مع ارتفاع الاسعار المستقبلية باكثر من ارتفاع الاسعار الحاضرة مما ادى اتساع الاساس السالب ونتيجة كون الربح المتحقق من المركز النقدي اقل من الخسارة في المركز المستقبلي مما ادى الى تحقيق صافي خسارة بلغت (1.664) .

وكانت الاسعار الحاضرة لعقد حزيران 2001 وقت التنفيذ منخفضة عن الاسعار الحاضرة بداية تداول العقد يقابلها ارتفاع الاسعار المستقبلية وقت التنفيذ عن السعر المستقبلي بداية تداول العقد مما ادى الى انحسار الاساس الموجب وتحقيق خسارة من المركز النقدي والمركز المستقبلي بلغ اجماليها (39.23) .

وكانت الاسعار الحاضرة والمستقبلية لعقد كانون الاول 2001 منخفضة عن الاسعار الحاضرة والمستقبلية بداية تداول العقد مع انخفاض الاسعار الحاضرة اكثر من الاسعار المستقبلية مما ادى الى اتساع الاساس السالب وتحقيق صافي خسارة بلغت (27.462) وعلى الرغم من تحقق الربح في مركز المستقبلية الا ان الخسارة المتحققة في المركز النقدي كانت اكبر مما ادى الى صافي الخسارة وعلى الرغم من ذلك فإن التحوط في العقد المستقبلي ادى الى تخفيض الخسارة المتحققة مما يدعم الفرضية الثالثة .

جدول رقم (38)

نتائج الربح والخساره من المركز النقدي والمركز المستقبلي

المركز النقدي			المركز المستقبلي			
7	6	5	4	3	2	1
الربح /الخسارة من المركز النقدي	السعر الحاضر شهر التنفيذ	السعر الحاضر اليوم	خسارة /ربح المركز المستقبلي	السعر المستقبلي شهر التنفيذ	السعر المستقبلي اليوم	العقد
38.15	107.15	69	(29.25)	90.25	61	حزيران 2000
5	90	85	(6.664)	113.814	107.15	كانون الاول 2000
(33.5)	94.5	128	(5.73)	95.73	90	حزيران 2001
(35)	60	95	7.538	86.962	94.5	كانون الاول 2001

جدول رقم (39)

نتائج الارباح والخسائر من الاساس

$$\Pi = b_T - b$$

5=2-3	4	3	2	1
صافي ربح/خسارة	حركة الاساس	الاساس شهر التنفيذ	الاساس اليوم	العقد
8.9	انحسار	16.9	8	حزيران 2000
(1.664)	اتساع	(23.814)	(22.15)	كانون الاول 2000
(39.23)	انحسار	(1.23)	38	حزيران 2001
(27.462)	اتساع	(26.962)	.5	كانون الأول 2001

ويظهر من مقارنة النسبة البسيطة مع النسبة المخفضة للمخاطرة افضلية استخدام نسبة التحويط البسيطة في عقد حزيران 2001 لتحقيقه خسارة اقل من نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة وهذا يؤيد رفض الفرضية الرابعة الا ان العقدين حزيران 2000 و كانون الاول 2001 يشيران الى افضلية النسبة المخفضة للمخاطرة اذ تحقق الربح للعقد الاول وانخفاض الخسارة للعقد الثاني وهذا الجزء من التحليل يشير الى قبول الفرضية الرابعة اما عقد كانون الاول 2000 فإن الربح من النسبة البسيطة اكبر من ربح النسبة المخفضة للمخاطرة .

جدول رقم (40)

نتائج مقارنة استخدام نسبة التحويط البسيطة(1:1) ونسبة التحويط المخفضة للمخاطرة B_{RM}

نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة (B_{RM})				نسبة التحويط البسيطة (1:1)				
9=8-7	8	7	6	5=4-3	4	3	2	1
صافي خسارة/ربح	خسارة/ربح المركز النقدي	خسارة/ربح المركز المستقبلي	عدد العقود	صافي خسارة/ربح	خسارة/ربح المركز النقدي	خسارة/ربح المركز المستقبلي	عدد العقود	العقد
44749	191818	(147069)	5028	8900	38150	(29250)	1000	حزيران 2000
1066	3185	(2119)	318	1664	5000	6664	1000	كانون الاول 2000
(134833.5)	(115139.5)	(19694)	3437	(39230)	(33500)	(5730)	1000	حزيران 2001
(1016,094)	(1295)	278.906	37	(27462)	(35000)	7538	1000	كانون الاول 2001

7- : الشركة الشمالية :-

يشير تحليل الاسعار لعقد حزيران 2000 في الجدول رقم (41) الى انخفاض الاسعار الحاضرة والمستقبلية وقت تنفيذ العقد عنها في وقت بداية تداول العقد وانخفاض الاسعار الحاضرة اكثر من الاسعار المستقبلية مما ادى الى اتساع الاساس السالب وتحقيق صافي خسارة بلغت (17.011) وفي عقد كانون الاول 2000 كانت الاسعار الحاضرة والمستقبلية منخفضة وقت تنفيذ العقد عن الاسعار الحاضرة والمستقبلية بداية تداول العقد وكانت الاسعار المستقبلية اكثر انخفاضاً من الاسعار الحاضرة اذ كانت نسبة انخفاض الاسعار الحاضرة (42.5%) بينما كان انخفاض الاسعار المستقبلية (25.3%) مما ادى الى اتساع الاساس السالب وتحقيق صافي خسارة بلغ (23.03). وفي عقد حزيران 2001 وكانون الاول 2001 كان هناك اتساع في الاساس السالب بسبب انخفاض الاسعار الحاضرة والمستقبلية وقت تنفيذ العقد عنها في بداية تداول العقد وانخفاض السعر الحاضر بنسبة اكبر من السعر المستقبلي اذ كانت نسبة انخفاض السعر الحاضر للعقدين على التوالي (13.7%) و (68%) بينما كان انخفاض السعر المستقبلي للعقدين على التوالي (13.1%) و (67.8%) وبالتالي تحقيق صافي خسارة بلغت للعقدين على التوالي (959) (123). وبالرغم من ذلك فان تحويط المركز النقدي بعقد مستقبلي ادى الى تقليل الخسارة بنسبة كبيرة في جميع العقود مما يؤكد صحة الفرضية الثالثة .

جدول رقم (41)

نتائج الربح والخساره من المركز النقدي والمركز المستقبلي

المركز النقدي			المركز المستقبلي			
7	6	5	4	3	2	1
الربح /الخسارة من المركز النقدي	السعر الحاضر شهر التنفيذ	السعر الحاضر اليوم	خسارة /ربح المركز المستقبلي	السعر المستقبلي شهر التنفيذ	السعر المستقبلي اليوم	العقد
(19.75)	78.750	98.5	2.739	97.011	99.75	حزيران 2000
(42.95)	58.050	101	19.92	58.83	78.75	كانون الاول 2000
(8.5)	53.5	62	7.541	50.509	58.050	حزيران 2001
(36.4)	17.1	53.5	36.277	17.223	53.5	كانون الاول 2001

جدول رقم (42)

نتائج الارباح والخسائر من الاساس

$$\Pi = b_T - b$$

5=2-3	4	3	2	1
صافي ربح/خسارة	حركة الاساس	الاساس شهر التنفيذ	الاساس اليوم	العقد
(17.011)	اتساع	(18.261)	(1.25)	حزيران 2000
(23.03)	اتساع	(0.78)	22.25	كانون الاول 2000
(.959)	اتساع	2.991	3.95	حزيران 2001
(.123)	اتساع	(.123)	0	كانون الأول 2001

وبمقارنة النسبة البسيطة مع النسبة المخفضة للمخاطرة يظهر ان استخدام النسبة المخفضة للمخاطرة في تحديد عدد العقود اللازمة للتحوط ولكل من عقد حزيران 2000 وكانون الاول 2001 و2000، وحزيران 2001 افضل من النسبة البسيطة وذلك لانخفاض بيتا المخاطرة للشركة وبالتالي انعكاسها على عدد العقود والخسارة المتحققة وهذا جزء من التحليل يدعم قبول الفرضية الرابعة .

جدول رقم (43)

نتائج مقارنة استخدام نسبة التحوط البسيطة (1:1) ونسبة التحوط المخفضة للمخاطرة BRM

نسبة التحوط المخفضة للمخاطرة (BRM)				نسبة التحوط البسيطة (1:1)				
9	8	7	6	5	4	3	2	1
صافي خسارة/ربح	خسارة/ربح المركز النقدي	خسارة/ربح المركز المستقبلي	عدد العقود	صافي خسارة/ربح	خسارة/ربح المركز النقدي	خسارة/ربح المركز المستقبلي	عدد العقود	العقد
(1514)	(1757.75)	243.8	89	(17011)	(19750)	2739	1000	حزيران 2000
(2671.5)	(4982.2)	2310.72	116	(23030)	(42950)	19920	1000	كانون الاول 2000
(118.9)	(1054)	935.084	124	(959)	(8500)	7541	1000	حزيران 2001
(60)	(17763.2)	17703.2	488	(123)	(36400)	36277	1000	كانون الاول 2001

8- : شركة نينوى :-

يشير الجدول رقم (44) الى الارباح والخسائر المتحققة من المركز النقدي والمركز المستقبلي اذ اوضح تحليل الاسعار الى ان الاسعار الحاضرة والمستقبلية لعقد حزيران 2000 وقت تنفيذ العقد مرتفعة عن الاسعار الحاضرة والمستقبلية وقت تداول العقد واذ كان ارتفاع الاسعار الحاضرة اكبر من ارتفاع الاسعار المستقبلية حيث كان نسبة ارتفاع السعر الحاضر (19.7%) بينما كان ارتفاع السعر المستقبلي (10.3%) وبالتالي انحسار الاساس السالب وبتحقيق الربح من المركز النقدي بنسبة اكبر من الخسارة المتحققة في المركز المستقبلي مما ادى الى تحقيق صافي ربح بلغ (4.081) مما ترتب عليه تحويط المركز النقدي وحمايته من مخاطر الاسعار .

كذلك كانت الاسعار الحاضرة والمستقبلية في عقد كانون الاول 2000 منخفضة وقت تنفيذ العقد عن الاسعار الحاضرة والمستقبلية بداية تداول العقد وانخفاض الاسعار الحاضرة اكثر من انخفاض الاسعار المستقبلية حيث كان نسبة انخفاض الحاضر (18.2%) بينما كان نسبة انخفاض السعر المستقبلي (18.1%) مما ادى الى انحسار الاساس السالب وتحقيق صافي ربح بلغ مقداره (1.177). وبكلمة اخرى فان الربح المتحقق في مركز المستقبلية كان اكبر من الخسارة المتحققة في المركز النقدي مما نتج عنه تحقيق صافي ربح .

واما العقدان حزيران وكانون الاول 2001 فان اسعارهما الحاضرة والمستقبلية كانت منخفضة وقت تنفيذ العقد عنها في بداية تداول العقد وكان انخفاض الاسعار الحاضرة اكبر من انخفاض الاسعار المستقبلية حيث كانت نسبة انخفاض السعر الحاضر للعقدين (52.2%) و (39.3%) بينما كانت نسبة انخفاض السعر المستقبلي للعقدين (40.8%) و (16.4%) مما ادى الى اتساع الاساس السالب وتحقيق صافي خسارة بلغت للعقدين على التوالي (6.158) و (5.468) وبتعبير اخر فان الربح المتحقق في مركز المستقبلية كان اقل من الخسارة المتحققة في المركز النقدي مما نتج عنه صافي خسارة .

الا ان التحوط بعقود مستقبلية ادى الى تخفيض الخسارة المتحققة للمركز النقدي والتي بلغت لثلاثة عقود هي كانون الاول 2000 وحزيران وكانون الاول 2001 على التوالي (9.45) و(23.5) و(9) والتي خُفضت من خلال التحوط الى عقدين هما حزيران وكانون الاول 2001 وكان خسارتهما على التوالي (6.158) و(5.468) وهذا الجزء من التحليل يشير الى صحة الفرضية الثالثة .

جدول رقم (44)

نتائج الربح والخساره من المركز النقدي والمركز المستقبلي

المركز النقدي			المركز المستقبلي			
7	6	5	4	3	2	1
الربح /الخسارة من المركز النقدي	السعر الحاضر شهر التنفيذ	السعر الحاضر اليوم	خسارة /ربح المركز المستقبلي	السعر المستقبلي شهر التنفيذ	السعر المستقبلي اليوم	العقد
8.8	53.5	44.7	(4.719)	50.719	46	حزيران 2000
(9.45)	42.5	51.95	9.627	43.873	53.5	كانون الاول 2000
(23.5)	21.5	45	17.342	25.158	42.5	حزيران 2001
(9)	17	26	3.532	17.968	21.5	كانون الاول 2001

جدول رقم (45)
نتائج الأرباح والخسائر من الأساس

$$\Pi = b_T - b$$

5=2-3 صافي ربح/خسارة	4 حركة الأساس	3 الاساس شهر التتفيذ	2 الاساس اليوم	1 العقد
4.081	انحسار	2.781	(1.3)	حزيران 2000
.177	انحسار	(1.373)	(1.55)	كانون الاول 2000
(6.158)	اتساع	(3.658)	2.5	حزيران 2001
(5.468)	اتساع	(.968)	4.5	كانون الأول 2001

ومن خلال مقارنة استخدام نسبة التحويط البسيطة مع نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة تبين ان استخدام نسبة التحويط البسيطة افضل في تخفيض الخسارة من النسبة المخفضة للمخاطرة وذلك للعقدين حزيران وكانون الاول 2001 وهذا يؤكد رفض الفرضية الرابعة .

جدول رقم (46)

نتائج مقارنة استخدام نسبة التحويط البسيطة (1:1) ونسبة التحويط المخفضة للمخاطرة BRM

نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة (BRM)				نسبة التحويط البسيطة (1:1)				
9	8	7	6	5	4	3	2	1
صافي خسارة/ربح	خسارة/ربح المركز النقدي	خسارة/ربح المركز المستقبلي	عدد العقود	صافي خسارة/ربح	خسارة/ربح المركز النقدي	خسارة/ربح المركز المستقبلي	عدد العقود	العقد
7586	16359	(8773)	1859	4081	8800	(4719)	1000	حزيران 2000
334	(17842)	18176	1888	177	(9450)	9627	1000	كانون الاول 2000
(7722)	(29469)	21747	1254	(6158)	(23500)	17342	1000	حزيران 2001
(11691)	(19242)	7551	2138	(5468)	(9000)	3532	1000	كانون الاول 2001

الفصل الرابع

الاستئذان الجمال والقبول

القبول : الاستئذان الجمال

القبول : الاستئذان الجمال

الاستنتاجات

- توصلت الدراسة الى عدد من الاستنتاجات هي :
- 1- وجود ارتباط ذي دلالة معنوية بين الاسعار الحاضرة والمستقبلية اذ كان معامل الارتباط للشركات ما بين (56.4-95.4 %) وهذا يشير الى قبول الفرضية الاولى للبحث اذ كانت نسبة قبول الفرضية 100%.
 - 2- ان الاختلافات الحاصلة في السعر المستقبلي خلال مدة العقد تعتمد على ما يفسره السعر الحاضر اذ ناهز معامل التحديد (R^2) ما بين (55-91 %) ولسبع شركات ، مما يعني قبول الفرضية الثانية ماعدا شركة واحدة سجل فيها معامل التحديد ضعفا اذ بلغ (31.9%) وهو يوضح ضعف مقدرة السعر الحاضر على تفسير التغيرات الحاصلة في السعر المستقبلي وبالتالي رفض الفرضية الثانية للبحث بالنسبة لهذه الشركة اذ كانت نسبة قبول الفرضية 87.5%.
 - 3- يؤدي استخدام العقود المستقبلية في عملية تحويط الاوراق المالية المدرجة في سوق بغداد للاوراق المالية الى حمايتها من الخسائر الناجمة عن تغيرات الاسعار المستمرة ، وان استخدام ستراتيجية التحوط القصيرة في تحويط اسهم الشركات من الاثار السلبية المحتملة في المستقبل نتيجة تقلب الاسعار وبالتالي احتمال تحقق الخسارة ادت الى حماية استثمارات الشركات من الخسائر وتقليلها الى الحد الممكن وبالتالي تلافي الشركات لخسائر فادحة في حالة عدم تحوطها بالعقود المستقبلية وهذا يؤدي الى قبول الفرضية الثالثة اذ كانت نسبة قبول الفرضية 100% .
 - 4- يؤدي استخدام نسبة التحويط البسيطة (1:1) في تحديد العقود المستقبلية المناسبة للتحوط الى تخفيض الخسائر الناجمة عن التغيرات السعرية لعدد من الشركات وعقود معينة لبعض الشركات بشكل افضل من نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة Beta وهذا الجزء من التحليل يشير الى رفض الفرضية الرابعة اذ كان نسبة القبول للفرضية 25% بينما كانت نسبة الرفض للفرضية 50% في حين كانت النسبة التي تتراوح بين قبول او رفض الفرضية 25% .

5- يؤدي استخدام نسبة التحويط المخفضة للمخاطرة (BRM) الى تخفيض الخسارة بشكل افضل من استخدام نسبة التحويط البسيطة (1:1) عن طريق تحديد عدد العقود اللازمة للتحوط ولشركات معينة وعقود معينة من بعض الشركات وهذا يشير الى قبول الفرضية الرابعة .

6- تعزى النتيجة الحاصلة في النقطتين 4، 5 الى امور منها :

أ- عدد اسهم كل شركة يؤثر في على عدد العقود وبالتالي على الربح او الخسارة المتحققة اضافة الى ارتفاع او انخفاض بيتا كل شركة والذي يؤدي ايضا الى التأثير في عدد العقود .

ب-تأثير الوضع الاقتصادي والسياسي الذي يمر به البلد وما يخلقه من عدم استقرار لمستويات اسعار الاسهم للشركات وانخفاض مستوى الامان المطلوب للقيام بالاستثمارات مما يؤدي الى عزوف المستثمرين عن التداول بالاسهم وبالتالي تعرض الاسهم الى ارتفاعات وانخفاضات غير محسوبة لاسعار الاسهم .

ج- تأثير الوضع الانتاجي والمالي للشركة واسلوب ادارتها في سمعتها السوقية مما ينعكس سلبا او ايجابا على اسعار الاسهم فالمستثمرون يتخذون قراراتهم الاستثمارية الحالية والمستقبلية في ضوء مؤشرات ونتائج الاوضاع الاقتصادية العامة للبلد والخاصة بالشركة .

7- تنماز اسعار الاسهم المدرجة في سوق بغداد للاوراق المالية للشركات عينة الدراسة بالتقلبات الكبيرة ومثلما يتضح من النشرات التي يصدرها السوق وبناء عليه يتعرض المستثمر بالاسهم الى مخاطرة من الممكن تفاديها بعدة اساليب كالتنوع في محفظته الاستثمارية او اعتماد طرائق جديدة كعملية التحوط .

المبحث الثالث

التوصيات

- 1- اهمية اعتماد الشركات عينة الدراسة على استخدام العقود المستقبلية في تحوير اسهمها من مخاطرة تقلب الاسعار غير المتوقع في المستقبل .
- 2- تكثيف الاهتمام بهذا الجانب الاستثماري والذي يشكل اهمية بارزة في الاستثمارات الدولية والعمل على اغنائه بالبحوث والدراسات التي تساعد على ايجاد الاسس السليمة والصحيحة للراغبين في الدخول في مثل هكذا استثمار .
- 3- امكانية تحديد مدة زمنية يتم من خلالها اختبار مائة اي من ستراتيجيات التحوير للاطراف الراغبة بالتحوير لان عدم الالمام باسس استخدام العقود المستقبلية قد يؤدي الى خسائر مالية فادحة من نحو ما اشير إلى ذلك في المبحث الاول من الجانب النظري .
- 4- ان حالة عدم التاكيد التي تحيط بكل استثمار مستقبلي يؤكد ضرورة تفعيل طرق واساليب من مثل التحوير للتقليل من الخسائر المحتملة وتحمي الارباح المتحققة .
- 5- انشاء هيئة او جهة رسمية في سوق بغداد للاوراق المالية تتولى مهمة توضيح هذه الجوانب الاستثمارية واهمية العمل بها لحماية استثماراتهم من جهة وزيادة ارباحهم من جهة اخرى وتوضيح ما هي الخطوات الصحيحة والمتطلبات الاساسية للدخول في عقد مستقبلي واهمية هذه الاستثمارات في تنمية الاقتصاد الوطني كذلك وتعمل على وضع ضوابط وقوانين تلاءم وطبيعة المناخ الاستثماري وذلك عند تحقق الاستقرار السياسي والاقتصادي في العراق .
- 6- اهمية دور الجهات الحكومية في تطبيع العمل بهذه الادوات الاستثمارية على عمليات الاستيراد والتصدير التي تتقبل اجراء عقود مستقبلية عليها سواء كانت مادية ام مالية ام معادن وبالتالي سهولة فهم وتقبل المستثمرين لهذا الجانب الاستثماري .

7- تطوير شبكة المعلومات بما يخدم تنمية الاهتمام بهذا الجانب الاستثماري والافادة منها في الاطلاع على المعلومات الدولية المستخدمة في هذا الاستثمار والافادة منها اساسا للعمل وتجربة تغني عن كثير من المشاكل .

8- تفعيل دور الجامعات في تطوير نشاط سوق بغداد للاوراق المالية وذلك باقامة دورات تدريبية وندوات تهدف الى تنمية الوعي الاستثماري لدى المستثمرين باهمية هذه الجوانب الاستثمارية الغنية بتوفير الحماية وجلب الايرادات ، واهمية تثقيفهم على ضرورة انتهاز الطريق العلمي في البحث والاستقصاء عن المعلومات المالية وكيفية استخدامها في ترشيد قراراتهم الاستثمارية .

9- اجراء دراسات اخرى تشمل انواع من الموجودات المالية مثل اجراء العقود المستقبلية على العملات واسعار الفائدة والقيام ببحوث على انواع المشتقات الاخرى كالمبادلات والعقود الاجلة .

قائمة المصادر والمراجع

اولاً : المصادر والمراجع العربية

3- المصادر :-

1- القرآن الكريم .

ب- النشرات الرسمية :-

2- سوق بغداد للاوراق المالية : (النشرات الشهرية لاسعار الاسهم للمدة من كانون الاول 1999 الى كانون الثاني 2002 .

ج- المراجع

3- اتحاد المصارف العربية : (الهندسة المالية واهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية) 1996 .

4- البرغوثي ، نضال: (الهندسة المالية واهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية / اتحاد المصارف العربية) 1996 .

5- جابر ، محمد صالح : (الاستثمار بالاسهم والسندات وتحليل الاوراق المالية) طبعة اولى 1982

6- جعلوك ، محمد علي : (السلعة لعبة المنتج ام المستهلك) طبعة اولى ، بيروت ، لبنان ، 1999 .

7- جودة ، د. صلاح السيد : (بورصة الاوراق المالية – علميا وعمليا) طبعة خامسة 2002 .

8- الخياط ، عبد العزيز: (نظرية العقد والخيارات في الفقه الاسلامي) الجزء الاول 1994 .

9- الرازي ، محمد بن ابي بكر: (مختار الصحاح) طبعة دار الكتاب العربي 1982 .

10- الراوي ، د. خالد وهيب: (ادارة المخاطر المالية) 1999 .

11- السيستاني ، آية الله علي الحسيني : (منهاج الصالحين) 1996 .

- 12- العاني ، د. عماد محمد علي عبد اللطيف: (اندماج الاسواق المالية الدولية – اسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي) 2002 .
- 13- كاكا مولا ، هوشيار معروف: (الاستثمارات والاسواق المالية) الطبعة الاولى 2003
- 14- كاظم ، اموري هادي ؛ ، محمد مناجد عيفان : (مقدمة في تحليل الانحدار الخطي) جامعة بغداد ، 1988 .
- 15- مصطفى : ابراهيم، احمد ،حامد،محمد : (المعجم الوسيط)دار الدعوة ،تركيا،1989 .
- 16- المشهداني وهرمز ، د. محمود حسن ؛ امير حنا: (الاحصاء) 1989 .
- 17- مطر ، محمد : (ادارة الاستثمارات – الاطار النظري والتطبيقات العملية) طبعة ثانية 1999 .
- 18- المشكيني ، اية الله الحاج ميرزا علي: (اصطلاحات الاصول ومعظم ابحاثها) طبعة خامسة 1992 .
- 19- الهندي ، عدنان : (المشتقات المالية : ماهيتها ، واهميتها وطرق ادارة مخاطرتها) اتحاد المصارف العربية 1996 .
- 20- هندي ، . منير ابراهيم : (الاسواق الحاضرة والمستقبلية اسواق الاوراق المالية ، واسواق الاختيار ، واسواق العقود المستقبلية) 1994 .

د- الاطاريح :-

- 22 – الجبوري ، د. رغد محمد نجم : (استخدام مستقبلات السلع في التحويط والمضاربة) 2002 .
- 23- العلي ، د. اسعد حميد عبيد : (تحويط المحفظة الكفوءة باطار نظرية الخيارات) 2002 .

هـ - الدوريات :-

- 24- مجلة العلوم المالية والمصرفية : المجلد الرابع – العدد الاول 1996 .

ثانيا : المصادر الاجنبية :-

أ- الكتب

- 1- Arnoled , Glen : (Corporate Financial Management)
Financial Times pitman publishing 1998 .
- 2- Bodie, ZVI:Alex,Kane :Alan,Marcus : (investments) 4th
.ed Irwin Mc Graw – Hill 1999 .
- 3- Binhammer , HH :sephton , Peter S : (money banking
& the Canadian financial system) 7th .ed an
international Thomson publishing company 1998 .
- 4- Brealey , Richard : & Myers , stewart : (principles of
corporate finance) 5th .ed Mc Graw –Hill companies Inc
, international Edition 1996 .
- 5- _____ : (principles of corporate finance)
5th .ed The Mc Graw –Hill companies , Inc 1991.
- 6- Chance , Don : (An introduction to derivatives) 4th .ed
The Deyden press Harcourt brace college publishers
1998.
- 7- Eales , Brian : (Fnancial EGINEERING) MACmillan
Business 2000 .
- 8- _____ : (Financial risk management)
McGraw –Hill Book company 1995 .
- 9- Eaker,Mark ; Fabozzi,Grant : (international corporate
Finance) The Denpress Harcourt Brace college
publishers 1996 .

- 10- Elton,Edwin;& Gruber, Martin : (modern portfolio theory & investment Analysis) 5th .ed John wiley & sons,Inc 1995.
- 11- Fabozzi , Frank ; Modiglian , Franco : (Capital market) prentice hall upper seddleriver , new Jersey .1996.
- 12-Francis, Jack clerk(investment ; Analysis & management)
5th .ed Mc Graw – Hill ,Inc 1991 .
- 13- Gough,leo : (How The stock market really works) 3rd .ed Animprint of pearson education – Hall 2001 .
- 14- Hirschey , Mark : (investments : theory & Applications) Harcourt cottege publishiers 2001 .
- 15- Howells , peter ; Bain , Keith : (financial markets & institutions) 3th .ed prentice Hall 2000 .
- 16- Hempel , George ;simonson : (Bank management taxt & gases) 5th .ed John –wiley & sons,Inc 1999 .
- 17- Jones,Charles: (investments) 7th .ed John wiley & sons,Inc 2000 .
- 18- Johnson , Hazel : (Global Financial institutions & markets) Black well Business 2000 .
- 19- Kolb , Robert : (understanding futures market) 5th .ed Black well Business 1997 .
- 20- _____ : (Financial derivatives) 2nd .ed Black well Business 1996 .

- 21- Kotler , Philip , & Armstrong , Gary : (marketing) 5th .ed prentice – Hall , Inc 2000.
- 22- Mayo ,Herbert : (Financial institutions , investment , & management) 7th .ed Harcourt college publishers 2001.
- 23- Melvin ,Michael : (international money & Finance) 6th .ed An imprint of Addison Wesley Longman , Inc 2000
- .
- 24- Madura , Jeff: (international Financial management) 6th .ed An imprint of Addison Wesley Longman ,Inc 2000 .
- 25- Ritter , Lawrence ; Silber , udell : (principles of money , banking & financial markets)10th .ed An imprint of Addison Wesley Longman ,Inc 2000.
- 26-Rose , peter : (commercial bank management) 4th .ed Irwin / Mc Graw –Hill 1999 .
- 27- _____ : (money & capital markets) 6th .ed Irwin/ Mc Graw – Hill 1997 .
- 28- Revsine , Lawrence ; Collins , Johnson : (Financial reporting & Anlysis) prentice Hall , upper addle river, new jersey 1999 .
- 29- Ross , Stephen ; Wester field ,Jordan : (Fundamentals of corporate Finance) st. ed Irwin McGraw –Hill 2000 .
- 30- _____ : (Fundamentals of corporate Finance) 4th .ed Irwin McGraw –Hill 1998 .

- 31- Roth , paul : (Mastering Foreign Exchange & money market) market editions , prentice Hall 1996 .
- 32- Solink , Bruno : (international investments) 4th .ed An imprint of Addison Wesley Longman ,Inc 2000 .
- 33- Saunder , Anthony : (Financial institutions management) 2nd. Ed Irwin McGraw-Hill 1997 .
- 34- Samuels ,Jm ; Wilkes, Fm ; & Bray shaw , Re : (Management of company finance) 6th .ed international Thomson Business 1995 .
- 35- Sharpe , William ; & Alexander , Grodon : (investment) 4th .ed N.J;prentice –Hall , Englewood cliffs 1990 .
- 36- Stewart, Hodges D: & Ambrosio , charles : (principles of corporate finance) 5th .ed 1996 .
- 37- Sundaram , Anantk ; & Black , stewart J : (The international Business Environment) 1995 .
- 38- Thygerson , Kenneth J : (Financial markrts & institutions)Harper Collins college publishers 1993 .
- 39- Valdes ,Stephen : (An interoducation to global financial markets) 3th .ed Macmillan press , ltd 2000 .
- 40-Vanhorne ,Jamea: (Financial management & policy) 11th .ed prentice –Hill international ,Inc 1998 .
- 41-Wston,FredJ:Copeland,ThomasE:
(Financial theory & corporate policy)
1988 .

42- Walmsley ,Julian : (international money & Foreign Exchange markets) Johnwiely & sons 1996 .

ب- التوثيق:-

43- Cornell ,Bradford ; & French , Kenneth R; (Taxes & The pricing of stock index Futures) The journal of finance .vol . No. 3/June 1983 .

44- Carrgill , Thomas F; & Rausser , Gordon C : Temporal price Behavior in commodity Futures Markets) The journal of finance .vol . No4 sep. 1975 .

45- Figlewski , stephen : (Hedging performance & Basis risk in stock index Futures) Thejournal of finance .vol . No. 3/july 1984 .

46- Hilliard , Jimmy E : (Hedging interest rate risk with Futures portfolios under term structure effects) The journal of finance .vol No. 5/dec 1984 .

47-Hazuka , thomas B: (Consumption Betas & Backwardation in commodity Markets) The journal of finance .vol. No .3/july 1984 .

48- Jorion ,philippe : (Asset allocation with hedged & unhedged foreign stock & bonds) vol .15 .N4, summer 1989 .

49- Kane , Alex ;& Marcus , Alanj : (Valuation & optimal exercise of the wild card option in the treasury bond futures market) The journal of finance vol.No 1/march 1986 .

50- Kamara ,Arraham;& siegel , Andrew F: (optimal hedging in Futures market with Multiple delivery specifications)

The journal of finance vol . No4/sep 1987 .

ج- شبكة المعلومات الدولية :

51- Athens Exchange / Derivatives Market (ADEX) : (FTSE /AsE-20 stock index Futures : contract specifications) February 2003 .

(www.yahoo.com)

52- Australian Foods company pty ltd ABN: (deferred dilivery Target – Master contract) 2001 .

(www/ausfoods/contyact/pdf)

53- Asx , Australian stock Exchange limited : (Futures: introducing Asx mini index Futures) 1st .ed January 2002 . (www.aex.com.au/futures.pdf)

54-Bessembinder , Hendrik; Goughenour, Jay F;sequim , paulj ; &somoller , margaretmonroe : (risk management& derivatives) journal of derivatives winter 1996 .

(www.yahoo.com/pdf)

55- Chance , don :(contract design , Arbitrage, &hedging in the Eurodollar futuresmarket) may 8. 2002 .

(www.yahoo.com)

56-Cyber trader /A charles schwab company : (risk disclosure statement for futures &options)

(www.yahoo.com/pdf)

57-Daniels : (Forward Exchange – market hedge) 2003

(www.yahoo.com 1 classwork-busadm-mu.edu)

58-Durham ,Catherine A;&wenguang si: (the dalian commodity exchanges soybean futures contract : chinas integration with world commodity market) 1999

59- Figa ,Renta (futures contract on the (10) year government bond) 1999 .

([www.meff.com/docsf\(c.gen.pdf\)](http://www.meff.com/docsf/c.gen.pdf))

60- J . gould : (the CBOT T- bond futures contract) lecture 8/ 2003 .

(www.af.ecel.uwa.edu.au/data/pdf)

61-phillips , Gordon .prof (international finance : risk & hedging) 1991

(www.yahoo.com/pdf)

62-Sayee , srinivasan & ateven , youngren : (using currency futures to hedge currency risk) 2003 .

(www.cmc.com/pdf)

63-Ria : (security futures contract (ssfs)) 2003

(www.greencompany.com/pdf)

64-osaka security exchange : (futures contract on the dowjones industrial Average) 2003

([www.ose.or.jp./e/pdf](http://www.ose.or.jp/e/pdf))

ABSTRACT

This thesis attend to test the ability evidence the short hedge strategy to reduce the risk of prices which the company suffering from it That it can be desalts with , so the important of the using of derivative facilities of financial in reducing the risk through by showing the concept derivative facilities in the theory part of the research and investigated the application results by using the future contract in hedge of the cash position of the companies and the scope of the effecting risk in the reducing-in applied with aspect to this offer s on the companies.

And so, reaching to the concluding and recombination and developing the country of Iraq and ability to put this recommendation that added to financial sciences.

Eight companies has been studies which are listed in Baghdad market of financial currency in according to 24 case per month for each company which starts with of 2000 to 2002 with a total case of 192 per month for all companies by using of financial statistical concepts in application aspect. The study is concluding that matching of precaution the short term strategy in Baghdad market of financial currency which leads to reduce the losses of fluctuating in prices.

Using The Futures Contract in Hedge
An Applied Study in Baghdad Stock Market

Treatise Submitted to the Council of the College of
Administration and Economics at the University of Kerbala
In Partial Fulfillment of the Requirement for the Degree of
Master in Business Administration

By
Miethak Hatief –AL – Fatlawey

Supervised By
Professor
Dr. Hakiem Muhssin Mohammed

2004