

أسواق العقود المستقبلية

المبحث الأول

نشأة وتنظيم أسواق العقود المستقبلية

العقود المستقبلية Future Contract هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين، سواء كان سلعة أو ورقة مالية بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم والتسلم في تاريخ لاحق في المستقبل.

ويلتزم كل من الطرفين عادةً بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية. ويعود السبب في ذلك إلى حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر بالوفاء بالتزاماته تجاهه.

قديمًا شكلت السلع الزراعية كالقمح والقطن أساس أسواق العقود، إلا أن نشاط تلك الأسواق امتد ليشمل التعامل في الموارد الطبيعية كالبتروول والمعادن، وفي العملات كالدولار الأمريكي والين الياباني.

وفي الولايات المتحدة امتد نشاط أسواق العقود المستقبلية منذ السبعينات إلى الأوراق المالية حيث أبرمت عقود على أوراق مالية ذات دخل ثابت متمثلة في بعض أنواع السندات التي تصدرها الحكومة.

وفي بداية الثمانينات امتد نشاط تلك الأسواق إلى عقود على أصول لا يوجد فيها محل للاستلام أو التسليم، مثل العقود على مؤشرات السوق، بالإضافة إلى ابتكار عقود تجمع بين الاختيار والعقود المستقبلية.

أولاً: نشأة أسواق العقود المستقبلية:

بدأت أسواق العقود المستقبلية كأسواق حاضرة في القرن السابع عشر وكانت أسواقاً نقدية على السلع الزراعية، يتم فيها استلام السلعة ودفع قيمتها نقداً فور التعاقد.

وفي الولايات المتحدة تحولت السوق الحاضر إلى سوق للعقود المستقبلية في عام ١٨٦٠، وكانت سوق شيكاغو السوق الرائدة في هذا المجال. وتعود نشأة تلك الأسواق، إلى أن التعامل في السوق الحاضر، يتم على أساس تسليم السلعة واستلام الثمن فور التعاقد، ولكن في حالة كون المشتري في حاجة إلى السلعة في المستقبل وليس الآن، عندئذ سيكون أمامه ثلاثة بدائل: البديل الأول: شراء السلعة الآن وتخزينها إلى حين الحاجة إليها. البديل الثاني: الانتظار حتى تاريخ الحاجة إلى السلعة، ثم شراؤها من السوق الحاضر.

البديل الثالث: التعامل في سوق العقود المستقبلية، وذلك بشراء السلعة بسعر متفق عليه مسبقاً، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، يناسب توقيت الحاجة إلى السلعة.

وتختلف التكاليف والمخاطر المصاحبة لكل بديل من البدائل الثلاث السابقة، ففي ظل البديل الأول يتحمل المشتري تكاليف التخزين، بينما في البديل الثاني هناك مخاطر تغير سعر السلعة في السوق الحاضر في تاريخ الشراء، مقارنة بما كان عليه قبل ذلك.

أما في البديل الثالث فلا توجد تكاليف تخزين، كما أن مخاطر التغير في الأسعار تكون منخفضة أو معدومة.

ومما سبق يتضح أن أهم أسباب ظهور أسواق العقود، هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر؛ حيث إن المزارع الذي سيجني محصول القطن في شهر أيلول، يمكنه بيع المحصول في أيار، بمقتضى عقد مستقبلي، بسعر محدد من الآن، وذلك بغض النظر عن السعر السائد في السوق الحاضر في شهر أيلول الذي يمكن أن يكون منخفضاً بسبب وفرة المحصول. كما أن شركات الغزل التي تحتاج القطن في شهر أيلول، يمكنها إبرام عقد من الآن، ينفذ في شهر أيلول بسعر محدد في تاريخ التعاقد، بغض النظر عن السعر في السوق الحاضر حينذاك، والذي يمكن أن يكون مرتفعاً بسبب ضعف المحصول أو بسبب مشكلات في النقل والتخزين. وبالتالي فإن كلا من الطرفين قد غطى نفسه ضد مخاطر تغير السعر.

ويجب أن يكون هناك توازن بين العرض والطلب حتى يكون السعر المحدد للعقود المستقبلية عادلاً، أي أن تكون الكميات المطلوبة مساوية للكميات المعروضة، وبالتالي فإن التعامل في تلك الأسواق، سينحصر على المستثمرين، أي الذين يمتلكون أو سيمتلكون السلعة، وأولئك الذين هم في حاجة إليها.

وعلى الرغم من عدم إمكانية ضمان تحقيق التوازن بين العرض والطلب، إلا أن وجود فريق من شأن تعاملاته أن تحدث التوازن بين المطلوب، نقصد بذلك

المضاربين Speculators الذين يرغبون في اغتنام فرصة مربحة، من دون أن يمتلكوا السلعة أو أن تكون لهم فيها حاجة.

في حال حدوث ارتفاع مؤقت في أسعار العقود، يقوم المضاربون ببيع عقود مستقبلية أي زيادة العرض، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض السعر إلى مستوى التوازن. أما في حال حدوث انخفاض مؤقت في أسعار العقود المستقبلية، يقومون بشراء العقود أي زيادة الطلب، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع السعر إلى مستوى التوازن.

وإذا ما تحققت التوقعات المتمثلة بارتفاع السعر في الحالة الأولى وانخفاض السعر في الحالة الثانية، عندئذ يقوم المضارب بإبرام صفقة عكسية، أي شراء عقد مستقبلي على السلعة نفسها، إذا كان قد سبق له أن باع عقداً مستقبلياً عليها، أو بيع عقد مستقبلي إذا كان قد سبق له الشراء، وبذلك يقلل مركزه.

ويساهم الدور الذي يلعبه المضاربون في تحقيق سيولة أفضل لسوق العقود، وتخفيض درجة التقلب في الأسعار عبر الزمن. وتكون أسعار العقود المستقبلية مساوية أو قريبة من الأسعار في السوق الحاضرة، وذلك في التاريخ المقرر لتنفيذ العقد، بالإضافة إلى دور رئيسي يتمثل في امتصاص مخاطر تغير الأسعار، إلى جانب إحداث التوازن فيها في حالة تعرضها لخلل.

والجدير بالذكر، أن عدداً قليلاً من السلع تتوافر فيها الشروط التي تناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية، وتتمثل هذه الشروط في: أن تكون السلعة قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة...، مما يحقق سيولة كافية للعقد.

وجود طلب نشط على السلعة، مما يحقق السيولة لسوقها. أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين، الأمر الذي يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد. أن تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها.

وفي إطار هذه الشروط يصعب وجود سوق منظمة للعقود المستقبلية للكثير من السلع، كالسيارات، وبعض السلع الزراعية غير القابلة للتخزين. ومن جانب آخر، فإن تلك الأسواق تناسب سلعاً أخرى كبعض السلع الزراعية كالقمح والذرة، والعملات، والأوراق المالية.

ثانياً: تنظيم أسواق العقود المستقبلية:

في تناولنا لتنظيم أسواق العقود المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية، سنتطرق إلى الأسواق العاملة هناك، وأعضاء السوق الأساسيين. أسواق العقود المستقبلية:

في الولايات المتحدة الأمريكية يوجد ١١ سوقاً (بورصة) منظمة تتعامل في العقود المستقبلية.

ويمكن تصنيف أسواق العقود في مجموعتين، وفقاً لمجال تعامل تلك الأسواق في السلع:

الأولى: أسواق تتعامل في عقود مكررة: Contract Duplication وهي تلك الأسواق التي تتعامل في عقود على أصول معينة، تتعامل فيها أسواق أخرى أيضاً. وفي حال استحواذ أحد الأسواق على الجانب الأكبر من التعامل في العقود التي تتعلق بذلك الأصل، فقد تفضل الأسواق الأخرى إيقاف التعامل فيها.

الثانية: وهي الأسواق المتخصصة، أي التي تتعامل في عقود مخصصة، وهي العقود على أصول لا تتعامل فيها أسواق أخرى.

أعضاء سوق العقود:

على عكس السوق الحاضر، لا يوجد في بورصة العقود المتخصصون أو صناع السوق، إنما يوجد سماسرة صالة، وتجار الصالة، إلى جانب فريق ثالث يطلق عليه المستقلون، وسماسرة الصالة وهم أعضاء مستقلون، تبرم عن طريقهم معظم العقود في البورصة لحساب عملائهم من بيوت السمسرة؛ فهم يتلقون الأوامر. وإذا كان الأمر الصادر لهم أمراً محدداً أو أمر إيقاف، فيتم تسجيلها في دفاترهم حتى تحين اللحظة المناسبة لتنفيذها، أما إذا كان الأمر الصادر هو أمر سوق، فيقوم السمسار بتنفيذه فوراً بأفضل سعر ممكن.

أما تجار الصالة والذين يطلق عليهم أيضاً: المحليون Local أو المضاربون Speculators فهم ينفذون الأوامر لحسابهم الخاص، وذلك باغتنام فرص للشراء (البيع) بسعر منخفض (مرتفع)، ومن ثم إبرام صفقة عكسية عندما ترتفع (تنخفض) الأسعار، وبهذا الشكل يحققون الأرباح.

ويتم ذلك عادة خلال فترة تتراوح بين بضع ساعات وعدة شهور، واستناداً إلى فترة احتفاظ المضاربين بمراكزهم على العقد، يمكن تقسيمهم إلى:

الشواري Scalper: وهو الذي يحاول اغتنام الفرصة وتصفية مركزه خلال ساعات، ويندر أن يبقى على مركزه إلى اليوم التالي.

تاجر اليوم Day Trader: وهو المضارب الذي يصفي مركزه عادة في نهاية اليوم.

تاجر المركز Position Trader: وهو المضارب الذي يبقى على مركزه من دون تصفية لفترة قد تمتد إلى بضعة أشهر.

وتتشابه ممارسات تجار المراكز إلى حد ما، مع ممارسات صناع السوق، فهم يحتفظون بمخزون من بعض العقود، ويباشرون في بعض الأحيان وظائف

التجار. أما الفرق بينهم وبين صناع السوق، فهو أنهم غير مطالبين بممارسة تلك المهام.

أما بالنسبة إلى المستقلين، فهم في موقع وسط بين سمسرة الصالة والمضاربين، كونهم ينفذون أوامر عملائهم من بيوت السمسرة، بالإضافة إلى متاجرتهم لحسابهم الخاص.

المبحث الثاني

أساسيات التعامل في سوق العقود المستقبلية

أولاً: سمات العقود المتداولة في الأسواق المستقبلية:

لضمان توفير سوق منتظم لجأت بورصات العقود إلى تنميط شروط التعاقد في خمس مجالات أساسية هي:

وحدة التعامل

شروط التسليم

حدود تقلب الأسعار

حدود المعاملات أو المراكز

الهامش المبدئي

وحدة التعامل **Trading Unit**:

ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد. ويتم التعامل في سوق العقود المستقبلية على أساس العقد الذي تختلف مكوناته باختلاف الأصل محل التعاقد، على عكس السوق الحاضرة للأوراق المالية، التي تكون فيها وحدة التعامل هي كمية غير كسرية أي ١٠٠ سهم أو سند ومضاعفاتها.

وإذا كان التعامل في الأسواق الحاضرة ممكناً على كميات كسرية، فإنه لا مجال للتعامل بعقود كسرية في السوق المستقبلية. ويعود ذلك إلى أن التعامل في تلك السوق ينطوي على قدر كبير من الرفع؛ فما يدفعه المستثمر عند التعاقد هو مبلغ صغير مقارنة مع قيمة العقد.

شروط التسليم: **Delivery Term**

تتضمن شروط التسليم الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد والفترة الزمنية خلال الشهر الذي ينبغي أن يتم فيه التسليم، ودرجة جودة الأصل محل التعاقد، والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل.

وتحدد شهور التسليم بدايةً بواسطة إدارة البورصة، على أن تعتمد من لجنة تعاملات العقود المستقبلية للسلع، وهي اللجنة القائمة على شؤون أسواق العقود في الولايات المتحدة.

وتعتبر شروط التسليم ولا سيما في العقود المستقبلية على الأصول المالية، غير جامدة، حيث يمكن أن يحل مكان الورقة المالية محل التعاقد ورقة مالية أخرى. بل وقد تمتد المرونة إلى تاريخ التسليم أيضاً.

وعادة ما توجد معاملات تحويل محددة مسبقاً، يتم بموجبها عملية الإحلال، بما يساهم في تحقيق عائد حتى تاريخ الاستحقاق أو حتى تاريخ الاستدعاء الأول، يساوي معدل الكوبون للورقة الأصلية. ونظراً إلى وجود عدد من الأوراق المالية البديلة والتي يعد بعضها رخيصاً نسبياً، إلى جانب إمكانية أن يمتد تاريخ التسليم ولو لفترة قصيرة، فإن مركز البائع عادة ما يكون أفضل من مركز المشتري في تلك العقود.

وتختلف الفترة التي يغطيها العقد من أصل لآخر؛ فبالنسبة إلى السلع الزراعية عادة ما يغطي العقد فترة لا تزيد عن ثلاثة أشهر، ويستحيل أن تزيد عن سنة، نظراً لأن المحاصيل التي يتعامل عليها لا تزيد الفترة اللازمة لجنيها وتسليمها عن ذلك.

وبالنسبة إلى سندات الخزانة، قد يمتد التاريخ المحدد للتسليم إلى ثلاث سنوات، لذا فإنه من الطبيعي ألا يكون هناك تعامل يذكر على العقود التي ما زالت هناك فترة طويلة على تاريخ التسليم.

كما يمكن أن يمتد تاريخ التسليم لسندات الخزينة إلى ما بعد تاريخ الاستحقاق، مما يعني عدم وجود سوق حاضرة لها.

كما أن البائع يمكنه تسليم سند حكومي آخر، يحل محل السند الذي لم يعد متاحاً في السوق، بل وأن العقد عادة ما يتم تسويته نقداً من دون الحاجة إلى عملية الإحلال.

حدود تقلب الأسعار:

تفرض أسواق العقود حداً أدنى للتغيرات السعرية، كما هو الحال بالنسبة إلى أسعار الأسهم في السوق الحاضر. ويختلف الحد الأدنى، حسب الأصل محل التعاقد. وتفرض أسواق العقود حداً أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد. وفي حال ارتفاع أو انخفاض السعر بمقدار الحد الأقصى المحدد في لحظة ما خلال يوم، فلا يمكن أن يتخطى السعر تلك الحدود؛ حيث يبقى هذا السعر سائداً حتى نهاية اليوم. ويمكن أن تقرر إدارة السوق وقف التعامل على ذلك العقد. وفي اليوم التالي يبدأ التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم السابق. ويمكن أن يرتفع السعر بشرط ألا يتعدى الحد الأقصى المحدد لليوم. ويختلف الحد الأقصى للتغير السعري من أصل إلى آخر، وإذا كانت بعض العقود

كالعقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى المشار إليها.

ويتمثل الدافع وراء وضع حد أقصى للتغيرات السعرية، في الحد من آثار المغالاة في الاستجابة للمعلومات التي قد ترد إلى السوق. والجدير بالذكر أنه في سوق العقود، على عكس السوق الحاضر، لا يوجد فيها مجال لإجراء توزيعات أو حدوث اشتقاق كما يحدث في الأسهم، وبالتالي فإن التغيرات السعرية للعقود، تعكس مباشرة العائد المتولد عن الاستثمار فيها.

Trading or Position Limits : حدود المعاملات أو المراكز:

ويقصد به الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة، التي يمكن أن يملكها مستثمر واحد. ويتمثل الهدف من ذلك محاولة الحد من التصرفات غير الأخلاقية التي قد يعتمد عليها بعض المتعاملين. ويختلف العدد المحدد للمراكز، باختلاف الأصل محل التعاقد.

الهامش المبدئي:

يمثل الاستثمار في العقود المستقبلية استثماراً غير تقليدي، ويعود ذلك إلى أن التعاقد على الشراء أو البيع لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن أو جزء منه. ولكي لا يتعرض أي طرف إلى ضرر نتيجة لعدم تنفيذ الطرف الآخر لما عليه من التزامات، فقد تقرر فرض هامش مبدئي يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسة الذي يتعامل معه. وتخضع القيمة الكلية للهامش المبدئي لمتغيرين هما: حجم العقد، ودرجة التقلب في قيمته السوقية، أي أن قيمة الهامش المبدئي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد. كما أن الهامش المبدئي لا يعد مقدماً للثمن، نظراً إلى أنه يمكن تغطيته بأوراق مالية. كما أن الهامش يدفعه البائع كما يدفعه المشتري. إضافة إلى أنه لا يمثل سوى نسبة ضئيلة تتراوح بين ٥% - ١٥% من قيمة العقد، لذا فمن غير الممكن أن يكون مقدماً معقولاً للثمن.

وتعتبر درجة الرفع في سوق العقود أكبر؛ حيث إن الهامش في السوق الحاضر للأسهم يبلغ ٥٠% أو أكثر، مقارنة بالهامش في سوق العقود. وما يوضح فكرة الرفع في سوق العقود، أنه بينما قد يتم الشراء من السوق الحاضر بالنقد، كما إن هناك أسهماً لا يقبل فيها التعامل على أساس سداد جزئي لقيمتها، فإن التعامل على أساس الرفع هو سمة أساسية في سوق العقود المستقبلية. يدفع المشتري في السوق الحاضر فوائد على المبلغ المقرض لحسابه، والذي يتمثل في الفرق بين قيمة الأوراق المالية المشتراة - والتي تسلم إليه فوراً - وبين قيمة الهامش المدفوع. بينما في سوق العقود لا وجود لهذا الالتزام، كون العقود المستقبلية يتم فيها التسليم في تاريخ لاحق، وبالتالي تنتفي فكرة وجود دين في ذمة المشتري.

ثانياً: مقارنة العقود المستقبلية مع العقود الأخرى:

يمكن التمييز بين أربعة أنواع من العقود، يتم التعامل بها في شراء وبيع الأصول وهي:

- العقود الأمامية أو الآجلة.
- عقود الاختيار.
- العقود الحاضرة.
- العقود المستقبلية.

وفيما يلي نعرض لمقارنة العقود المستقبلية بالعقود الثلاثة الأخرى:

العقود المستقبلية والعقود الآجلة أو الأمامية:

العقود الآجلة أو الأمامية Forward Contract هي العقود التي يلتزم فيها البائع تسليم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه وقت التعاقد، يسمى سعر التنفيذ. ومن الأمثلة على العقود الأمامية أو الآجلة، عقود الاقتراض لشراء العقارات، وعقود الاستيراد والتصدير.

وتعتبر العقود الآجلة عقوداً شخصية، يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية، التي قد لا تلائم غيرهما. وفي ظل تلك الشروط المفصلة، لا يتوقع أن يكون لتلك العقود سوق ثانوي، كما أن المضاربين لا يجدون في مثل هذه العقود مكاناً لهم، أي عدم إمكانية اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة، ليقوموا بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق الربح.

أما في العقود المستقبلية، فإن العلاقة بين الطرفين غير مباشرة، نظراً إلى أن بيت التسوية يتوسط بينهما بما يضمن حقوق كل منهما، بالإضافة إلى كونها عقوداً نمطية وأيضاً عقوداً غير شخصية، نظراً إلى أن جميع الشروط عدا السعر والكمية، هي شروط ليست محلاً للتفاوض. الأمر الذي يتيح لها وجود سوق ثان، إلى جانب أن المضاربين يجدون فرصة لتحقيق الأرباح، أي أن العقود المستقبلية لا تعاني من عيوب العقود الآجلة.

العقود المستقبلية وعقود الاختيار

توجد سمات مشتركة بين العقود المستقبلية وعقود الاختيار:

- كلاهما يغطي فترة مستقبلية.
- إن قيمة العقد ذاته لا تظهر إلا في تاريخ التنفيذ.
- كل من العقود المستقبلية وعقود الاختيار تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل في تاريخ لاحق، يحدد عند التعاقد.
- إن التعامل في كلا السوقين ينطوي على درجة عالية من الرفع.
- أما الاختلافات بين هذين النوعين من العقود، تتمثل في:

- يكون لمشتري الاختيار الحق في تنفيذ العقد أو عدمه، بينما العقود المستقبلية هي عقود حقيقية لشراء الأصل محل التعاقد بالسعر المحدد، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق.

- في عقود الاختيار تقتصر خسارة المشتري على قيمة المكافأة المدفوعة، بينما في العقود المستقبلية يمكن أن تمتد الخسارة لتشمل القيمة الكلية للعقد.

- لا يحق لمشتري الاختيار استرداد قيمة المكافأة المدفوعة للمحرر عند التعاقد، بينما في العقود المستقبلية يمكن استرداد الهامش المبدئي (وهو المبلغ الذي يودعه كل من البائع والمشتري لدى بيت السمسرة الذي يتعامل معه، ويتمثل في مبلغ نقدي أو أوراق مالية، بهدف ضمان التزام المستثمر بتنفيذ بنود العقد) بالكامل إذا لم يتعرض المستثمر إلى خسارة.

٣- العقود المستقبلية والعقود الحاضرة:

العقود المستقبلية هي عقود نمطية تنفذ في تاريخ لاحق، بسعر يحدد عند التعاقد. بينما في العقود الحاضرة، فيتم التسليم عند التعاقد، أما القيمة فقد تدفع فوراً أو في تاريخ لاحق.

ويتولد عن الاستثمار في سوق العقود ربح يفوق في معدل الربح المتولد عن استثمار المبلغ نفسه في السوق الحاضر، كما أن التعامل في سوق العقود المستقبلية ينطوي على مخاطر أكبر من السوق الحاضر. ويعود ذلك إلى فكرة الرفع التي يقوم عليها التعامل في تلك العقود.

ثالثاً: استراتيجية التعامل في سوق العقود المستقبلية:

توجد استراتيجيان رئيستان تمارسان سوق العقود، هما:

استراتيجية التغطية

استراتيجية المضاربة

استراتيجية التغطية: Hedging Strategy

يقصد بالتغطية في سوق العقود، تلك الصفقات التي يبرمها المستثمر بتواريخ تنفيذ مستقبلية، من أجل الحد من الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها بسبب تغيرات عكسية، يمكن أن تطرأ فيما بعد على سعر السلعة محل التعاقد.

وإذا كانت التغطية تحقق للمستثمر الحماية، فإنها تشمل على تكاليف تتمثل في الفرق بين التدفقات النقدية للعقد في ظل التغطية، وبين التدفقات النقدية للعقد في حال غياب التغطية.

ويمكن التمييز بين الأنواع التالية من التغطية:

- التغطية الكاملة

- تغطية البيع
- تغطية الشراء
- التغطية باستخدام أصل مختلف.

التغطية الكاملة: Perfectly Hedging Position

يقصد بالتغطية الكاملة، امتلاك المستثمر لعقد بيع وشراء بنفس السعر والكمية وب نفس تاريخ التسليم، وبالتالي لا يكون عرضة لأي خسائر في حال حدوث تغيرات سعرية. ولتوضيح هذه الفكرة، نستعرض المثال التالي:

بافتراض أن مصنعاً للمنتجات الغذائية أخذ مركزاً طويلاً (شراء) على عقد للقمح يتضمن ٦٠٠ بوشل^(١) Bushel تسليم أيلول ٢٠٠٩، وذلك لتغطية احتياجاته المستقبلية. ولتحقيق تغطية كاملة، فقد أخذ مركز قصير (بيع) بنفس السعر على عقد قمح يتضمن أيضاً ٦٠٠ بوشل تسليم أيلول ٢٠٠٩، وبالتالي تكون التغطية هنا كاملة. وفي تاريخ التنفيذ، تقوم إدارة المصنع باستلام القمح المطلوب، أي تنفيذ العقد على المركز الطويل، ثم تقفل مركزها القصير، بشراء عقد مماثل للعقد الذي سبق بيعه. وفي حال حدوث تغيرات سعرية على سعر القمح حتى تاريخ التنفيذ، فإن المصنع لن يتأثر بذلك، نظراً إلى أن الأرباح (الخسائر) الناجمة عن أحد المركزين، ستقابلها خسارة (ربح) بنفس القدر من المركز الآخر.

فإذا كان السعر في العقدین ٥ دولارات للبوشل، وفي تاريخ التسليم ارتفع إلى ٦ دولارات، فإن إدارة المصنع ستشتري القمح بسعر ٥ دولارات، محققة ربحاً قدره دولار عن كل بوشل. وتقوم بعد ذلك بشراء عقد بالسعر السائد ٦ دولارات لإقفال المركز القصير، وتخسر بذلك دولاراً للبوشل، بما يعادل الربح على المركز الطويل.

أما إذا انخفض السعر إلى ٤ دولارات، فإن المستثمر سينكبد خسائر على المركز الطويل، تعادل المكاسب التي سيحققها على المركز القصير.

وبالتالي فإن التغطية الكاملة تعني عدم أخذ مركز على العقد؛ حيث إن عقد الشراء ألغاه عقد البيع، وإن ما حدث لا يخرج عن كونه احتفاظاً بالموارد النقدية حتى وقت الحاجة إلى السلعة، مع ضمان الحصول على السلعة محل العقد.

تغطية الشراء: Long or Buying Hedge

^١ - البوشل Bushel: مكيال للحبوب، وهو مكيال إنكليزي للحبوب قدره ٨ جالون.

يمثل شراء عقد على سلعة في السوق المستقبلية، بهدف الوقاية ضد مخاطر ارتفاع الأسعار.

ولتوضيح فكرة هذا النوع من التغطية، نستعرض المثال التالي:
بافتراض أن تاجراً لدقيق القمح تعاقد على تسليم كمية من الدقيق لعدد من محال التجزئة على سعر محدد في كل شهر، وبالتالي فإن التاجر قد أخذ مركزاً قصيراً (بائع) على صفقة الدقيق ذاتها. وفي حال قرر التاجر شراء القمح من السوق الحاضر عند الحاجة إليه، فإن سعر القمح قد يرتفع بشكل كبير في شهر ما، الأمر الذي قد يعرضه إلى خسائر كبيرة، نظراً إلى أن الأسعار المتفق عليها لببيع الدقيق، قد لا تكفي لتغطية تكلفة شراء القمح.

ولمواجهة تلك المخاطر، فقد قرر شراء عقود للقمح بتاريخ تسليم تناسب توقيت الحاجة إليه. وعادة يتم تحديد أسعار بيع الدقيق على ضوء أسعار القمح. وفي حال ارتفاع سعر القمح في السوق الحاضر بتاريخ التسليم، فلن يخسر التاجر شيئاً، إذ إن المكاسب التي يحققها على حساب المضارب الذي باع له العقد، تعوض ارتفاع التكاليف في السوق الحاضر.

أما إذا انخفضت أسعار القمح في السوق الحاضر بتاريخ التسليم، فإن التاجر يصبح ملزماً بشراء القمح بالسعر المنصوص عليه في العقد. في حين كان يمكنه شراء ما يحتاجه بأسعار أقل، لو لم يتعاقد في السوق المستقبلية. والجدير بالذكر أن العقد المستقبلي لن يسفر عن تسليم القمح في حقيقة الأمر؛ حيث يكون التاجر قد خسر مبلغاً في سوق العقود، لصالح المضارب الذي باع له العقد. وتتمثل الخسارة في الفرق بين العقد المستقبلي والسعر في السوق الحاضر وقت التسليم. أما كمية القمح التي يحتاجها، فسيقوم بشرائها من السوق الحاضر بالسعر المنخفض.

وبارتفاع أو انخفاض السعر في السوق الحاضر، فإن التكاليف لن تزيد أو تقل عما هو منصوص عليه في العقد.

٣-١ - تغطية البيع: Short or Selling Hedge

يقصد بتغطية البيع بيع عقود مستقبلية لتجنب مخاطر انخفاض أسعار المخزون من سلعة معينة، وعادة ما يتبع هذا النوع من التغطية أولئك الذين تجبرهم الظروف على شراء سلعة من السوق الحاضر وتخزينها، في الوقت الذي يخشون فيه هبوط سعر تلك السلعة.

وتساعد تغطية البيع في الحد من مخاطر انخفاض الأسعار، كما تحد من الأرباح التي كان من الممكن تحقيقها إذا لم تنخفض الأسعار.

ولتوضيح فكرة هذا النوع من العقود، نستعرض المثال التالي:
لنفترض أننا في شهر شباط، وأن أحد المزارعين يتوقع حصاد ٤٠٠٠ بوشل قمح في شهر حزيران القادم، ويبلغ سعر البوشل الآن في السوق المستقبلية تسليم حزيران ٦ دولارات للبوشل. ولحماية نفسه من مخاطر انخفاض الأسعار، فقط تعاقد على بيع الكمية بالسعر المشار إليه. وفي حزيران انخفض سعر البوشل في السوق الحاضر إلى ٥.٥ دولارات. ونظراً إلى أن سعر العقود المستقبلية وسعر السوق الحاضرة عادة ما يتقاربان كلما اقترب تاريخ التنفيذ، فإن سعر العقد المستقبلي، يتوقع أن ينخفض إلى المستوى ذاته تقريباً.
وسيقوم المزارع هنا ببيع محصوله في السوق الحاضرة بسعر ٥.٥ دولارات، ويحقق ربحاً على العقود المستقبلية قدره ٥٠ سنتاً عن كل بوشل. وبذلك يكون المزارع قد نقل مخاطر انخفاض الأسعار إلى المضارب الذي أبرم معه الصفقة.

وإذا كان المزارع قد نجح في تغطية مخاطر السعر، فإن هناك مخاطر أخرى لا يمكن تغطيتها، يطلق عليها مخاطر الأساس، وتتمثل في:

مخاطر الكمية: Quantity Risk

وهي المخاطر التي تحدث عندما تكون الكمية المنتجة من السلعة أكبر أو أصغر من الكمية المنصوص عليها في العقد المستقبلي؛ فإذا كانت الكمية المنتجة من السلعة أكبر من الكمية المتعاقد عليها، سيبقى جزء غير مغطى، بينما إذا كانت الكمية المنتجة أقل، فسيواجه بائع العقد مشكلة.

مخاطر الجودة: Quality Risk

وهي أن تكون جودة المنتج مختلفة عن مستوى الجودة المنصوص عليها في العقد.

مخاطر موقع التسليم: Location Risk

ويقصد بها أن تكون تكاليف الشحن مرتفعة بشكل غير متوقع.

مخاطر تاريخ التنفيذ: Expiration Data Risk

وتتمثل في فشل البائع في تسليم السلعة في التاريخ المنصوص عليه في العقد.

وقد ظهرت مجموعة من المضاربين تبرم الصفقات، على أمل تحقيق أرباح، نتيجة لعدم قدرة المستثمر على تجنب مخاطر الأساس، بالإضافة إلى كون التغطية أداة غير كافية لتجنب هذه المخاطر. ويطلق على تلك الصفقات بصفقات التعامل على مخاطر الأساس.

والجدير بالذكر أن تغطية الشراء والبيع، يطلق عليهما: التغطية الساذجة أو البسيطة، كون المستثمر في تغطية الشراء يقوم بإبرام عقد شراء للكمية المطلوبة

من السلعة في تاريخ سابق لحاجته إليها، وفي تغطية البيع يقوم المستثمر الذي يملك السلعة ما بإبرام عقد بيع مستقبلي عليها.

٤-١ - التغطية باستخدام أصل مختلف:

وتسمى أيضاً التغطية المتقاطعة Cross Hedge. وتظهر أهمية هذا النوع من التغطية في سوق العقود المستقبلة للسلع والأصول المالية، عندما لا يمتلك البائع السلعة أو الورقة المالية بنفس المواصفات التي أبرم على أساسها العقد.

في هذه الحالة يمكن استبدال السلعة أو الورقة في تاريخ التنفيذ بسلعة أو ورقة أخرى مشابهة، كما يمكن استخدام الورقة أو السلعة البديلة، كأساس لتغطية عقد أبرم على السلعة أو الورقة الأصلية، وهو ما يسمى التغطية عبر أصول مختلفة.

يمكن استخدام سندات الخزانة طويلة الأجل، التي تحمل معدل كوبون معين، في تغطية سندات خزانة أخرى، تحمل معدل كوبون مختلف، كما يمكن استخدامها في تغطية سندات طويلة الأجل تصدرها منشآت الأعمال. ويعود السبب في ذلك إلى أن التغير في معدلات الفائدة، عادة ما يكون متقارباً. ويتوقف هذا النوع من التغطية على مدى الارتباط بين أسعار الأصول محل التغطية.

ولتوضيح فكرة التغطية عبر أصول مختلفة، نستعرض المثال التالي:

نفترض أننا الآن في شهر أيلول، وأن مستثمراً يمتلك محفظة تتضمن ٣٠٠ سند لمنشآت أعمال، وهذه السندات تستحق بعد ٢٥ سنة، وتحمل كوبوناً معدله ١٤ % ومعدل العائد على الاستثمار ١٣ %، وتبلغ القيمة السوقية للسند الواحد ١٠٨٠ دولاراً، وقد قرر المستثمر الاحتفاظ بها حتى شهر شباط من العام التالي لاعتبارات ضريبية.

إلا أنه يخشى من فقدان الأرباح الرأسمالية الدفترية المتولدة، في حال ارتفاع أسعار الفائدة، التي تؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية لتلك السندات.

وقد لجأ المستثمر إلى استخدام أسلوب التغطية، عبر ورقة مالية أخرى، نظراً إلى عدم وجود تعامل في سوق العقود على مثل تلك السندات. وفي حال وجد المستثمر عقداً مستقبلياً على سندات الخزانة تسليم آذار من العام القادم، يباع بسعر يعادل ٧٥ % من قيمته الاسمية، أما معدل العائد على الاستثمار في تلك السندات فيبلغ ١٢ %.

اعتماداً على البيانات السابقة، فإن القيمة السوقية للسندات المملوكة تبلغ ٣٢٤.٠٠٠ دولار (١٠٨٠ × ٣٠٠)، أما القيمة السوقية لعقد واحد على سندات فيبلغ ٧٥.٠٠٠ دولار (١٠٠.٠٠٠ × ٧٥ %)، وبالتالي فإن عدد العقود اللازم

بيعها لتغطية مركز المستثمر للسندات التي يمتلكها هو ٤.٣ عقود (٣٢٤.٠٠٠ ÷ ٧٥.٠٠٠). ونظراً لعدم وجود كسور للعقد، فقد قرر المستثمر بيع أربعة عقود على سندات الخزانة.

وفي شهر شباط ارتفعت أسعار الفائدة، وبالتالي ارتفاع معدل العائد على الاستثمار في السندات المملوكة إلى ١٤ %، وانخفضت قيمتها السوقية إلى ١.٠٠٠ دولار، بينما عقود سندات الخزانة تسليم آذار فقد ارتفع معدل العائد على الاستثمار إلى ١٢.٧٥ %، وانخفضت قيمة العقد، وأصبحت تباع بقيمة تعادل ٧٠ % من قيمتها الاسمية.

ونظراً إلى أن المستثمر قد خطط للإبقاء على استثماراته حتى شباط، فقد قرر إقفال مركزه بشراء أربعة عقود.

التغطية المتقاطعة باستخدام سندات الخزينة

السوق الحاضر	التاريخ	سوق العقود
القيمة السوقية للمحفظة $= 300 \times 1080 =$ ٣٢٤.٠٠٠ دولار	أيلول	بيع ٤ عقود سندات خزانة بسرعر ٧٥ % $= 1000.000 \times 4 \times$ $0.75 = 300.000$ دولار
القيمة السوقية للمحفظة $= 300 \times 1.000 =$ ٣٠٠.٠٠٠ دولار	شباط	شراء ٤ عقود سندات خزانة بسرعر ٧٠ % $0.70 \times 1000.000 \times 4 =$ ٢٨٠.٠٠٠ دولار
الخسائر = ٣٢٤.٠٠٠ - ٣٠٠.٠٠٠ = ٢٤.٠٠٠ دولار		الربح = ٣٠٠.٠٠٠ - ٢٨٠.٠٠٠ = ٢٠.٠٠٠ دولار
الخسائر الصافي = ٢٤.٠٠٠ - ٢٠.٠٠٠ = ٤.٠٠٠ دولار		

كما هو مبين في الجدول السابق، فإن هناك خسائر صافية قدرها ٤.٠٠٠ دولار، ولو لم يغط المستثمر مركزه من خلال سوق العقود، لكانت خسائره ٢٤.٠٠٠ دولار. ولقد انتهت العملية بخسارة، نظراً إلى أن التغطية لم تكن كاملة؛ حيث إن عدد العقود المبرمة لم يغط الاستثمار بالكامل، إذا كان المطلوب ٤.٣ عقد وليس أربعة عقود (مخاطر الكمية). أما السبب الثاني، فيتمثل في مخاطر الهامش أو مخاطر سعر الفائدة، وهي أحد أنواع مخاطر الأساس، ويتمثل في أن المدى بين معدل العائد على الاستثمار بين سندات الخزانة والسندات المستثمر فيها في أيلول، بلغ ١ % (١٣-١٢)، ارتفع في شهر شباط إلى ١.٢٥ % (١٤ - ١٢.٧٥).

ولو أن المستثمر قد تنبأ بزيادة المدى، ربما كان قد قرر شراء خمسة عقود بدلاً من أربعة عقود، وعندئذ كان سيحقق ربحاً قدره ٢٥.٠٠٠ دولار $\{ (١٠٠.٠٠٠ \times ٧٥\%) - (١٠٠.٠٠٠ \times ٧٠\%) \} = (٣٧٥.٠٠٠ - ٣٥٠.٠٠٠)$ ، وهو ما يزيد عن الخسائر في السوق الحاضر (٢٤.٠٠٠) بما يعادل ١.٠٠٠ دولار، وإذا ما تم ذلك، فإنه يمكن تقسيم العقود المبرمة على أساس أنها ٤.٣ عقود للتغطية، و ٠.٧ عقد للمضاربة.

٢- استراتيجية المضاربة:

تشابه دوافع المضاربة والاستثمار، من حيث مفهوم العائد والمخاطر، ففي كلا الحالتين يكون الهدف تخفيض مخاطر المحفظة مع بقاء العائد ثابتاً، أو زيادة العائد مع بقاء مستوى المخاطرة.

ويستهدف المضارب من تعامله في سوق العقود المستقبلية للسلع، تنويع محفظة استثماراته التي تتضمن أصولاً متنوعة (أسهم، سندات، عملات، أراضٍ، ...)، معتمداً في ذلك على ضعف معامل الارتباط بين الأسعار والعوائد لعقد سلعة ما في السوق المستقبلية، وبين الأسعار والفوائد للأصول المالية المتداولة في السوق الحاضر كالأسهم والسندات، وبالتالي إمكانية تخفيض مخاطر المحفظة من دون المساس بالعائد.

وفي ظل معامل الارتباط، حتى لو كان تقلب العائد مرتفعاً للعقود المستقبلية، فإن أثرها على مخاطر المحفظة ككل، قد يكون ضئيلاً. والجدير بالذكر أنه يصعب التعامل في سوق العقود المستقبلية في أكثر من خمسة أصول، ولا سيما إذا كانت تلك الأصول ذات طبيعة مختلفة، أو أن الطلب والعرض لكل أصل مرتبط (محكوم) بمتغيرات تختلف عن بقية الأصول المتعاقد عليها.

أي أنه يجب مراعاة طبيعة السلعة. ويفضل التركيز على السلع التي تنتمي إلى مجموعة واحدة مثل القمح والذرة، أو على سلع تنتمي إلى مجموعات مختلفة، إلا أنه يوجد بينها ارتباط كبير مثل الذرة والماشية.

وبعد تحديد المضارب لمجموعة السلع التي سيتعامل بها، يقوم بإجراء التحليل للتنبؤ بسعر السلعة في المستقبل. ويمكن التمييز بين نوعين من التحليل:

الأول: التحليل الأساسي Fundamental Analysis

ويقوم التحليل الأساسي على تحليل العوامل المؤثرة على العرض والطلب، ومن العوامل المؤثرة على العرض المساحة المزروعة، ومدى ملائمة المناخ، والمخزون المتبقي من العام الماضي، وإمكانية الاستيراد،..... الخ. أما الطلب فيتأثر بالنمو السكاني، والنمو الحيواني، وإمكانية التصدير،... الخ.

الثاني: التحليل الفني Technical Analysis

ويعتمد التحليل الفني على دراسة حركة الأسعار في الماضي، ليكون الأساس الذي يعتمد عليه للتنبؤ بالأسعار في المستقبل. واستناداً إلى نتائج التحليل، وما يسفر عنه من حيث اتجاه الأسعار في المستقبل، فإن المضارب يمكن أن يأخذ مركزاً طويلاً أو مركزاً قصيراً في سوق العقود.

استراتيجية المركز الطويل: Long Position Strategy

يميل المضاربون إلى أخذ مركز طويل على عقد لسلعة ما، عندما تشير التوقعات إلى حركة صعودية في أسعار العقود على تلك السلعة. ولتوضيح فكرة هذه الاستراتيجية، نستعرض المثال التالي: نفترض إن مضارباً يتوقع ارتفاعاً في أسعار الذرة خلال الفترة من شباط إلى آب، ومن ثم أبرم ثلاثة عقود، يبلغ العقد الواحد ٤٨٠٠ بوشل للشراء تسليم آب بسعر ٧ دولارات للبوشل الواحد، ويبلغ الهامش المبدئي ١٠ % أي ١٠.٠٨٠ دولارات على العقود الثلاثة (٤.٨٠٠ x ٣ x ٧ x ١٠ %)، وتبلغ عملة السمسرة ٤٠ دولاراً للعقد الواحد، وهي تغطي عقد الشراء والبيع الذي سيبرم لاحقاً لإقفال مركز المضارب.

وعلى الرغم من أن المضارب يتوقع ارتفاع الأسعار، إلا أنه قد أصدر أمر إيقاف الخسائر في حال انخفاض السعر إلى ٦.٨ دولارات، أي قيام السمسار بإقفال مركز المضارب، وذلك ببيع عقد مماثل في حال انخفاض السعر إلى ذلك المستوى.

ونفترض الآن أن توقعات المضارب قد تحققت، وارتفع سعر البوشل في شهر نيسان أي قبل تاريخ التسليم إلى ٧.٢٥ دولارات، وكون هذا السعر مرضياً، فقد قرر المضارب إقفال مركزه والحصول على الأرباح المتولدة، والذي يبلغ ٣.٤٨٠ دولارات، ويصبح معدل العائد على الاستثمار ٣٤.٥ % (٣.٤٨٠ ÷ ١٠.٠٨٠).

عائد المركز الطويل	
٧ x ٣ x ٤.٨٠٠	شراء ٣ عقود بسعر ٧

دولارات للبوشل	$100.800 =$
بيع ٣ عقود بسعر ٧.٢٥ دولارات للبوشل	$7.25 \times 3 \times 4.800$ $104.400 =$
مجمل الربح	$- 104.400$ $3.600 = 100.800$
عمولة السمسرة عن ٣ عقود	$120 = 3 \times 40$
صافي الربح	$= 120 - 3.600$ 3480

وعلى فرض عدم تحقق توقعات المضارب وانخفاض السعر إلى ٦.٨ دولارات، عندئذ سيقوم السمسار بتنفيذ أمر إيقاف الخسائر، ببيع العقود الثلاثة بمبلغ ٩٧.٩٢٠ دولاراً ($6.8 \times 3 \times 4800$)، وتكون الخسائر ٢.٨٨٠ دولار ($100.800 - 97.920$) يضاف إليها عمولة السمسرة والبالغة ١٢٠ دولاراً، لتصبح الخسائر الكلية ٣.٠٠٠ دولار، ويصبح معدل العائد على الاستثمار ٢٩.٧٦% ($3.000 \div 10.080$).

٣- استراتيجية المركز القصير: Short Position Strategy

يلجأ المستثمر إلى اتباع هذه الاستراتيجية، أي بيع عقد على سلعة ما، عندما يتوقع اتجاه أسعارها نحو الهبوط. وفي حال تحققت توقعاته، يمكنه إقفال مركزه بشراء عقد مماثل. وتعتمد هذه الاستراتيجية على خطوات استراتيجية المركز الطويل نفسها.

رابعاً: تأثير سوق العقود المستقبلية على السوق الحاضر:

تؤثر سوق العقود المستقبلية على استقرار الأسعار في السوق الحاضر، وتشكل نقطة خلاف. وفي هذا الصدد، يمكن التمييز بين وجهتي نظر:

الأولى: إن تعاملات المضاربين تساهم في تحقيق الاستقرار في أسعار السوق الحاضر، فعندما يعتقد المضاربون أن سعر العقود المستقبلية أقل مما يجب، يقومون بالشراء، مما يزيد من الطلب، ويرفع مستوى الأسعار إلى المستوى العادل.

بينما إذا ساد الاعتقاد بأن الأسعار أعلى مما يجب، فسوف يعمدون إلى بيع عقود مستقبلية، مما يزيد العرض وينخفض مستوى الأسعار إلى المستوى العادل.

ونظراً إلى أن أسعار العقود المستقبلية مؤشر لأسعار السوق الحاضر في تاريخ التسليم المحدد في العقود المستقبلية، فإن دور المضاربين في سوق العقود يساهم في الحد من درجة تشتت مستويات الأسعار عن السعر العادل، الأمر الذي يساهم في تحقيق الاستقرار في الأسعار.

الثانية: وتشير إلى عدم وجود ضوابط دقيقة لتصرفات المضاربين؛ حيث يمكن أن يستمروا في الشراء، حتى بعد أن ترتفع الأسعار إلى المستوى العادل، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع الأسعار إلى مستوى أعلى مما يجب. كما يمكن أن يستمر المضاربون في البيع، حتى بعد انخفاض الأسعار عما يجب أن تكون عليه. وفي حال حدوث ذلك، فإن مضاربة عكسية لإعادة الأوضاع تصبح ضرورية. ويستمر الموقف بهذا الشكل، محدثاً عدم استقرار دائم في الأسعار.

خامساً: نماذج العقود المستقبلية:

هناك صور عديدة للعقود المستقبلية منها:
العقود المستقبلية على أسعار الفائدة.
عقود مؤشرات السوق.
العقود المستقبلية على العملات.
اختيار العقود المستقبلية.
العقود المستقبلية المصنوعة.

العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:

بدأت فكرة العقود المستقبلية على أسعار الفائدة، مع بداية تقلب أسعار الفائدة على الأوراق المالية. وفي هذا الإطار، يمكن التمييز بين نوعين من تلك العقود:

النوع الأول: عقود مستقبلية قصيرة الأجل Sort – Term Future Contracts: ومن أمثلتها العقود على أذونات الخزانة، والعقود على شهادات الإيداع (الاستثمار).

النوع الثاني: عقود مستقبلية طويلة الأجل Long – Term Future Contracts: وتتمثل في الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة أو تكون مضمونة منها، كالعقود على سندات الخزانة.

وكما هو الحال بالنسبة إلى العقود المستقبلية على السلع الزراعية، فإنه يمكن استخدام العقود المستقبلية على أسعار الفائدة (الأوراق المالية ذات الدخل الثابت) كأداة للتغطية والمضاربة.

التغطية على عقود الأوراق المالية ذات الدخل الثابت:

يمكن أن تتم التغطية من خلال مركز قصير، أي بيع عقد مستقبلي لتغطية مركز طويل على استثمارات فعلية في أوراق مالية ذات دخل ثابت، بهدف تخفيض مخاطر تقلبات أسعار الفائدة. ومن الأمثلة عن المهتمين بتلك التغطية: تجار السندات الذين يحتفظون بمخزون منها، وبنك الاستثمار الذي يبيع عقوداً مستقبلية لتغطية أثر تقلبات أسعار الفائدة، على ما تبقى لديه من إصدار سندات لمنشأة معينة.

كما يمكن أن يلجأ مدير محفظة سندات إلى التغطية، وذلك لمواجهة انخفاض محتمل في أسعار نوع من السندات تشتمل عليه المحفظة.

وفي مجال تمويل الاستثمارات، يمكن أن تقوم منشأة بتوقع إصدار سندات لاستخدامها في التمويل، لتغطية مركزها ضد ارتفاع محتمل في أسعار الفائدة، قبل أن تنتهي من إصدار وتسويق تلك السندات.

كما يمكن أن تتضمن التغطية أخذ مركز طويل في سوق العقود، يتمثل في شراء عقد على سندات، وذلك بهدف تغطية مخاطر ارتفاع أسعارها في تاريخ مستقبل يخطط المستثمر لشراؤها فيه. ومن أبرز إشكال تلك التغطية، حال مدير محفظة يتوقع الحصول على موارد نقدية مستقبلاً يخطط لاستثمارها في سندات، في الوقت الذي يخشى فيه أن ترتفع قيمة تلك السندات عندما تتاح له تلك الموارد، وبالتالي انخفاض العائد المتولد عنها.

المضاربة على عقود معدلات الفوائد:

يقوم المستثمرون عادة بالمضاربة على عقود معدلات الفوائد، عندما يتوقعون ارتفاعاً أو انخفاضاً في معدلات الفوائد. ومن ثم يعمدون إلى بيع أو شراء عقود سندات، لتحقيق أرباح نتيجة ذلك التغير المحتمل.

ونظراً لأن المضاربة في العقود المستقبلية لا تتطلب سوى استثمار مبلغ صغير، يتمثل في قيمة الهامش المبدئي الذي يودع لدى السمسار، فإن العائد في حال تحقق التوقعات يكون معدله مرتفعاً، والخسائر في حال عدم تحقق التوقعات يكون معدلها مرتفعاً أيضاً. كل ذلك يعود إلى فكرة الرفع التي يقوم عليها التعامل في تلك العقود.

عقود مؤشرات السوق:

العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم، تتطوي على التزام بتسليم المشتري مبلغاً من النقود يساوي قيمة ثابتة (٥٠٠ لمعظم المؤشرات) يطلق عليها المضاعف Multiple مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم للتعامل على العقد (أي يوم التسليم) وسعر شراء العقد.

إلا أنه يندر أن يبقى المتعاملون على العقد حتى التاريخ المحدد للتسليم، فإذا سنحت فرصة للربح، أو شعر أحد الطرفين أن خسائره قد تتضاعف، فإنه عادةً ما يعتمد إلى إقفال مركزه بمعاملة عكسية، أي إبرام عقد بيع، إذا سبق له إبرام عقد شراء، أو إبرام عقد شراء، إذا كان قد سبق له إبرام عقد بيع.

وقد سعت البورصات إلى تنميط عقود المؤشرات، وذلك من نواح عديدة، فعلى سبيل المثال تحددت شهور التسليم بالشهور آذار، حزيران، أيلول، كانون الأول، كما استقر على أن قيمة المؤشر تساوي ٥٠٠، يستثنى من ذلك مؤشر ستاندر اند بور ١٠٠ وفيه قيمة المضاعف ٢٠٠، ومؤشر السوق الرئيسي ومضاعفه ٢٥٠.

كما أنه لا يوجد تسليم فعلي لأي عقد، فالتسوية هي تسوية نقدية من خلال بيت التسوية. ولكي يتأكد بيت التسوية من مقدرة البائع والمشتري على مواجهة التزامات التعاقد، فإنه يلزم كلا منهما بإيداع مبلغ لدى السمسار الذي يتعامل معه، يطلق عليه الهامش المبدئي، ويساوي عادة ١٠ % من قيمة العقد في حال التعاقد بهدف المضاربة، و ٥ % من قيمة العقد في حال التعاقد بهدف التغطية. ويقصد بقيمة العقد: السعر مضروباً في المضاعف.

ولتوضيح فكرة هذا النوع من العقود، نستعرض المثال التالي:
لنفترض أن مستثمراً ما كان قد اشترى عقداً على مؤشر ستاندر اند بور ٥٠٠ عند سعر ١٥٠ دولاراً، ثم ارتفع السعر إلى ١٧٠ دولاراً. وعند هذا السعر الذي وجد فيه المستثمر فرصة مواتية، قرر إقفال مركزه، ببيع عقد مماثل عند ذلك السعر، ويكون مقدار الربح المحقق ١٠.٠٠٠ دولار، وهو يمثل الفرق بين قيمة شراء العقد وقيمة بيعه $\{ (٥٠٠ \times ١٧٠) - (٥٠٠ \times ١٥٠) \} = ٨٥.٠٠٠ - ٧٥.٠٠٠$.

أما إذا باع المستثمر العقد عند سعر ١٥٠ دولاراً، ثم ارتفع إلى ١٧٠ دولاراً، عندئذ يكون قد تكبد خسائر قدرها ١٠.٠٠٠ دولار.

العقود المستقبلية على العملات:

من المعروف أن هناك أسعاراً لتبادل العملات، وإذا لم تكن تلك الأسعار متوازنة أو متوائمة، فإنها ستفتح المجال أمام المراجحين لتحقيق الأرباح، من دون التعرض إلى أي مخاطر. ويحدث ذلك مثلاً أثناء قيام المستثمر بتبادل الدولار الأمريكي مع الدولار الكندي، ثم مبادلة الدولار الكندي مع اليورو، ثم اليورو مع الجنيه الاسترليني، ثم الجنيه الاسترليني مع الدولار الأمريكي. ويمكن أن تكون حصيلة الدولارات أكبر من عدد الدولارات التي بدأت بها سلسلة التبادل. ويعود ذلك كله إلى خلل في معدلات أو أسعار التبادل بين تلك العملات.

والجدير بالذكر أنه إذا كانت عملية المراجعة تساهم في تحقيق أرباح للمراجحين، فإن ممارستها تساهم في إعادة التوازن بين الأسعار، وتنتهي فرصة تحقيق الأرباح؛ حيث إن زيادة الطلب على العملة ذات معدل التبادل المنخفض عما يجب، وزيادة عرض العملة ذات معدل التبادل الأعلى عما يجب، يؤدي إلى تحقيق المواءمة بين أسعار تبادل تلك العملات. كما أن تكلفة المعاملات والقيود المفروضة على تبادل العملات تحدّ من إمكانية استغلال فرص عدم التوائم بين أسعار التبادل التي يستفيد منها المراجحين.

وتتمثل السوق الحاضرة لتبادل العملات في البنوك التجارية ومكاتب السفر والمؤسسات التي تجري عمليات تبادل فوري بين العملات، أما السوق المستقبلية لتبادل العملات فتتمثل في البنوك وسماسرة متخصصين، تربطهم شبكة اتصالات قوية في جميع أنحاء العالم.

يتحدد سعر التبادل عادة بالتفاوض بين العميل والبنك أو السمسار، ويطلق على تلك الأسواق بأسواق التبادل الآجل Market for Forward Exchange نظراً لأنه لا تجري تسوية سعرية يومية، وكون العقود غير نمطية، ولا يوجد سوق ثانوي منظم لها.

يوجد في الولايات المتحدة سوق واحد يتعامل في عقود مستقبلية نمطية، هو السوق النقدي العالمي التابع لبورصة شيكاغو التجارية، نظراً إلى أن كل شروط العقد نمطية، باستثناء سعر التبادل الذي يخضع للتفاوض بين الطرفين. كما يتم إجراء تسوية سعرية يومية، تسمح للمتعاملين بتغطية مراكزهم، من خلال الصفقات العكسية، في الوقت الذي يندر فيه أن ينطوي التعاقد على تسليم وتسلم للعملات المتعاقد عليها.

ولتوضيح فكرة هذا النوع من العقود، نستعرض المثال التالي:

نفترض أننا الآن في شهر شباط، وأن أحد المستوردين الأمريكيين عليه دفع مبلغ ٢ مليون جنيه استرليني إلى أحد المصدرين البريطانيين في شهر حزيران، فإذا كان سعر التبادل في السوق الحاضر ١.٦ دولار لكل جنيه استرليني، فإن تكلفة تلك الجنيهات بالدولار ستبلغ ٣.٢ مليون دولار (٢ مليون جنيه $\times$ ١.٦).

وبدلاً من أن يقوم المستورد بشراء العملات قبل الحاجة إليها، أو أن ينتظر حتى شهر حزيران ليقوم بشراء العملات وما يترتب عليه من مخاطر ارتفاع أسعار التبادل، فإن المستورد قد يفضل شراء عقد مستقبلي تسليم حزيران، بسعر تسويه قدره ١.٦٠٢ دولار، وبالتالي فإن تكلفة شراء الجنيهات المطلوبة ستبلغ ٣.٢٠٤ مليون دولار (٢ مليون جنيه $\times$ ١.٦٠٢). ومن خلال مقارنة تكلفة العقد المستقبلي (٣.٢٠٤ مليون دولار) بتكلفة الشراء من السوق الحاضر (٣.٢ مليون دولار)، يتضح أن المستورد قد اشتري مخاطر ارتفاع أسعار التبادل لمبلغ يزيد عن ٣ مليون دولار، بتكلفة ضئيلة قدرها ٤.٠٠٠ دولار (٣.٢٠٤ - ٣.٢).

كما أن التعامل في سوق العقود المستقبلية للعمليات لا يقتصر على هدف التغطية، بل قد يكون التعامل أيضاً بهدف المضاربة.

اختيار العقود المستقبلية: Futures Option

يمثل اختيار عقد مستقبلي، بتاريخ تنفيذ مماثل لتاريخ التسليم المنصوص عليه في العقد المستقبلي. وكما هو الحال في اختيار الأسهم، يحق لمشتري الاختيار عدم تنفيذ العقد المستقبلي في مقابل المكافأة التي يدفعها المحرر. ويتضمن اختيار العقود المستقبلية، اختيار الشراء واختيار البيع.

٤-١- اختيار الشراء على العقود المستقبلية:

في حال تنفيذ الاختيار، فإن محرره يصبح ملزماً بتسليم عقد الشراء إلى مشتري الاختيار. ولتوضيح الفكرة، نستعرض المثال التالي:

نفترض أن مستثمراً اشترى اختيار شراء على عقد مستقبلي على الذرة تسليم أيار بسعر تنفيذ ٢ دولار، ويتضمن العقد الواحد ٤٥٠٠ بوشل، وبالتالي فإن القيمة الكلية للعقد تصبح ٩٠٠٠ دولار (٤٥٠٠ × ٢)، ويحق للمشتري الاختيار عقد الصفقة، أو صرف النظر عنها مقابل مكافأة يحصل عليها المحرر، وتسمى سعر تسوية اختيار الشراء، وتبلغ ٢١.٥ % للبوشل الواحد. هذا يعني إن قيمة المكافأة للعقد كله تبلغ ٩٦٧.٥ دولاراً (٤٥٠٠ × ٢١.٥ %).

وفي حال قرر مشتري الاختيار تنفيذه، فإنه يجب على محرر الاختيار تسليم عقد مستقبلي (وليس الذرة ذاتها) إلى مشتري الاختيار، مع الأخذ بالاعتبار أن التسليم يتم بعد تسوية سعرية بين محرر الاختيار بوصفه بائع العقد المستقبلي، وبين مشتري الاختيار، أي أن العقد يحمل السعر الجاري في السوق، وليس سعر التنفيذ.

ولتوضيح الفكرة، نفترض أن المشتري طلب التنفيذ في شهر آذار، عندما كان سعر العقد المستقبلي على الذرة ٢.٥ دولار للبوشل، وهنا يجب على المحرر تسليم مشتري الاختيار عقد مستقبلي لشراء الذرة تسليم أيار بسعر ٢.٥ دولار، على الرغم من إن سعر التنفيذ ٢ دولار، وبالتالي يجب على محرر الاختيار أن يدفع لمشتري الاختيار مبلغاً وقدره ٢٢٥٠ دولار (٢.٥ - ٢) × ٤٥٠٠. ويمثل هذا المبلغ ربحاً للمشتري وخسارة للمحرر. ونظراً إلى أن مشتري الاختيار دفع للمحرر مكافأة قدرها ٩٦٧.٥ دولاراً، فإن ربح المشتري وخسارة المحرر تنخفض إلى ١٢٨٢.٥ دولار (٩٦٧.٥ - ٢٢٥٠).

٤-٢- اختيار البيع على العقود المستقبلية:

في هذه الحالة، فإن المحرر سيلتزم باستلام العقد محل الاختيار، بسعر التنفيذ. ولتوضيح الفكرة، نستعرض المثال التالي:

نفترض وجود اختيار بيع بتاريخ وسعر تنفيذ حزيران ٢.٦ دولار، وتبلغ قيمة المكافأة للبوشل ١٦ % أي ٠.١٦ دولار، وقيمة مكافأة للعقد ٧٢٠ دولاراً (٤٥٠٠ × ٠.١٦). فإذا قام مشتري الاختيار بتنفيذه في شهر نيسان، عندما كان سعر العقد في السوق ٢.٤ دولار، فإن محرر الاختيار عليه استلام العقد على الذرة بسعر التنفيذ ٢.٦ دولار، على الرغم من أن العقد يباع في السوق بسعر ٢.٤ دولار. وفي ظل التسوية السعرية اليومية، يجب على المحرر أن يدفع لمشتري اختيار البيع مبلغاً وقدره ٩٠٠ دولار { ٤٥٠٠ بوشل (٢.٦ - ٢.٤) }. وهي تمثل خسائر للمحرر وربحاً للمشتري.

ونظراً إلى أن المحرر قد سبق له الحصول على المكافأة من المشتري قدرها ٧٢٠ دولار، فإن خسائر المحرر ستكون ١٨٠ دولاراً (٩٠٠ - ٧٢٠)، وهي تمثل في الوقت نفسه ربحاً صافياً للمشتري.

الجدير ذكره أنه في الواقع العملي لاختيار البيع والشراء على العقود المستقبلية، لا يحدث تسليم وتسلم عقود، بل تتم فقط التسوية النقدية.

٥- العقود المستقبلية المصنوعة:

الاختيار المصنوع Synthetic Option يمكن أن ينشئه المستثمر بنفسه، كما يمكنه أيضاً بناء عقود مستقبلية صناعية من خلال قيام المستثمر بشراء اختيار شراء وبيع اختيار بيع أوروبي على السهم نفسه، وبنفس تاريخ وسعر التنفيذ. وتؤدي هذه الاستراتيجية إلى زيادة في قيمة التوليفة في تاريخ التنفيذ، مساوية لكل زيادة تحدث في القيمة السوقية للسهم، مع تجاهل قيمة المكافأة.

ومن مزايا العقد الصناعي أنه يملأ فراغاً في سوق العقود المستقبلية، إذ لا توجد عقود مستقبلية على أسهم فردية. ومن عيوب العقد المصنوع، أنه يتطلب اختياراً أوروبياً، نظراً إلى أن الاختيار الأمريكي لا يصلح لتنفيذ تلك الاستراتيجية، بالإضافة إلى أن العقد الصناعي، لا ينطوي على تسوية يومية.