

## الدرس الثامن : المشتقات المالية

## أولا : العقود المستقبلية – ثانيا : العقود الآجلة

## أولاً- العقود المستقبلية (futures Contracts) les contrats à terme réguliers

## 1- تعريف :

يقصد بالعقد المستقبلي على انه اتفاق بين طرفين ، الأول بائع العقد و يطلق عليه صاحب المركز القصير ، والثاني مشتري العقد يطلق عليه صاحب المركز الطويل ، تتم فيه تسوية عملية تجارية ، السعر يتم الاتفاق عليه حالياً ، وأيضا تتحدد الكمية موضوع العقد المتفق عليها ، والتنفيذ أو ما يعرف بالتسوية يكون بعد فترة زمنية محددة مدونة بالعقد، لذلك يقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصلا حقيقيا أو أصلا ورقيا في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم ( التنفيذ) و ذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد ، ولضمان تنفيذ العملية يودع كل من المتعاقدين لدى وسيط ( سمسار) مبلغا نقديا أو أوراق مالية كضمان وهو يمثل نسبة من مبلغ الصفقة ( تتراوح بين 5 % و 20 % من قيمة الصفقة ) ، والهدف من الضمان هو إثبات حسن النية من المتعاقدين كما يستخدم في التسوية اليومية. ويمكن أن يستغني الطرفان عن الاستلام و التسليم الفعلي لمحل العقد في حال وجد طريقة التعويض المناسبة في سوق التداول ، لذلك لا يشترط التسليم الفعلي للأصل محل التعاقد وإنما التعامل يكون فقط في فروق الأسعار .

يعرّف العقد المستقبلي أنه عقد معياري منظم بواسطة بورصة منظمة و هو أيضا اتفاق بين مشتري و بائع في الزمن صفر لتبادل أصل مقابل نقد و ذلك في تاريخ لاحق و بسعر يحدد في الزمن صفر، و العقد المستقبلي يتشابه بدرجة كبيرة مع العقد لأجل<sup>1</sup>.

## 2- نشأة العقود المستقبلية :

من الملاحظ أن ظهور العقود المستقبلية يرجع إلى المبادلات ضمن المنتجات الزراعية ، ففي الأسواق الحاضرة يتم تقديم السلعة و الحصول على قيمتها نقدا على الفور. في المنتجات الزراعية بالضبط لاتسامها بالتقلب الشديد في الأسعار بسبب تأثير المواسم ، فمن جهة شراء

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، ج5، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2003، ص111

السلعة في الحاضر وتخزينها إلى حين الحاجة إليها فقد تتعرض إلى الفساد بفعل الآفات والقوارض والعوامل الطبيعية وبالتالي تكلفه الاحتفاظ بسلعة المنتج الزراعي قد تكون مرتفعة . ومن جهة ثانية الانتظار حتى تاريخ الحاجة إلى السلعة، ثم شرائها من السوق الحاضرة ، فقد يرتفع سعرها بسبب الندرة و ارتفاع الطلب ، الاختيار الثالث فهو التعامل في سوق العقود المستقبلية وذلك بشراء السلعة بسعر متفق عليه مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، يتناسب مع توقيت الحاجة إلى تلك السلع.

لم تتفق المراجع على البداية الحقيقية للعقود المستقبلية ، فهناك من يرى بأنها تطور للعقود الآجلة التي كانت قد ظهرت في اليابان مع نهاية المرحلة الإقطاعية ( الطوكيواوا 1603-1868 Tokugawa) وبداية الرأسمالية اليابانية ( المايجي في 1868 Meiji) في سوق مبادلات سلعة الأرز . لكنها برزت فعليا في الولايات المتحدة ، تحولت السوق الحاضرة إلى سوق للعقود المستقبلية وكان ذلك عام 1870 في سوق شيكاغو. ثم تعدد استعمال العقود المستقبلية ليشمل أصولا أخرى نذكر منها :

أ- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة: تم من طرف هيئة شيكاغو للتجارة افتتاح عقود مستقبلية على أسعار الفائدة سنة 1975 (عقودا مستقبلية على الرهن العقاري الوطني الحكومي من خلال شهادات تعكس معدلات أسعار الفائدة على الرهن العقاري)، تميزت هذه العقود المستقبلية بكفاءة في الأسواق و حظيت بسهولة التعامل بها .

ب- العقود المستقبلية على العملات : ظهرت هذا النوع من العقود منذ بداية الخروج عن اتفاقية بريتون وودز ، منذ عام 1971 م ، حيث بدأت الاقتصاديات الغربية المتقدمة السماح بتقلب أسعار صّرف العملات فبدأت العقود المستقبلية عن العملات تتجسد رويدا رويدا في معاملات الأسواق النظامية ، بهدف التحوط من مخاطر التعامل في الصفقات إذ تلجا الشركات إلى العقود المستقبلية في شكل اتفاق نمطي إذ تضع مقابلا من الوحدات لكل عملة يتم التعامل بها في تاريخ التنفيذ .

ت- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: لكل سوق مالية مؤشرات تتسم بها مؤشر قياس أسعار الأسهم في السوق بشكل عام على أساس يومي. وهي عبارة عن مجموع سعر

الأسهم مضروبا بحجم الشركة في السوق. بحيث يكون موجب حين يكون عدد الأسهم التي ارتفعت أسعارها أكثر من عدد الأسهم التي انخفضت أسعارها خلال اليوم ذاته والعكس صحيح ، يظهر إن كان مستوى السوق قد ارتفع أو انخفض ويحسب الارتفاع والانخفاض على أساس تغير مستوى المؤشر بالنقطة حيث يحتسب مستوى مبدئي للمؤشر يتم معرفة التغير بالنسبة له تقيس المؤشرات في أسواق الأوراق المالية مستوى الأسعار حيث تقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في السوق المالية ويتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة السوق التي يهدف المؤشر إلى قياسها، يستخدم هذا النوع من العقود المستقبلية بهدف التحوط وكذلك المضاربة و المراجعة ،حققت هذه العقود نجاحا كبيرا، ففي عام 1980 تم تقديم أحد العقود التي لقيت إقبالا ونجاحا و هي العقود المستقبلية على مؤشرات أسعار الأسهم.

من الملفت للنظر أن التعامل في أسواق العقود المستقبلية لم يقتصر التعامل فيها بين المنتجين الحقيقيين والمضاربين، أي بين المتحوظين والراغبين في ربح المخاطرة ، بل شملت المؤسسات المالية والنقدية كالبنوك التجارية ، ومؤسسات الادخار، والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، و صناديق الاستثمار، وصناديق المعاشات، وشركات التأمين.

### 3- كيف يتم التعامل بالعقود المستقبلية في البورصة ؟

عندما يلجا أي متحوظ إلى شراء مركز في السوق في شكل عقد مستقبلي (مركز طويل) ، و يصبح الطرف الثاني الذي هو مضاربا مشتريا للعقد (مركز قصير)، مشتري العقد المستقبلي سوف يحقق ربحا إذا زاد السعر المستقبلي (سعر التنفيذ ) للشئ محل العقد بينما بائع العقد المستقبلي سوف يحقق ربحا إذا انخفض السعر المستقبلي .

يدفع كل من المتعاقدين ضمان تنفيذ الصفقة وتسمى أيضا بالتأمين الابتدائي هو في العادة ما بين 5%، 20% من القيمة الكلية للصفقة ، تودع لدى شركة الوساطة التي يتبع لها المتعاقد قبل توقيع عقد الصفقة ، وكلما زادت مخاطر عدم التزام المتعاقدين بالعقد اجتهدت شركات الوساطة في زيادة حقوق التأمين الابتدائي . ثم تتصل شركة الوساطة بممثليها في بورصة العقود وهو من يجيز تنفيذ العقد ثم يقوم العميل ثانيا بإخطار شركة الوساطة بتنفيذ العقد لديها، وهي بدورها تخبر المتعاقد لإثبات العملية . ( هناك تقنيات معينة في البورصة تستخدم

كالمناداة وغيرها ليست في نطاق تخصصنا). لا يمكن تجاهل دور غرفة المقاصة، فهي تعتبر الوسيط والضامن ، و في من دونها يصبح كل من بائع العقد و مشتري العقد مسؤولان أمام بعضهما البعض عن تسوية الصفقة (تنفيذ العقد) ، ولذلك فان غرفة المقاصة تقوم بتسجيل جميع العمليات تعتبر ضامنا لمشتري العقد على قيام بائع العقد بالوفاء بالتزاماته ، و تضمن للبائع التزام المشتري في الوفاء بالتزاماته . وهناك ما يسمى بالتسويات اليومية لضمان وفاء طرفي التعاقد بالتزاماتهم تعتمد غرفة المقاصة على التأمين الابتدائي الذي يقوم بإيداعه كل من البائع و المشتري لدى غرفة المقاصة فيما يعد ضمانا لعدم توقف أحد الطرفين عن الوفاء بالتزاماته، و يودع هذا التأمين في حساب المتعاقد لدى غرفة المقاصة، و إذا كانت الأسعار في صالح المتعاقد فإن الفارق في السعر يضاف بطريقة آلية إلى حسابه، و إذا كانت الأسعار في غير صالحة يخصم الفرق من حسابه .

وهنا يجب أن نميز بين شيئين : طرفا العقد ، و الأطراف ( الأعضاء ) الذين يتدخلون في بورصة العقود المستقبلية ، فأما طرفا العقد: فهما البائع والمشتري فقط ، البائع هو الشخص الذي يوافق على قبول تسليم أصل معين وبمقدار معين وبسعر محدد في تاريخ مستقبلي ومكان معين ، أما المشتري هو الشخص الذي يوافق على قبول إستيلاء ذلك الأصل المعين وبنفس الشروط ، حتى وان كانت أهدافهم متباينة . ويمكن أن يتعدد البائعون والمشترون للعقد الواحد عن طريق تداول العقد.

أما الأطراف ( الأعضاء ) الذين يتدخلون ويتعاملون في بورصة العقود المستقبلية فهم متعددون وللتبسيط سنقسمهم إلى ثلاث فئات :

أ- السماسرة : عددهم محدد ويجنون عمولة على تنفيذ الأمر ، فهم أعضاء ينفذون أوامر عملاء بيت السمسرة التابعون له إذ يتعين على شركات السمسرة أن يكون لها سماسرة يمثلونها ويكونون أعضاء في البورصة .

ب- التجار : يطلق عليهم تجار الصالة ، فهم يعملون لمصلحتهم الخاصة وهم كالتالي :

ب-1- المضاربون : يسعون إلى كسب الربح من تقنص فرص الارتفاع والانخفاض في الأسعار وينقسمون إلى أربعة أقسام هي :

- الأول :تاجر المركز هو الشخص الذي يحتفظ بمركزه لمدة معينة لغاية ما يطرأ حادث يفرض عليه بيعه ومدة الاحتفاظ تكون طويلة .

- الثاني :الشواري على عكس سابقه لا يحتفظ بمركزه إلا لدقائق وهو مستمر بالسوق لحظة بلحظة  
-الثالث : صاحب الفرق :يستخدم الفرق للمضاربة، يقوم التاجر بإستغلال الفرق ، فكيف يحدث الفرق ؟ عند مستوى منخفض من المخاطرة ,والفارق في العقود المستقبلية يتناول المركز الطويل على العقد الأول ومركز قصير على ثان ,وصاحب الفرق يشتري العقد بمدة تسديد شهر واحد ويبيع عقدا عكسيا مع فرق في شهر التسديد ,إذ يكون المركز الطويل في العقد المستقبلي على أصل واحد من الأصول والمركز القصير على عقد آخر وتتم صفقاتهما في سوق مختلف .

- الرابع : تاجر اليوم :وهو المضارب الذي يصفى مركزه في العادة مع نهاية اليوم.

ب-2- المتحوظون :هم أشخاص أو شركات تدخل في عقود عكسية ويستخدمون العقود المستقبلية لتقليل مخاطر الخسارة من تقلبات الأسعار.

ج - المستقلون :يتوسطون الموقع بين سماسرة الصالة والمضاربيين فهم ينفذون الأوامر التي تأتيهم من عملائهم الموجودين في بيوت السمسة ، و يتاجرون أيضا لحساباتهم الشخصية .

د- مخابر الاستشارة : يتمثلون في أشخاص طبيعيين أو شركات تقوم بتقديم المشورة لعملائها من المستثمرين في العقود المستقبلية ,بناء على تحاليل السوق وتحركات الأسعار للأصول ، حيث يعين لهم ماذا يشترون وماذا يبيعون ومتى يخرجون من السوق ، باستخدام وسائل اتصال تقليدية كالبريد الإلكتروني أو الفاكس أو رسائل الهاتف المحمول مقابل تلقي أتعاب محددة سلفا .

#### 4- خصائص (سمات) العقود المستقبلية:

أ- شروط التعاقد تتسم بالتمطية ، فلا يوجد اختلاف بين عقد و عقد لآخر ، و لا تخضع لأهواء الطرفين المتعاقدين.

ب- يتم التعامل بالعقود المستقبلية في الأسواق النظامية ، لذلك فهي قابلة للتداول، ويستطيع كل متعاقد التحرر من تبعات العقد بالتداول .

ج- كل طرف من المتعاقدين يودع تأميناً (ضماناً) لا يتجاوز 20% من القيمة الكلية<sup>2</sup>.

د- قد لا يكون غرض المتعاقدين في العقود المستقبلية الحصول على شراء أو بيعاً ، على الأصل محل التعاقد ، فهي تستخدم لغرض المضاربة والتحوط (نقل المخاطرة)، لمجرد المراهنة على اتجاه أسعار الأصول محل التداول في السوق النظامية ، ويستطيع المستثمر في السوق النظامية أن يتفادى الاستلام الفعلي للأصل ببيعه العقد لطرف آخر.

### 5- أركان العقد المستقبلي :

أ/ سعر التنفيذ الآجل : هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان المتعاقدان لإتمام تبادل (تسوية) الصفقة موضوع العقد لاحقاً.

ب/ تاريخ التنفيذ أو التسوية : هو التاريخ المتفق عليه في العقد لإتمام عملية التبادل .

ت/ موضوع العقد: *actif sous-jacent* : هو الأصل المتفق على بيعه أو شرائه قد يكون سلعة نظامية أو أوراق مالية أو معاملات مالية ، و من السلع النظامية نذكر : ذهب ، فضة ، سكر ، بن ، حديد ، أو أي معدن آخر متعامل به دولياً ، نפט عادي ، نפט بأنواعه المتداولة .

ث/ مشتري العقد : هو الطرف الذي يلتزم بإستلام الأصل المتفق عليه مقابل تسديد السعر المتفق عليه .

ج/ بائع العقد: هو الطرف الملتزم بتقديم الأصل موضوع العقد مقابل الحصول على السعر المتفق عليه.

ح/ مكان التنفيذ

### 6- ماذا يجني المتعاقدان

تستخدم العقود المستقبلية لغرض التغطية أي التحوط بغرض الحد من الخسائر التي من الممكن التعرض لها بسبب التغيرات العكسية التي قد تطرأ في المستقبل على أسعار السلع.

### 6-1 - بالنسبة للمتحوط :

<sup>2</sup> هناك أيضا ما يسمى بهامش الصيانة أو هامش التباين وهو مبلغ إضافي يتراوح بين (75 و80)% من قيمة الهامش الأولي ويدفع لبيت السمسرة وعلى المستثمر المحافظة على هذه النسبة فإذا انخفض الهامش سيطلب السمسار من المستثمر رفع النسبة وإلا فإن السمسار سيغلق مركز المستثمر بواسطة الدخول في صفقة معاكسة ، أما إذا أصبح المركز في حالة ربح فإن التاجر سيستلم الفائض من البورصة ويمكن إضافته لحساب الهامش.

قد يكون منتجاً للسلع ويخشى ارتفاع أسعار المواد الأولية المشتراة مستقبلاً ، فيقوم بإجراء عقود مستقبلية تمكنه من شراء المواد الأولية مستقبلاً بالسعر الذي يراه مناسباً ، وهو بذلك يكون قد استطاع أن يضع الموازنة التشغيلية لتكلفة الإنتاج مستقبلاً ، وهي بذلك تضمن له إجراء عقود بيع للمنتجات مستقبلاً .

قد يكون منتجاً للسلع ويخشى انخفاض أسعار المنتجات المباعة مستقبلاً ، فيقوم بإجراء عقود مستقبلية تمكنه من بيع المنتجات التامة ، ويضمن لنفسه مستقبلاً سعر بيع متوقع ، وبذلك يكون قد حدد تماماً تكلفة منتجاته وقلل مخاطر تقلب الأسعار مستقبلاً. كما أن الفترات الزمنية يتم تناولها في تلك العقود وهي في العادة من مدة شهر ولغاية سنتين قادمتين.

## 2-6 – بالنسبة للمضارب

الرجوع إلى العقود المستقبلية بغية المضاربة، حيث أن رغبة المضاربيين من تعاملهم في أسواق العقود المستقبلية هو استغلال وتحويل الفرص لتحقيق الأرباح من خلال توقعاتهم حول حركة أسعار تلك العقود المستقبلية.

### 7 : أمثلة على عقود مستقبلية :

مثال عن عقد سلعة : نفرض أن احد المنتجين ( صاحب مركز طويل ) لسلعة يخشى من ارتفاع المواد الأولية مستقبلاً ، اشترى عقداً من احد المضاربيين ( صاحب مركز قصير ) ينص على ما يلي : تاريخ توقيع العقد 1 مارس سنة ..... ، موضوع العقد شراء 1000 طن من مادة النحاس ، بسعر 300 ألف دج للطن ، تاريخ التنفيذ 1 أكتوبر من نفس السنة .

فرضاً أن في 1 أكتوبر يوم التسليم ( التنفيذ ) ، سعر النحاس ارتفع إلى 310 ألف دج للطن ، فإن المضارب سوف يدفع للمنتج : 10 آلاف دج ( الفرق ) مضروباً في 1000 طن = 10 مليون دج .

أما إذا انخفض سعر النحاس يوم التسليم إلى 295 ألف دج للطن ، فإن المنتج سوف يدفع للمضارب : 5 آلاف دج ( الفرق ) مضروباً في 1000 طن = 5 مليون دج .

**7-1- مثال عن عقد سعر فائدة :** نفترض وجود صاحب شركة لجأ إلى الاقتراض من احد البنوك مبلغ مليون دج بسعر فائدة عائم ، ولكون سعر الفائدة على القروض يمثل بالنسبة للشركة تكلفة يجب التحكم فيها فان ارتفاعه يوم تسديد القرض يشكل عبئا غير متوقع .

لجأ... إلى شراء عقد مستقبلي ( بصفته صاحب مركز طويل ) من احد المضاربيين ( صاحب مركز قصير ) ينص على ما يلي : تاريخ توقيع العقد 1 جانفي من سنة .... ، موضوع العقد قرض بقيمة مليون دج ، تاريخ التسديد ( التنفيذ ) 30 سبتمبر من نفس السنة ، سعر فائدة ثابت 10 % سنويا .

فرضا أن سعر الفائدة العائم أصبح بتاريخ 30 سبتمبر 11 % ، فان المضارب سوف يدفع لصاحب الشركة : 1 % ( الفرق ) مضروبا في 1 مليون دج مضروبا 9 أشهر / 12 شهرا = 7500 دج .

فرضا أن سعر الفائدة العائم أصبح بتاريخ 30 سبتمبر 9.75 % ، فان صاحب المؤسسة يدفع للمضارب : 0.25 % ( الفرق ) مضروبا في 1 مليون دج مضروبا 9 أشهر / 12 شهرا = 1875 دج .

**7-2- مثال عن عقد سعر عملة :** شركة تعتمد في إنتاجها على المواد الأولية المستوردة من الخارج ، وان هاجس تقلبات سعر الصرف يعتبر الهاجس الكبير بالنسبة للشركة ، لجأ صاحب الشركة إلى شراء عقد من احد المضاربيين ينص على ما يلي : تاريخ توقيع العقد 1 افريل من سنة .... ، موضوع العقد استيراد كمية 10 آلاف م<sup>3</sup> من الأخشاب من الخارج ، سعر المتر المكعب من الخشب 100 اورو ، سعر صرف الدينار 120 دج / لاورو ، تاريخ التسديد ( التنفيذ ) 1 نوفمبر من نفس السنة .

فرضا أن سعر صرف الدينار في 1 نوفمبر أصبح 125 دج / الاورو .

سوف يدفع المضارب لصاحب الشركة : 5 دج / الاورو ( الفرق ) مضروبا في 10 الاف م<sup>3</sup> مضروبا 100 اورو = 5 مليون دج .

ثانيا - العقود الآجلة (forwards Contracts) les contrats à terme de gré à gré



**1- تعريف :**

العقد الآجل هو عقد يلتزم بمقتضاه طرفان ، الطرف الأول بائع العقد والطرف الثاني هو مشتري العقد ، على شراء أو بيع أصل من الأصول كان يكون سلعة معينة أو أداة مالية أو عملة أجنبية أو أي شيء آخر ، بتاريخ معين قادم ، بسعر تنفيذ محل اتفاق ، وفي مكان محدد ، يجب التذكير بان هذه العقود غير نظامية، وهي تخضع في أركانها وشروطها لرغبات المتعاقدين ، وبالتالي غير قابلة للتداول في البورصة( السوق النظامية )، لكن يجب التنويه بان حتى العقود النظامية كالعقود المستقبلية كانت في يوم ما عقود آجلة تملئها رغبات المتعاقدين، لكن العادة تطورت فأصبحت عرفا ، والعرف تطور فأصبح قانونا .

**2 - خصائص العقود الآجلة :**

تشبه العقود الآجلة العقود المستقبلية من ناحية الأركان لكن تختلف معها من ناحية نظامية السلع محل العقد. تتصف العقود الآجلة بمجموعة من الخصائص منها ما هو ايجابي ومنها ما هو سلبي :

أ- المرونة في التعاقد : فعلى عكس العقود المستقبلية التي تنسم بالنظامية ( المعيارية )، تعطي العقود الآجلة لكل من المتعاقدين بائع العقد ومشتري العقد المرونة وحرية التصرف وفق شروط يتفاوضان عليها فيحدداها فيلتزمان بها .

ب- عدم وجود مصاريف ضمان كتأمين ابتدائي : فالمتعاقدان يقتصدان مدفوعات بداية العقد تتحقق قيمة العقد الآجل فقط بتاريخ انتهاء صلاحية العقد ( يوم التسوية أو التنفيذ).

ت- الحرمان من السيولة النقدية: بسبب عدم تداول العقود في السوق النظامية مقارنة بباقي المشتقات المالية ومنها العقود المستقبلية ، ففي باقي العقود المتداولة في البورصة إذا أراد بائع العقد أو مشتري العقد التخلص من تلك الصفقة فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر يحل بدله ويقبل بشراء ذلك العقد. بينما في العقود الآجلة فيصعب ذلك .

ث- مخاطر عدم تنفيذ العقد : وهو مشكل محتمل فقد لا يستطيع احد المتعاقدين الوفاء بالتسديد في تاريخ التسوية ( التنفيذ ) وهي فترة تفصل بين تاريخ التعاقد وتاريخ التسوية ومن الوارد أن

تتقلب الأمور المادية لأحد الطرفين فلا يفي بالتزاماته ولا توجد أي مؤسسة أو طرف ضامن بالوفاء .

ج- صعوبة الاحتكام إلى السعر الفعلي للأصل : من ايجابيات العقود النظامية أن تحديد السعر الجاري يوم التنفيذ يكون من طرف جهة محايدة ( كان تكون بورصة سلع أو بورصة قيم مالية ) وعلى أساس هذا السعر يتحدد الفرق ومن ثم من الذي عليه إلزامية التعويض من بين المتعاقدين ، لكن في العقود الآجلة كون الأصل المتعاقد عليه غير نظامي في غالب الأحيان ، وان العقد يجب أن يتمخض عن تعويض طرف إلى طرف آخر ، وبالتالي يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل ، في كثير من الأحيان يصعب تحديد السعر الفعلي للأصل محل التعاقد يوم تنفيذ العقد .