

أ. ثبات واستمرارية العائد

ب - الأمان في استرداد المبلغ المستثمر.

ولكن مقابل هاتين الميزتين فإن هناك مخاطر يتعرض لها حملة السندات نلخصها كما يلي :

أ. مخاطر تقلب أسعار الفائدة

وهي التي تتعلق بهبوط أسعار السندات عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية خصوصا في فترات التضخم. والأكثر تعرضا لمخاطر أسعار الفائدة هم حملة السندات طويلة الأجل .

ب . مخاطر السيولة

تفتقد السندات لخاصية السيولة إذا كان حجم الإصدار ضئيلا أو إذا كانت درجة ملاءة الإصدار متدنية حيث يتعرض المستثمر إلى مخاطر الإفلاس وعدم السداد .

ج . مخاطر الاستثمار

ونعني بها قابلية المستثمر إعادة الاستثمار للقيمة الاسمية والفائدة على السند بعوائد مجزية والأكثر تعرضا لهذه المخاطر هم حملة السندان قصيرة الأجل ذات معدلات فائدة مرتفعة ، حيث لن يستطيعوا الحصول على نفس العائد في حالة انخفاض معدلات الفائدة.

د . مخاطر استدعاء السندات

يتعرض المستثمر للخسارة في حالة اقتناءه لسند يفوق سعر استدعائه من قبل المقترض وتأخذ هذه المخاطر أهمية أكثر عندما تكون الفائدة على السند أعلى من الفوائد السائدة في السوق.

03 . تكلفة التمويل بالسندات

تتحمل الشركة عندما تصدر سندات مجموعة من المصارف نلخصها كما يلي :

- المصاريف التي تتكبدها لإجراء الدراسات اللازمة وتلك التي تنفقها لأغراض الحصول على موافقة الهيئة العامة ونفقات الطباعة والإعلان عن الإصدار.
- الرسوم المرتبطة برهن الصول وخاصة إذا ارتبطت عملية الإصدار بشرط رهن بعض ممتلكات الشركة والعمولة التي تدفعها الشركة لقاء قيام الجهات المكلفة بإصدار السندات والتي هي غالبا عمولات تتقاضاها الشركات المالية وفروعها .
- مصاريف أخرى تتمثل بالفرق بين القيمة الاسمية للسندات والمبالغ المحصلة من هذه السندات مقسومة على عمر السند.
- إضافة إلى ما سبق تتحمل الشركة المصدرة للسند فائدة السند.

المبحث الثاني المشتقات المالية

المشتقات المالية: هي أصول أو قيم يتم تداولها في البورصة ، وتشتق قيمتها من قيمة الأصول المتداولة في الأسواق الحاضرة - الأسهم والسندات . فهذه الأخيرة وما يتداول بها من أصول مالية تعد مطلب أساسي لوجود هذه المشتقات، وتتمثل عقودها أساسا في : عقود الخيارات العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود المبادلة ، والتي نوضحها تفصيلا من خلال العناصر التالية :

المطلب الأول: حقوق الاختيار Options:

نوضح ذلك من خلال التالي:

أولا . مفهوم حقوق الاختيار

تعتبر حقوق الاختيار واحدة من الأدوات الاستثمارية الهامة التي يستخدمها المستثمرون لحماية استثماراتهم من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية. كما أنها تمثل أحد السبل التي يلجأ إليها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح ، وهناك نوعان من حقوق الاختيار:

01 . الاختيار الأوروبي : و يمثل عقداً يعطي بموجبه لمشتري الاختيار Buyer الحق في بيع أو شراء عدد من الأصول المالية من بائع الاختيار (المحرر) Writer وذلك لقاء سعر متفق عليه مسبقاً على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاؤ الحق والمتفق عليه بين الطرفين.

02 . الاختيار الأمريكي: ويختلف حق الاختيار الأمريكي من جهة أن تنفيذه يمكن أن يتم في أي وقت خلال الفترة الممتدة بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهائه ضمناً.

وحق الاختيار يتعامل مع سعرين وهما:

01 . سعر التنفيذ Exercice Price والذي هو عبارة عن السعر المتعاقد على تنفيذ حق الاختيار على أساسه.

02 . سعر السوق Market Price وهو السعر الذي يباع به الأصل المالي المعتبر لحظة تنفيذ الاتفاق. ويترك تحديده لقوى العرض والطلب. وتنقسم حقوق الاختيار إلى الأنواع التالية:

. حقوق الشراء

يتضمن حق الشراء عقدًا يعطي للمشتري الحق في شراء عدد من الأسهم أو السندات أو مقدار معين من الأصول المادية أو العملات..الخ من محرر الاختيار. وذلك بسعر متفق عليه مقدما غالبًا ما يكون السعر الجاري في تاريخ إبرام العقد أو سعر قريب منه دون أن يكون المشتري ملزمًا بتنفيذ الاتفاق وذلك مقابل دفع مبلغ معين يسمى العلاوة (أيضا يسمى سعر حق الاختيار OPTION PRICE) أو المكافأة وهو: عبارة عن تعويض يحصل عليه محرر العقد لإتاحته فرصة الاختيار أمام المشتري ولتوضيح ذلك، نأخذ المثال التالي:

مثال :

يرغب أحد المستثمرين بشراء عدد من الأسهم في تاريخ لاحق. إلا أن توقعاته تشير إلى احتمال ارتفاع سعر السهم في ذلك التاريخ مقارنة بالسعر الجاري وليكن \$100 لكل سهم. ولكي يتجنب هذا المستثمر المخاطر التي قد تنجم عن ارتفاع القيمة السوقية للسهم في تاريخ الشراء فإنه يلجأ إلى التعاقد من طرف لديه الاستعداد لبيع الأسهم المطلوبة خلال نفس الفترة المتفق عليها وبالسعر الجاري وهو 100 دولار/سهم وذلك لقاء علاوة يدفعها المشتري إلى المحرر وقدرها 5 دولارات عن كل سهم. وبحلول فترة الممارسة أو التنفيذ يواجه المستثمر حالات ثلاث:

01 - حالة تنفيذ ربح

وهي الحالة التي يرتفع سعر السهم في السوق عن سعر التنفيذ أي $PM > PEX$

حيث:- PM سعر السهم في السوق.

PEX - سعر السهم المتفق عليه.

وبفرض أن السعر السوقي للسهم قد ارتفع إلى 110 دولار عندئذ نقول أن العقد قابل للتنفيذ ويعود تنفيذه على المشتري بربح صافي قدره:

$$NP = PM - PEX - PR$$

$$NP = 110 - 100 - 5 = 5\$$$

ومن جهة المحرر فإنه سيتكبد في هذه الحالة خسائر قدرها:

$$NL = PR - PEX - PM$$

$$NL = 5 + 100 - 110 = 5\$$$

أي أن خسائر المحرر تذهب أرباحًا للمشتري.

02 - حالة تنفيذ متعادل:

وتحدث عندما يتعادل سعر السهم في السوق مع سعر التنفيذ أي:

$$PM = PEX$$

هنا لا يحقق مشتري الاختيار أي ربح وتمثل العلاوة تكلفة الاحتفاظ بالحق أما بالنسبة للبائع فإن ربحه يتمثل في مقدار العلاوة التي حصل عليها لقاء إصدار هذا الحق.

03 - حالة تنفيذ خاسر:

وفهما ينخفض السعر السوقي للسهم محل الاختيار عن سعر التنفيذ:

$$PM < PEX$$

وهنا لا يطلب مشتري حق الشراء تنفيذ الاتفاق، حيث يفضل عندها شراء الأسهم من السوق بالسعر السائد، وبالتالي تنحصر خسائره بمقدار العلاوة التي قدمها لمحرر حق اختيار الشراء، كما أن هذه العلاوة تمثل الأرباح التي يحققها هذا المحرر. إذا يلاحظ من الحالات السابقة أن اختيار الشراء يعطي حماية للمستثمر ذلك أنه يسمح له بالحصول على أرباح غير محدودة (مرتبطة بارتفاع السعر السوقي للسهم) ويحصر خسائره بمقدار العلاوة التي دفعها لمحرر هذا الحق، كما أنه يمكن أن نقول أن هناك فرقًا بين المحرر الذي يمتلك الأسهم التي يتعاقد على بيعها لمشتري حق اختيار الشراء ويسمى المحرر المغطى وبين المحرر الذي لا يملكها

ويسمى المحرر غير المغطى وهو بذلك يضطر إلى شراء الأسهم عند حلول لحظة التنفيذ بسعر السوق وبيعها إلى المشتري بسعر التعاقد الذي يقل عنه وبذلك تكون خسائر هذا المحرر المغطى فتتوقف على القيمة التي سبق له شراء الأسهم عندها فلو كان سبق له أن اشترى السهم بقيمة تقل عن القيمة المتفق عليها فسيحقق أرباحاً مؤكدة. على الرغم من أنه سيخسر في هذه الحالة جزءاً من أرباح كان سيحققها فيما لو لم يبرم هذا العقد.

. حق اختيار البيع

وهو عقد يعطى للمشتري الحق في بيع مقدار محدد من الوحدات التي يقاس بها حجم الأصل المتعاقد عليه إلى محرر الاختيار بسعر متفق عليه مقدماً دون أن يكون المشتري ملزماً بذلك. وهذا مقابل علاوة محددة القيمة تدفع على محرر الاختيار ويتيح اختيار البيع الفرصة للمستثمر لحماية نفسه من المخاطر التي قد تنتج عن احتمال انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها.

مثال:

نفترض أن أحد المستثمرين اشترى عددًا من الأسهم وبسعر 100 دولار للسهم الواحد ويتوقع أنه قد يضطر إلى بيع هذه الأسهم بقيمة أقل من سعر الشراء في موعد زمني لاحق ولكي يتجنب هذا المستثمر تلك المخاطر فإنه يقوم بعملية تحوط بحيث يلجأ إلى التعاقد من طرف آخر مستعد لشراء الأسهم منه في الفترة المحددة أو التاريخ المحدد وذلك بالسعر السائد في السوق حين إبرام العقد والذي ليس من الضروري أن يكون مساويا للسعر الذي قام به المستثمر بشراء الأسهم (وهو 100 دولار/سهم) وطبعاً أن يدفع هذا المستثمر للطرف الآخر علاوة قدرها مثلاً 5 دولار/سهم لقاء منحه الحق في اختيار عدم تنفيذ الصفقة إذا ما أراد ذلك وهنا أيضاً يواجه المستثمر حالات ثلاث مختلفة:

01- حالة تنفيذ ربح

تحدث هذه الحالة عندما ينخفض السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ أي:

$$PM < PEX$$

ولنفرض بأن سعر السهم في السوق انخفض إلى 90 دولار/سهم ضمن الفترة المنصوص على تنفيذ الاختيار فيها (وذلك بالنسبة للاختيار الأمريكي) أو في التاريخ المنصوص على تنفيذ الاختيار البيع فيه (وذلك بالنسبة للاختيار الأوروبي) حينئذ يكون: $90 < 100$ ويصبح العقد قابلاً للتنفيذ ويعود تنفيذه على المشتري بربح صاف قدره \$5 للسهم الواحد:

$$NP = PEX - PM - PR = 100 - 90 - 5 = 5\$$$

هذا الربح يمكن تسميته ربح عدم الخسارة لأنه لا يعبر تماماً عن ربح (بمعناه المتعارف عليه) وفي هذه الحالة يلزم محرر الاختيار بشراء السهم بقيمة 100 دولار مع أن سعره في السوق هو أقل من ذلك (90 دولار) ويتكبد خسائر مساوية للأرباح التي حصدها مشتري الاختيار البيع.

02- حالة تنفيذ متعادل

وفي هذه الحالة يكون السعر السوقي للسهم مساوياً لسعر التنفيذ أي:

$$PM = PEX$$

وهنا لا يحقق مشتري اختيار البيع أي أرباح أو خسائر كما هو الحال محرر اختيار البيع أيضاً سوى أن العلاوة التي دفعها المشتري تمثل تكلفة الاحتفاظ بالعقد، أما بالنسبة للبائع فإن العلاوة تمثل ربحاً على إصدار العقد.

03- حالة تنفيذ خاسر:

وفي هذه الحالة يحجم مشتري حق البيع عن تنفيذه نظراً لارتفاع سعر السهم في السوق عن سعر التنفيذ. أي:

$$PM > PEX$$

لذلك فإن المستثمر هنا سيختار عدم التنفيذ وسيكتفي بخسارة قيمة العلاوة التي دفعها لبائع حق البيع فلو حدث أن ارتفع سعر السوق إلى مستوى 106 دولار/سهم فإن المستثمر سيعمد إلى إهمال اختيار البيع بسعر 100 دولار.

وهكذا وبعد أن حددنا آلية التعامل مع كل من هذين النوعين من أنواع حقوق الاختيار فإنه يجدر بنا أن نميز بينهما باختصار وذلك من خلال تحديد المزايا التي يتيحها كل نوع للمستثمر.

01- بالنسبة لحق اختيار الشراء:

يتيح حق اختيار الشراء للمستثمر حماية نفسه من التعرض لارتفاع كبير في أسعار الأوراق المالية التي ينوي شراءها في المستقبل وذلك لقاء مقدار بسيط من الأموال التي يتكبدتها في سبيل حيازة هذا الحق بحيث تنحصر خسائره بهذا المقدار الذي يسمى بالعلوة في حين تكون أرباحه غير محدودة ومتناسبة طرديًا مع ارتفاع سعر الأصل المالي أو المادي.

02- بالنسبة لحق اختيار البيع:

فهو يساعد المستثمر في حماية نفسه من التعرض لهبوط كبير في أسعار الأوراق المالية التي ينوي بيعها في المستقبل وذلك لقاء علوة تمثل الحد الأعلى للخسائر التي يمكن أن يتكبدتها من جراء حيازة هذا الحق في حين تكون أرباحه غير محدودة ومتناسبة طرديًا مع انخفاض سعر الأصل المالي أو المادي .

ويجب أن نؤكد على عقد الاختيار لا يعني بالضرورة القيام بتسليم وتسلم الأصول أو الأوراق المالية محل التعاقد. إذ أن الأطراف تكتفي بتسوية مراكزها تسوية نقدية، أي تبادل ما يترتب على كل طرف تبادلًا نقديًا ليس إلا.

ثانياً : إصدار وشراء حقوق الاختيار:

هناك أربعة مراكز يمكن للمستثمر أن يختار فيما بينهما في معرض موازنته بين عنصري العائد والمخاطرة الذين سيترتبان على استثماراته في حقوق الاختيار ويأتي اثنان من هذه المراكز تحت بند الشراء وهما:

شراء حق اختيار شراء

شراء حق اختيار بيع

وفيما يأتي الاثنان الباقيان تحت بند الإصدار وهما:

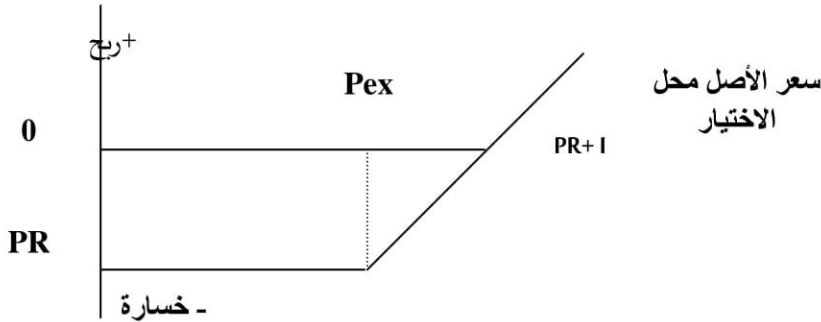
إصدار حق اختيار شراء

إصدار حق اختيار بيع

وفيما يلي شرح لهذه المراكز الأربعة ولغاية التبسيط نفترض بأن المستثمر يحافظ على مركز الاختيار الذي اختار أن يسير عليه إلى موعد حلول أجل حق الاختيار بحيث لا يمارس حقه باكرًا، وكذلك ولنفس الغاية نهمل تكاليف الصفقات. . شراء حق اختيار شراء:

ويسمى أيضًا (مركز اختيار شراء طويل الأجل) حيث يلجأ إليه المستثمر إذا كانت لديه توقعات تشير إلى أن القيمة للأصل المعتبر سوف ترتفع قبل موعد انقضاء أجل حق الاختيار على هذا الأصل وفي هذه الحالة فإن أقصى ما يمكن أن يخسره هذا المستثمر هو مقدار العلوة (سعر الاختيار) المدفوع للطرف الآخر في حين أن أقصى ما يمكن أن يربحه هو مقدار لا نهائي (يتناسب طرديًا مع ارتفاع القيمة السوقية للأصل المعتبر).

والشكل التالي يختصر هذه النظرة التفاؤلية .



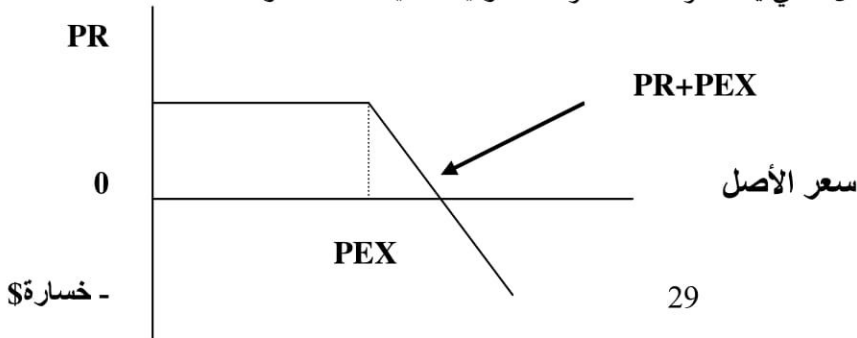
حيث: PR مقدار العلوة المدفوعة.

PEX: سعر التنفيذ (التعاقد).

PR+PEX: نقطة التعادل .

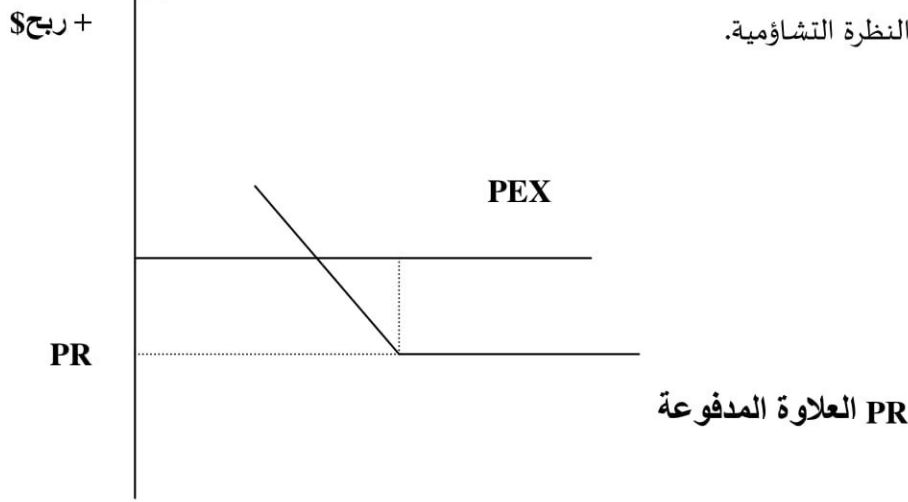
إصدار حق اختيار شراء:

ويسمى أيضًا (مركز اختيار شراء قصير الأجل) ويلجأ المستثمر إلى اتخاذ مثل هذا المركز إذا أشارت التوقعات إلى احتمال انخفاض القيمة السوقية للأصل المعتبر قبل موعد انقضاء أجل حق الاختيار على هذا الأصل. وفي الحالة هذه فإن أقصى ما يمكن أن يحققه مصدر حق اختيار الشراء هو مقدار العلوة التي دفعت له لقاء التزامه بعقد الاختيار فيما تكون خسائره غير محدودة (متناسبة طرديًا مع الانخفاض في القيمة السوقية للأصل المعتبر). والشكل التالي يختصر هذه النظرة التشاؤمية ، حيث PR العلوة المتحصلة.



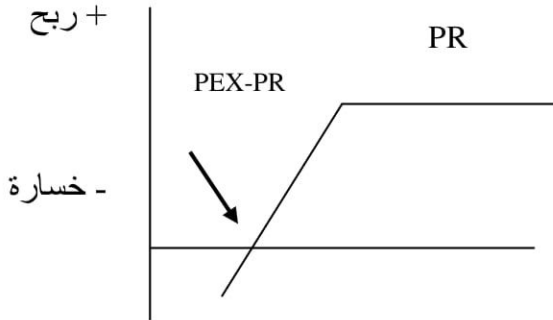
. شراء حق اختيار بيع :

ويطلق عليه أيضا (مركز اختيار بيع طويل الأجل) حيث يلجأ إليه المستثمر إذا توافرت لديه مؤشرات كافية عن احتمال هبوط القيمة السوقية للأصل وبالتالي فإن أقصى ما يمكن أن يخسره هذا المستثمر هو قيمة العلاوة المدفوعة للطرف الآخر من العقد فيما يحقق قدرًا غير نهائي من الأرباح ويشترط لذلك انخفاض القيمة السوقية للأصل المعتبر حيث تتناسب الأرباح المحققة طردًا مع هذا الانخفاض والشكل التالي يختصر هذه النظرة التفاضلية.



. إصدار حق اختيار بيع :

ويسمى أيضًا (مركز اختيار بيع قصير الأجل) حيث يختار المستثمر اتخاذ هذا المركز عندما تتوفر لديه المعلومات اللازمة عن ارتفاع القيمة السوقية للأصل المعتبر في موعد سابق لتاريخ انقضاء أجل حق الاختيار على هذا الأصل ومن هنا فإن أعظم ما يمكن أن يحققه بائع حق اختيار البيع (المستثمر) هو قيمة العلاوة المتحصلة لقاء قبول الالتزام بتنفيذ العقد أمام المشتري في حين تكون خسائره غير محدودة بحيث يتوقف ذلك على الانخفاض الذي يصيب القيمة السوقية للأصل المعتبر والشكل التالي يوضح هذه النظرة التفاضلية .



PR العلاوة المتحصلة.

ثالثا : القيمة الذاتية والزمنية لحقوق الاختيار :

إن سعر تنفيذ Pex هو السعر الذي يأخذه الأصل وينفذ على أساسه حق الاختيار، وهو يختلف عن سعر السوق PM الذي يقصد به السعر الذي يباع فيه هذا الأصل لحظة تنفيذ الاتفاق.

أما حق الاختيار نفسه فإن له قيم مختلفة حسب الاعتبار الذي نتعامل به فالمكافأة (سعر الاختيار) PR هي عبارة عن التعويض أو السعر الذي يدفعه مشتري الحق إلى مصدره (محرره) في مقابل التزام المصدر بالتجاوب مع رغبة المشتري حين يشاء ويطلق أيضًا على هذه العلاوة اسم القيمة السوقية للاختيار وللاختيار أيضًا قيمته الذاتية (أو ما يسمى بالقيمة الحقيقية) وهي القيمة التي يأخذها حق الاختيار فيما لو تم تنفيذه في الحال (أي تنفيذه دون انتظار مرور وقت على إصداره) وتمثل هذه القيمة في الفرق بين السعر الجاري للأصل في السوق وسعر التنفيذ أي:

القيمة الذاتية لحق الشراء = السعر السوقي للأصل - سعر التنفيذ الوارد في العقد.

القيمة الذاتية لحق البيع = سعر التنفيذ الوارد في العقد - السعر السوقي للأصل.

هذا وتسمى هذه القيمة بالحد الأدنى لقيمة الاختيار وذلك لأن سعر الاختيار في السوق لا يمكن أن يقل عن القيمة الذاتية مطلقًا.

وهناك أيضا ما يعرف بالقيمة الزمنية لحق الاختيار وهي عبارة عن الفرق بين القيمة السوقية للاختيار وقيمته الذاتية:

القيمة الزمنية = القيمة السوقية للاختيار - القيمة الذاتية للاختيار.

ومعروف أن هذه القيمة تتناسب عكسًا مع مرور الوقت والاقتراب من تاريخ انتهاء صلاحية الاختيار.

: مثال :

يشتري أحد المستثمرين حق اختيار شراء سعر التنفيذ فيه 100 دولار وتاريخ هذا التنفيذ يحل بعد شهرين من الآن وقد قام هذا المستثمر بدفع علاوة قدرها 6 دولارات على السهم الواحد مقابل حصوله على حق الشراء من مصدره، لنفرض الآن بأن القيمة السوقية للسهم قد ارتفعت إلى 110 دولار. عندئذ تصبح القيمة الذاتية لحق الشراء هذا:

$$\text{القيمة الذاتية} = 110 - 100 = 10 \text{ دولار (عن كل سهم)}$$

وهنا تكون الأرباح التي يحصل عليها هذا المستثمر عن كل سهم كما يلي:

$$\text{الربح} = \text{القيمة الذاتية لحق الاختيار} - \text{سعر حق الاختيار (المكافأة)}.$$

$$= 10 - 6 = 4 \text{ دولار/سهم.}$$

وعلى فرض أن هذا المستثمر وقع عقد (العقد الواحد يتضمن 100 سهم) شراء واحد مع المصدر فإن ربحه عن العقد يصبح \$400. ولحساب القيمة الزمنية لحق الاختيار يجب الحصول على القيمة السوقية للاختيار التي يتم الإعلان عنها في العادة في الصحف المالية المتخصصة، فبفرض أنها كانت 13 دولار فعندها:

$$\text{القيمة الزمنية} = 13 - 10 = 3 \text{ دولار.}$$

في حال انخفضت القيمة السوقية إلى ما دون القيمة الذاتية للاختيار فإن القيمة الزمنية له تكون معدومة أي لو أن القيمة السوقية كانت 9 دولار عندئذ نقول:

$$\text{القيمة الزمنية} = 9 - 10 = -1 \text{.. إذ لا معنى من كتابة رقم سالب في هذه الحالة.}$$

أما لو حدث وأن انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى 90 دولار في تاريخ التنفيذ فإن القيمة الذاتية = 90 - 100 = 0 (أيضاً لا معنى من إعطاء القيمة الذاتية رقمًا سالبًا ونكتفي بالقول أنها معدومة وحسب) وهنا تكون الأرباح المحققة عن كل سهم أرباحاً سالبة (أي خسائر) حيث:

الربح = 0 - 6 = -6 دولار يتكبدها حامل الاختيار حيث أنه سيختار عدم التنفيذ مما يجعل قيمة الاختيار معدومة وتكون الخسائر التي تكبدها محصورة في قيمة العلاوة فقط.

إن تساوي القيمة السوقية للاختيار مع القيمة الذاتية له في تاريخ التنفيذ، يعني انعدام القيمة الزمنية له.

رابعاً: تسعير حقوق الاختيار.

قلنا سابقاً أن سعر الاختيار هو العلاوة التي يقدمها مشتري الاختيار إلى مصدره لقاء التزام الأخير بالتجاوب مع رغبة المشتري الذي يتمتع بحق اختيار التنفيذ أو عدم التنفيذ، وهذا السعر يتغير وفقاً لمعلومات السوق والعناصر الأخرى الخارجية التي تؤثر على حركة العرض والطلب. هذا ويختلف تسعير حق الاختيار عن تسعير غيره من الاستثمارات الأخرى حيث يعطي سعر الاختيار بالمعادلة التالية:

$$\text{سعر الاختيار (العلاوة PR)} = \text{القيمة الذاتية} + \text{القيمة الزمنية}$$

$$PR = IV + TV$$

وهاتان القيمتان المكونتان لسعر الاختيار تتأثران بالعديد من العناصر مثل:

- الوقت المتبقي لانتهاء صلاحية حق الاختيار.

- تقلب السعر السوقي للأصول المعتمد.

- معدلات توزيعات الأرباح على هذا الأصل.

- معدلات الفائدة.

- مدى حساسية سعر الاختيار للتغيرات في سعر الأصل (ويعبّر عنها معامل دلتا DELTA وجاما GAMMA).

- مدى الفرق بين سعر التعاقد PEX والسعر السوقي للأصل المعتمد PM.

هذا وتعتبر القيمة ذاتية عن العناصر الموضوعية التي تملك التأثير الأكبر على تحديد سعر الاختيار بحيث، وكما قلنا سابقاً، لا يمكن أن ينخفض سعر الاختيار إلى ما دون هذه القيمة، وبكلمة أخرى هي الحد الأدنى لسعر الاختيار في حين تشمل القيمة الزمنية كل تلك العناصر الخارجة عن نطاق القيمة الذاتية وبالتالي فهي تتألف من كل تلك العناصر الذاتية التي تسهم في تحديد هذا السعر.

وتحسب القيمة الذاتية لحق الاختيار من خلال إيجاد الفرق بين القيمة السوقية للأصل وسعر التنفيذ المتعاقد عليه. هذه المقارنة تتيح للمستثمر معرفة الوضعية التي يتمتع بها حق الاختيار (وضعية تنفيذ رابح، وضعية تنفيذ متعادل، وضعية تنفيذ خاسر، حيث

يكون حق الاختيار في وضعية التنفيذ الربح إذا كانت قيمته الذاتية أكبر من الصفر ويكون في وضعية تنفيذ خاسر إذا لم يكن يتمتع بقيمة ذاتية.

ففي حالة حق اختيار الشراء ، يكون لهذا الحق قيمة ذاتية عندما يتجاوز السعر السوقي للأصل المعتبر سعر التنفيذ وبالتالي يتمتع بوضعية تنفيذ ربح .

إن الجزء الذي لا يمكن للقيمة الذاتية أن تفسره من إجمالي قيمة سعر الاختيار يعزى إلى القيمة الزمنية.
مثال:

نفرض أن مستثمرًا اشترى الحق التالي:

BUY 1 DIS JULY 30 @\$5

عندما كان سهم شركة ديزني عند سعر تداول قدره 33 دولارًا.

وبما أن لحامل حق الاختيار هذا كامل الحق بشراء مئة سهم من أسهم شركة ديزني عند سعر تنفيذ قدره 30 دولارًا للسهم من محرر هذا الحق، فإن القيمة الذاتية لحق اختيار الشراء هنا هي 3 دولارات للسهم (300 دولار لكامل العقد) وبالتالي فهو ربح بمقدار 3 دولارات. وبما أن سعر الاختيار هنا كان 5 دولارات، هذا يعني أن القيمة الذاتية لحق الاختيار هنا فسرت نسبة قدرها 60 % من السعر ويبقى للقيمة الزمنية أن تفسر النسبة الباقية (40%).

وتنعدم القيمة الذاتية لحق اختيار الشراء عندما يتجاوز سعر التنفيذ المتعاقد عليه السعر السوقي للأصل المعتبر وبالتالي يكون هذا الحق خاسرًا.

مثال:

لنفرض أن مستثمرًا اشترى الحق التالي:

BUY 1 DIS JULY 30 @\$2

عندما كان سهم شركة ديزني يتداول بسعر قدره 27 دولارًا.

هل سيقدم هذا المستثمر على تنفيذه حقاً ؟ الجواب: لا. لأن بإمكانه أن يلجأ إلى السوق لشراء السهم بقيمة 27 دولارًا بدلاً من 30 دولارًا.

ولأنه ليس لحق اختيار الشراء هذا قيمة ذاتية فإن كل قيمة العلاوة PR والتي هي 2 دولار هي قيمة زمنية بالكامل.

أما عندما يتساوى السعر السوقي للأصل مع سعر التعاقد فإن حق الاختيار يكون في وضعية التعادل وفي هذه الحالة لا يكون لحق الاختيار قيمة ذاتية وتفسر كامل العلاوة بالقيمة الزمنية لهذا الحق.

مثال:

اشترى أحد المستثمرين الحق التالي:

BUY 1 DIS JULY 30 @\$3

وفي لحظة زمنية معينة تم تداول هذا السهم عند سعر قدره 30 دولارًا وبالتالي فإن هذا الحق سيكون متعادلاً في تلك اللحظة - بحيث أن قيمته الذاتية ستكون معدومة وستكون قيمته الزمنية مساوية للطلاوة بالكامل (3 دولارات).

أما المعالجة بالنسبة لحق اختيار البيع فإنها تختلف عن ما هو الحال مع حق اختيار الشراء حيث يكون لحق اختيار البيع قيمة ذاتية عندما ينخفض السعر السوقي للأصل عن سعر التعاقد. وهنا نقول أن هذا الحق يتمتع بوضعية تنفيذ ربح .

وكما هو الحال في حقوق اختيار الشراء فإن القيمة الذاتية لحق اختيار البيع هي الحد الأدنى للطلاوة أو سعر الاختيار فيما تشير القيمة التي تتجاوز بها القيمة الذاتية قيمة العلاوة إلى ما اتفقنا على تسميته القيمة الزمنية .

في حين تنعدم القيمة الذاتية لحق اختيار البيع عندما يقل سعر التعاقد عن سعر الأصل في سوق التداول. ويقال حينئذ أن الاختيار في وضعية تنفيذ خاسر وهنا تكون القيمة الزمنية لحق الاختيار مساوية تمامًا لسعره (للطلاوة).

أما عندما يتساوى سعر التعاقد مع السعر السوقي للأصل، فإن حق اختيار البيع يكون في وضعية تنفيذ متعادل كذلك تكون القيمة الذاتية للاختيار معدومة وتعتبر العلاوة في مجملها عن القيمة الزمنية لهذا الاختيار.

هذه الحالات الثلاث التي يواجهها مشتري حق اختيار البيع يمكن التعبير عنها بلغة حقوق الاختيار باستخدام المثال التالي:

1 DIS JULY 30 PUT @\$5

وضعية تنفيذ ربح لحق اختيار البيع: (سعر التداول)

للسهم 27 دولارًا)

1 DIS JULY 30 PUT @ \$2

-وضعية تنفيذ خاسر لحق اختيار البيع: (سعر التداول

للسهم 33 دولارًا)

1 DIS JULY 30 PUT @ \$3

-وضعية تنفيذ متعادل لحق اختيار البيع: (سعر التداول

للسهم 30 دولارًا)

و يجب أن نؤكد على أن هذه الوضعيات التي أشرنا إليها سواء في حالة حقوق اختيار الشراء أم حقوق اختيار البيع مأخوذة من وجهة نظر حامل الحق (المشتري).

كما أنه مع مرور الوقت تسعى قيمة المعامل دلتا في وضعية التنفيذ الخاسر إلى الصفر. وبالمقابل، فإن هذه القيمة تسعى إلى ناقص واحد في وضعية التنفيذ الربح بالنسبة لحقوق اختيار البيع وإلى زائد واحد في وضعية التنفيذ الربح بالنسبة لحقوق اختيار الشراء .

ونشير إلى أن القيمة الزمنية للاختيار لا تعبر فقط عن مقدار الفترة الزمنية المتبقية على انقضاء صلاحية حق الاختيار، وإنما أيضاً تشمل كل العناصر التي لم تدخل في تركيب القيمة الذاتية والتي لها تأثير على سعر الاختيار وهي:

- صلاحية حق الاختيار

كلما امتدت فترة صلاحية الاختيار (أو أجله الزمني) كانت الفرصة كبيرة بانتقال حق الاختيار إلى وضعية تنفيذ ربح . وبالتالي ارتفعت قيمة العلاوة PR والعكس صحيح. ومع مرور الوقت تنخفض القيمة الزمنية لحق الاختيار مع الانتباه إلى أن هذا الانخفاض لا يأخذ شكلاً خطياً ذلك أن الاقتراب من تاريخ انتهاء صلاحية الاختيار يجعل هذا الانخفاض يزداد بمعدل متسارع. وتفسير ذلك، أن مرور يوم من أجل قدره شهرين على انتهاء صلاحية الاختيار لن يكون له ذلك الأثر السلبي الكبير على القيمة الزمنية الذي يخلفه مرور يوم من أجل قدره أسبوع على انتهاء عمر الاختيار.

- التقلب في سعر الأصل

يعتبر التقلب الذي يطرأ على سعر الأصل محل الاختبار متغيراً أساسياً في تحديد سعر الاختبار فكلما إزدادت حدة هذه التقلبات كان أمام مشتري الاختيار فرصة أفضل لتنفيذه وتحقيق الأرباح وبالتالي فإن المحرر في هذه الحالة سيطالب المشتري بسعر اختيار أكبر لتعويضه عن المخاطر التي ستترتب على وجود فرصة كهذه بيد المشتري والعكس من ذلك صحيح. وما ينطبق على اختيار الشراء هنا ينطبق أيضاً على اختيار البيع.

- إجراء توزيعات نقدية على الأصل

ويقصد بالأصل هنا حقوق الملكية (الأسهم). ولما لك هذا الأصل الحق في الحصول على الأرباح النقدية التي يعلن مجلس إدارة الشركة عن توزيعها على حملة الأسهم وبالتالي فإن حقوق الاختبار على الأسهم لا تخول حامل حق الاختيار الحصول على هذه التوزيعات ومع ذلك فإن أثر هذه التوزيعات ينعكس بشكل مباشر على القيمة السوقية للسهم وبالتالي على حامل الاختبار هذا يعني أنه بعد أن توزع الأرباح على حملة الأسهم تتأثر قيمة علاوة الاختبار سلباً أو إيجاباً وذلك يعتمد على ما إذا كان الاختبار شراءً أو بيعاً.

ففي حالة حق اختيار الشراء تنخفض علاوة الاختيار بعد إجراء التوزيعات لأنه مع انخفاض القيمة السوقية للسهم ينخفض احتمال تنفيذ هذا الاختيار وما يعنى ذلك من انخفاض درجة المخاطرة التي يتعرض لها المصدر (البائع).

والعكس ينطبق على حق اختيار البيع حيث ترتفع علاوة الاختيار بعد إجراء التوزيعات على السهم لأن انخفاض القيمة السوقية لهذا السهم يتيح فرصة أكبر لانخفاض سعر السهم في السوق إلى مستوى يقل عن سعر التنفيذ وهذا بالطبع يحقق لمشتري الاختيار بعض الأرباح. وعلى هذا وما يعنيه من ارتفاع درجة المخاطرة التي يتعرض لها مصدر الاختيار فيجب أن نتوقع أن تكون العلاوة المطلوبة أكبر.

- أسعار الفائدة

عندما تنخفض أسعار الفائدة، ينخفض كذلك سعر اختيار الشراء والعكس بالعكس صحيح أيضاً: عندما تكون أسعار الفائدة مرتفعة يكون سعر اختيار الشراء مرتفعاً. أما بالنسبة لحق اختبار البيع فتتقلب هذه الصورة بحيث يرتفع سعره مع انخفاض أسعار الفائدة وينخفض مع ارتفاعها. ويمكن تفسير ذلك كما يلي:

- في حالة الشراء : يرغب المستثمرون مع ارتفاع أسعار الفائدة بالاستفادة من أثر توجيه المبالغ المتوفرة إلى استثمارات تحقق عائداً مرتفعاً في ظل ارتفاع أسعار الفائدة في السوق. وبالتالي سيزداد الطلب على اختيار الشراء ويرفع سعره بالمحصلة.

- في حالة اختيار البيع : إن ارتفاع سعر الفائدة في السوق يعني انخفاض القيمة الحالية لسعر التنفيذ الذي يدفعه المشتري، وبالتالي يؤدي إلى زيادة العرض من اختيار البيع وانخفاض سعره.

المطلب الثاني : العقود الآجلة والمستقبلية: (1)

تعتبر العقود الآجلة و المستقبلية أحد أشكال المشتقات المالية ضمن ما يعرف باسم الهندسة المالية، شأنها في ذلك شأن حقوق الاختيار التي تحدثنا عنها سابقًا وتناولها بالتفصيل من خلال التالي:
أولاً. العقود المستقبلية:

يمثل العقد المستقبلي اتفاقاً ملزماً بين طرفين هما البائع والمشتري يتعهد فيه المشتري باستلام موضوع (محل) التعاقد لقاء سعر محدد وفي نهاية الفترة المتفق عليها، وبالمثل يتعهد فيه البائع بتسليم موضوع (محل) التعاقد عند السعر المحدد وفي نهاية تلك الفترة أيضاً
01. عناصر العقد المستقبلي:

هناك عناصر أساسية في العقد المستقبلي هي :

- السعر: يسمى السعر الذي يتفق عليه الطرفان بسعر العقد المستقبلي .
- تاريخ التسوية (التسليم): وهو ذلك اليوم المحدد الذي يتفق الطرفان على تنفيذ الصفقة بحلوله.
- محل التعاقد: ويمثل الأصل الذي سيسلمه البائع للمشتري لقاء حصوله على قيمته النقدية المحددة في سعر العقد المستقبلي وهذا المحل يمكن أن يكون مقداراً معيناً من سلعة ما أو قيمة مرتبطة بأحد مؤشرات الأسهم أو قيمة مرتبطة بأداء أسعار الفائدة أو غير ذلك. ومع ذلك فإنه من النادر أن يتم اللجوء إلى التسليم الفعلي لمحل التعاقد إذ يكتفي الطرفان بالتسوية النقدية . بحيث يصفي كل طرف ذمته نقدًا وحسب ولذلك تسمى مثل هذه العقود عقود التسوية النقدية. لمركز كل منها في العقد ويحقق مشتري العقد المستقبلي أرباحه عندما يرتفع سعر محل التعاقد.

مثال:

يجري تداول أحد العقود المستقبلية في سوق الأوراق المالية، وكان محل التعاقد عليه ممثلاً في الأصل XYZ (القابل للتداول ببيعاً أو شراءً)، وذلك في يوم تسوية (تسليم) موعده ثلاثة أشهر من الآنو يقوم الطرف الأول بشراء هذا العقد من طرف ثاني ويتفق الاثنان على سعر تعاقد قدره 100 دولار، هذا السعر سيدفعه الطرف الأول إلى الطرف الثاني في التاريخ المحدد لقاء استلامه الأصل XYZ. لكن وبفرض ارتفاع سعر الأصل XYZ قبل هذا الموعد إلى 120 دولار، فإن الطرف الأول (وهو مشتري العقد المستقبلي هنا) سيقوم ببيع هذا العقد وتحقيق ربح قدره 20 دولار عليه.

بالتحديد، تعهد الطرف الأول بشراء الأصل عند سعر قدره 100 دولار وبالتالي سيستفيد من ارتفاع سعر هذا الأصل وبالمقابل ستكون خسائر الطرف الثاني 20 دولار لأنها سيبيع ما قيمته 120 دولار بمائة دولار. وهذا يعني خسارة قدرها 20 دولار والتي ذهبت بالكامل إلى الطرف الأول.

أما في حال انخفاض سعر هذا الأصل إلى 40 دولار مثلاً، فإن سالي ستحقق ربحاً قدره 60 دولار لأنها تعهدت في البداية أن تباع الأصل المعتبر عند سعر قدره 100 دولار.. وهي الآن قادرة على شرائه في السوق لقاء 40 دولار فقط ثم إعادة بيعه إلى عمرو لقاء 100 دولار والذي سيحقق خسائر قدرها 60 دولار لأنه التزم بشراء أصل أصبحت قيمته السوقية 40 دولار في تاريخ التسليم لقاء سعر تعاقد قدره 100 دولار.

إن لكل طرف من طرفي العقد خيارين فيما يتعلق بتصفية مركزه في هذا العقد:

- الأول : أن يلجأ إلى تصفية هذا المركز في تاريخ سابق ليوم التسوية.. وذلك عن طريق اتخاذ مركز مقابل في نفس العقد. وهذا يعني أنه على مشتري العقد المستقبلي أن يقوم ببيع عقد مماثل بنفس العناصر (السعر، تاريخ التسليم، محل التعاقد)، وبالنسبة لبائع العقد المستقبلي فإن هذا يعني أن يقوم بشراء عقد مماثل بنفس العناصر.

-الثاني: فهو الانتظار إلى حلول تاريخ التسوية حتى يحصل مشتري العقد المستقبلي على محل التعاقد ويصفي البائع مركزه عن طريق تسليم محل التعاقد ذاك إلى المشتري بالسعر المتفق عليه.

(1)نضال الشعار ، مرجع سابق، ص 189.

هذا وتلعب غرفة المقاصة دورًا في ضمان أداء الطرفين للصفقة التي يتضمنها العقد المستقبلي، ذلك أن هذه الغرفة تتدخل في الصفقة كطرف بائع وكطرف مشتري في آن واحد معًا. فإذا ما عجز أحد الطرفين الفعليين عن تحمل تبعات التزامه أو رفض تنفيذ ما أتفق عليه مع الطرف الآخر يأتي دور غرف المقاصة لتأخذ الدور المناسب بيعة وشراءً. وطبعًا فإن الطرف الذي خرق الاتفاق سيخضع لإجراءات قانونية جزائية.

وتجدر الإشارة إلى أن العلاقة بين طرفي العقد تنتهي بمجرد إبرام العقد وهذا طبعًا بفضل الدور الذي تلعبه غرف المقاصة والذي يتيح لكلا الطرفين الفرصة لتصفية مركزيهما في حال أراد أي منهما ذلك ودون الحاجة إلى إرباك الطرف الآخر بأمور لا تعنيه في واقع الحال.

02 - مستلزمات العقود المستقبلية :

من مستلزمات العقود المستقبلية إيداع المستثمر حد أدنى من الأموال لكل عقد عند إحدى شركات السمسرة يسمى الهامش المبدئي. وقد يأخذ هذا الإيداع شكل أوراق مالية حاملة للفوائد مثل أذونات الخزينة ومع تقلب أسعار العقود المستقبلية على امتداد أيام التداول فإن قيمة حساب حقوق المستثمر التي يخولها له مركزه الذي سبق أن اتخذها في السوق تتغير. وتعتبر حقوق المستثمر في حساب العقد المستقبلي : عن مجموع الهوامش المودعة والمكاسب والخسائر اليومية التي طرأت على هذا الحساب.

وعلى هذا الأساس ونظرًا للتغيرات التي تصيب هذا الحساب والتي قد تنعكس على قيمة الهامش الابتدائي (المبدئي) وبالتحديد في حالة انخفاض رصيده نتيجة للخسائر التي قد تلحق بالمركز المتخذ فإن بورصة التداول تحدد ما يعرف بهامش استمرار الحساب وهو عبارة على أدنى مستوى يمكن أن تصل إليه قيمة حقوق المستثمر في حساب العقد المستقبلي نتيجة لتغيرات غير مواتية في سعر الأصل محل العقد ذلك أن انخفاض قيمة حقوق المستثمر تلك عن هذا المستوى سيستدعي منه إيداع هامش إضافي يسمى هامش التغير والذي سيكفل عودة هامش الإيداع إلى مستوى الهامش الابتدائي وبالمقابل فإن أي فائض يحققه حساب العقد المستقبلي يمكن أن يسحبه المستثمر صاحب الحساب.

03 . أنواع العقود المستقبلية:

هناك عدة أشكال تختلف حسب محل العقد المتفق عليه وهذا المحل قد يكون سلعة ملموسة وقد يكون مرهونًا بأداء مؤشر من المؤشرات أو متغير من المتغيرات الكلية في الاقتصاد مثل سعر الفائدة.

-العقود المستقبلية على السلع:

يمثل هذا النوع من العقود التزامًا من البائع بتسليم المشتري كمية متفق عليها من سلعة ما (الذهب، النفط، المحاصيل الزراعية..الخ) بمواصفات متفق عليها خلال موعد محدد وذلك لقاء سعر متفق عليه يلتزم المشتري بدفعه عند الاستلام.. ويمكن أن يستغني الطرفان عن الاستلام والتسليم الفعلي لمحل العقد في حال وجدا طريقة التعويض المناسبة في سوق التداول .

-العقود المستقبلية على المؤشرات :

ويمثل العقد هنا التزامًا من البائع إلى المشتري بدفع مبلغ من الأموال مساوٍ إلى حاصل جداء قيمة قدرها مثلاً 100 دولار بالمستوي الرقمي لمؤشر ستاندر أندبورز 500 في بداية التداول يوم تسوية العقد وذلك لقاء مبلغ يمثل سعر العقد ويسمى سداده في ذلك اليوم (وهنا يتم الاكتفاء بالتسوية النقدية ولا حاجة لتسليم الأسهم المتعاقد على أداء مؤشرها).

- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:

وتمثل هذه العقود التزامًا من بائع العقد إلى مشتريه بتسليمه أحد أدوات المديونية في سوق النقد أو في سوق رأس المال لقاء قيمة جارية تقل عن القيمة الاسمية التي صدرت بها تلك الأداة. وذلك طبعًا مقابل مبلغ يحصل عليه البائع ويمثل سعر العقد ومن أهم أدوات المديونية تلك نجد أذونات الخزينة وشهادات الإيداع باليورو دولار (وهي من أدوات سوق النقد) وسندات الخزينة وغيرها .

وهنا يحقق البائع أرباحه عندما ترتفع معدلات الفائدة بحيث تتجاوز سعر الخصم المتفق عليه:

$$\text{سعر الخصم} = \frac{\text{القيمة الاسمية للأداة} - \text{القيمة الجارية للأداة}}{\text{القيمة الاسمية للأداة}}$$

القيمة الاسمية للأداة

في حين يحقق المشتري أرباحه عندما تنخفض معدلات الفائدة إلى ما دون سعر الخصم المتفق عليه.

مثال: اشترى ط1 عقداً مستقبلياً على سعر الفائدة على سندات الخزينة من ط2 وذلك بحيث يلتزم ط2 ببيع السند ذي القيمة الاسمية 1000 دولار بمبلغ 950 دولار إلى ط1 لقاء سعر متفق عليه بين الطرفين وبالتالي فإن سعر الخصم هو 5%. وفي يوم التسوية كان سعر الفائدة في السوق:

أ- 3%، في هذه الحالة وبناء على مقارنة سعر الفائدة وسعر الخصم (سعر الخصم = $(9500-1000)/1000=5\%$) سيحقق ط1 قدرًا من الأرباح يتوقف على مقدار الفرق بين كلا السعرين وهو هنا 2%.. وهذا يرجع إلى أنه حصل من ط2 على مدفوعات فائدة تتجاوز تلك التي كان سيحصل عليها بسعر الفائدة السائد في السوق.

ب- 9%، في هذه الحالة وبناء على مقارنة سعر الفائدة وسعر الخصم سيحقق ط2 قدرًا من الربح يتوقف على الفرق بين هذين السعرين وهو هنا 3%.

يجب أيضا أن نشير هنا إلى أنه لا حاجة للتسليم الفعلي لأدوات المديونية إذ يكفي بإجراء قيد دفتر فقط.

ثانياً: الاتفاقات المستقبلية (العقود الآجلة):

إن العقود الآجلة، مثل العقود المستقبلية هي اتفاقات للتسليم المستقبلي لمحل التعاقد عند سعر محدد وفي نهاية الفترة الزمنية المتفق عليها لكن هناك العديد من وجوه الاختلاف الجوهرية بين كلا المجموعتين من العقود نلخصها فيما يلي:

1. إن عناصر العقد المستقبلي هي عناصر محددة قياسية وهي تطبق على كل العقود المتداولة في هذه البورصة أو تلك فيما تكون عناصر العقد الآجل قابلة للتفاوض بين كلا الطرفين المعنيين الذين يحددان شروط التنفيذ بالاتفاق المشترك دون أي مؤثر خارجي لذلك توصف العقود بأنها غير قياسية.

2. يجري تداول العقود المستقبلية في أسواق منظمة في حين أن سوق فوق المقصورة . المنظم . يمثل سوق التداول بالنسبة للعقود الآجلة.

3. تنفذ الغالبية العظمى من العقود المستقبلية عن طريق التسوية النقدية إذ لا حاجة للتسليم الفعلي لمحل التداول المتعاقد عليه في حين أن العقود الآجلة تقوم أساساً على عملية التسليم الفعلي ولا يمكن تنفيذها عن طريق التسوية النقدية.

4. يتطلب العقد المستقبلي إيداع هامش تغير بغية المحافظة على قيمة الهامش المبدئي لحساب العقد المستقبلي في حين لا يطلب مثل هذا الهامش (هامش التغير) في حالة العقد الآجل.

5. يتعرض طرفا العقد الآجل لما يعرف بمخاطرة الائتمان التي يفرضها امتناع أو عجز أحد الطرفين عن الوفاء بالتزامه. هذه المخاطرة لا نجدها في العقد المستقبلي بسبب تدخل غرف المقاصة المرتبطة ببورصات التداول وضمان الطرف الآخر من العقد.

ما عدا هذه الفروقات فإن ما ذكرناه عن العقود المستقبلية ينطبق على العقود الآجلة دون زيادة ولا نقصان.

ثالثاً: عقود المبادلة Swaps

أ- مفهوم عقود المبادلة: عقد المبادلة هو إتفاق تعاقدي يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق. ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد. أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يملكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول. وتسمى الأطراف التي توافق على الدخول في المبادلة Counterparties.

وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المقايضة أو المبادلة عدة عناصر رئيسية هي:

1- طرفي العقد 2- الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة 3- قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة 4- العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات 5- السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليه 6- مدة سريان العقد.

إن عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على خلاف ما هو معروف عن عقود الخيار، ولا تتم تسوية الأرباح والخسائر بشكل يومي كما في العقود المستقبلية، أيضاً لا تتم تسوية هذا العقد لمرة واحدة فقط كما هو الحال في العقود الآجلة ولذلك يُعرف البعض عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود الآجلة.

ب- أنواع عقود المبادلة:

تسري عقود المقايضة على عدة أدوات ومن أهمها:

1- عقود مبادلة أسعار الفائدة Interest Rate Swaps

2- عقود مبادلة العملات Currency Swaps

3- عقود مبادلة البضائع Commodity Swaps

4- حق الاختيار على عقود المبادلة Swaption

و النوعين الأول والثاني هما الأكثر شيوعاً في عالم المال. ويتفرع عن هذه العقود عقود أخرى يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

1. عقود مبادلة أسعار الفائدة Interest Rate Swaps

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقرضين ومستثمرين حول تقلب أسعار الفائدة السوقية والمخاطر الناجمة عن ذلك والتي قد تؤدي إلى الإفلاس Bankruptcy من جهة ثانية. وعقد مبادلة أسعار الفائدة هو عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد بموجب فترات منتظمة.

1-1. عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة Fixed For Floating Interest Rate Swaps:

وهو النوع الأكثر انتشاراً في هذه المبادلات ويسمى Plain vanilla (الوجبة السهلة أو الفانيليا السادة)، وفيه يوافق أحد الأطراف الداخل في المبادلة على أن يدفع سلسلة معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة. وهذا الطرف يُطلق عليه Fixed-Rate Payer في المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة العائمة ويُطلق على هذا الطرف (دافع معدل الفائدة المتغير) Floating-Rate Payer وذلك وفقاً لمعدل مرجعي.

ويتحدد هذا المعدل في كثير من الأحيان وفقاً لمعدل الفائدة للتعاملات بين المصارف في لندن (LIBOR (London Inter-Bank Offering Rate). ويُعتبر LIBOR عن سعر الفائدة بين البنوك حيث تستعمله البنوك العالمية الكبيرة لإقراض البنوك الأخرى، والقروض المحددة على أساس LIBOR تتحدد على أساس تفاوض خاص يغطي فترات متنوعة من تواريخ الاستحقاق. وتظهر أسعار LIBOR يومياً في عمود Money Rates في وول ستريت جورنال، وأسعار الفائدة العائمة في أسواق عقود المبادلات غالباً ما تتحدد على أساس سعر مساوي لسعر LIBOR والذي يُطلق عليه أحياناً LIBOR FLAT. وغالباً ما يُضاف إلى هذا المعدل نسبة معينة، مثلاً ليبور + 30 نقطة أساس.

وتغطي إتفاقية المبادلة فترة معينة وهي التي تحدد لسداد الفوائد والتي تمثل فحوى عقد المبادلة. ويتحدد مقدار المدفوعات الدورية على أساس مبلغ وهمي أو اعتباري Notional Principal وهذا الأصل الوهمي يمثل كمية نظرية أو اسمية تستخدم كمقياس لتحديد مقدار التدفقات النقدية التي تُسدد وفقاً لاتفاقية المبادلة.

مثال: تتمتع شركة ميجا موتورز MEGA MOTORS بتصنيف ائتماني مرتفع جداً وبناءً على ذلك فإن باستطاعتها اقتراض الأموال من المصارف بسهولة عند سعر فائدة ثابت وليكن 8% سنوياً. أما شركة Start-up ذات التصنيف الائتماني المتدني جداً فهي لا تستطيع إلا الاقتراض عند معدلات فائدة متحركة ولتكن مثلاً 9% سنوياً.

ولدى المدير المالي لشركة MEGA اعتقاد بأن أسعار الفائدة في طريقها للانخفاض وبشكل كبير إلى ما دون مستوى 8% الملتزمين على الاقتراض على أساسه. بنفس الوقت، يخشى المدير المالي لشركة Start-up من أن أسعار الفائدة في طريقها للارتفاع بشكل حاد وبالتالي سيزيد هذا الارتفاع من تكلفة الاقتراض في Start-up. هذه المخاوف المتضاربة يمكن تبديدها مبدئياً عن طريق إجراء تبادل لسعري الفائدة SWAP بين الشركتين.. وفيه تتعهد شركة MEGA بأن تدفع لـ Start-up مبلغاً مساوياً لأي زيادة في أعباء الفائدة يمكن أن يرتبها ارتفاع المعدل المتحرك فوق حد 9%. في حين تتعهد Start-up بأن تدفع MEGA مبلغاً يعوضها عن أي انخفاض في سعر الفائدة عن حد 8% وهذا الاتفاق يضمن لميجا MEGA التمتع بنتائج أي انخفاض في سعر الفائدة على الرغم من أن تكلفة الاقتراض لديها لم تتغير، بينما تضمن Start-up حماية نفسها من آثار الارتفاع في سعر الفائدة المتحرك على الأموال التي اقتترضتها.

وكما هو الحال مع الأنواع الأخرى من المشتقات المالية فإن صفقات تبادل أسعار الفائدة هي صفقات افتراضية (صورية) بطبيعتها. ففي مثالنا هذا، لا يتم تبادل القروض الخاصة بكل شركة مع قروض الشركة الأخرى. ولا تعلم المصارف المقرضة لهاتين الشركتين بقيام هذا التبادل SWAP بالأصل. ولإتمام الصفقة يجب أن تنسب مدفوعات الفائدة إلى مقدار ما من قرض صوري يتفق الطرفان على استخدامه في احتساب المدفوعات التي ستترتب على هذا الطرف أو ذاك، وليكن قدره في مثالنا السابق 100 مليون دولار (هذا القرض يسمى القيمة الرمزية للتبادل) وبالتالي فإذا ما كانت أسعار الفائدة ستخفض إلى 6% فعندها سيتوجب على START-UP أن تدفع لـ MEGA ما يعادل 2 مليون دولار سنوياً:

(8%-6%=2% ; 2% . 100 مليون دولار = 2 مليون دولار) وعلى العكس فلو أن أسعار الفائدة كانت سترتفع إلى 10% فإن MEGA ستدفع إلى Start-up ما يعادل 1 مليون دولار سنوياً:

(10%-9%=1% ; 1% . 100 مليون دولار = 1 مليون دولار).

ويخضع تحديد تواريخ السداد للاتفاق بين كلا الطرفين فهي يمكن أن تكون سنوية، فصلية، شهرية، أو أي فترة متفق عليها. تتم التسوية لعقود المبادلة على أساس دوري متفق عليه (كل ثلاثة أشهر، كل ستة أشهر،...) وهي كما أشرنا سابقاً لا تتم بصفة يومية لذلك تسمى الأرباح والخسائر المتولدة عن عقد المبادلة بالأرباح والخسائر الورقية Paper Profits Or Losses. وباعتبار أن أسعار LIBOR تكون غير معروفة في المستقبل لذلك فإن مدفوعات الفائدة المتغيرة في الزمن T سوف تعتمد على سعر LIBOR في الزمن T-1.

ولتوضيح أهمية هذا النوع من العقود سوف نعطي المثال التالي:

بفرض أنه لدينا مصرفين A و B:

المصرف A لديه شهادات إيداع بقيمة \$100000000 مدتها 5 سنوات وفائدتها 8%، ومعظم استثمارات هذا المصرف من النوع القصير الأجل. ففي حال انخفاض سعر الفائدة فإن إيراداته سوف تنخفض. مما يدفعه إلى توظيف الـ \$100000000 في استثمار (قرض) يدرله عائد يفوق الـ 8%.

المصرف B تبلغ استثماراته \$100000000 في استثمارات طويلة الأجل، تدرله عائد 12%. ومعظم الودائع لديه من النوع القصير الأجل. وفي حال ارتفاع أسعار الفوائد على الودائع سوف تنخفض الأرباح التي يحققها من استثماراته. لذلك فإن هذا المصرف لديه الاستعداد لعقد اتفاق مع طرف آخر يتيح له الحصول على معدلات الفائدة السائدة في السوق على مبلغ الـ \$100000000.

إن ما سبق يمكن أن يؤدي إلى إبرام اتفاق بين كلا المصرفين للدخول في عقد مبادلة، المصرف A يود مبادلة معدل الفائدة المتغير على استثماراته قصيرة الأجل بمعدل فائدة ثابت بحيث لا يقل عن 8% وليكن 9%. بينما يرغب المصرف B على مبادلة معدل الفائدة الثابت بمعدل فائدة متغير يفوق معدل العائد الذي يدفعه على ودائعه وليكن LIBOR.

مثال : بفرض أن هناك عقد مبادلة لثلاث سنوات تم الدخول فيها في يوم 1 آذار 1996، وبموجبه توافق الشركة ب على أن تدفع للشركة أ سعر 5% سنوياً على أصل دين وهي بقيمة 100 م\$, وفي المقابل توافق الشركة أ على أن تدفع للشركة ب سعر LIBOR لستة أشهر على نفس أصل الدين. فإذا علمت أن أسعار الفائدة كانت كمايلي: 4,2% . 4,8 . 5,3 . 5,5 . 5,6 . 5,9 . 6,4 % , وذلك على أساس نصف سنوي اعتباراً من تاريخ الدخول في العقد.

و المطلوب:

- تحديد التدفقات النقدية على أساس متغير وعلى أساس ثابت.

- تحديد قيمة المدفوعات والطرف الذي سوف يدفع.

1-2. عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد Caps:

وهي عبارة عن عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا.

1-3. عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد Floors:

وهي عقود مبادلات تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت محددة بحد معين.

1-4. عقود المبادلة المختلطة Collars:

تقوم هذه العقود على اتخاذ مركز طويل من خلال شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد Cap وفي نفس الوقت بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد Floor.

2- عقود مبادلة العملات Currency Swaps

تتمثل عملية المبادلة بين عملتين معينتين، في شراء أحدهما ولتكن العملة س وبيع الأخرى ولتكن العملة ص على أساس السعر الفوري لكل منهما، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (الأجل) والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذٍ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين.

ومعظم عقود المقايضة الكبيرة تنشأ بين البنوك، فمثلاً إذا كان لدينا بنكين أحدهما أ لديه فائضاً من الدولار في حين عليه أن يُسدد التزامات استحققت عليه بالجنيه الإسترليني، في حين أن بنكاً آخر ب لديه فائضاً من الجنيه الإسترليني وعليه التزامات استحققت بالدولار. في مثل هذه الحالة فإنه من مصلحة كلا البنكين الدخول في عقد مقايضة للعملتين الدولار والجنيه الإسترليني. إذ بالإضافة إلى ميزة تخفيض تكلفة التمويل لكل منهما يحقق عقد المقايضة للطرفين ميزة التحوط من مخاطر تقلب أسعار الصرف.

وتتخذ عقود مقايضة العملات شكلين:

أ. عقود مقايضة متوسطة أو طويلة الأجل تحدث في أسواق رأس المال ويُطلق عليها مصطلح مقايضات رأسمالية Capital Market Swaps و يغلب على أغراضها الطابع التحوطي أكثر من طابع المضاربة. وتلجأ إليها عادة المؤسسات المالية بهدف الإقراض الطويل الأجل من أسواق رأس المال.

ب. عقود المقايضة القصيرة الأجل وتحدث في أسواق النقد Money Market Swaps ويتعامل فيها المضاربون لأغراض تحقيق الأرباح من جراء تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات.

قائمة المراجع

01. أبو قحف ، عبد السلام ، الأسواق والمؤسسات المالية.الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004 م.
- 02 - البرواري، شعبان محمد إسلام ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دار الفكر، سوريا، 2001م.
- 03 - السيد جودة، صلاح ، بورصة الأوراق المالية، مكتبة الإشعاع الفني، مصر، 2000م.
- 04 - بخراز يعدل، فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000م.
- 05 - الجارحي، معبد علي ، الأسواق مالية في ضوء مبادئ الإسلام ". الإدارة المالية في الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، مؤسسة آل البيت، الأردن، ج1، 1989
- 06 - التميمي، أرشد فؤاد ، وأسامة عزمي، سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة، الأردن ، 2004م.
- 07 - الشعار، نضال، سوق الأوراق المالية وأدواتها : البورصة، الجندي للطباعة والنشر، سوريا ، 2006م.
- 08 - الزحيلي، وهبة ، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، سوريا ، 2002م.
- 09 -العريبد عصام فهد ، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بن النظرية والتطبيق ، دار الرضا للنشر، دمشق، 2002 .
- 10 - الشحات، أحمد يوسف ، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا ، دار النيل للطباعة والنشر، مصر، 2001.
- 11 - الفولي ،أسامة محمد وزينب ،عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005 .
- 12 - الشافعي ،محمد زكي، مقدمة في النقود والبنوك ،دار النهضة العربية :مصر، 1986م.
- 13 - الزغبي ،هيثم محمد :الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر لطباعة والنشر والتوزيع ، عمان ، 2000 .
- 14 - السيسي ، صلاح الدين حسن ، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة ، 2003.
- 15 - الهندي ، منير ابراهيم ، إدارة البنوك التجارية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1992م.
- 16 - . الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002 .
- 17 - الداغر، محمود محمد .الأسواق المالية : مؤسسات وأوراق البورصات. دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005 .
- 18 - الحسيني ،عرفات تقي .التمويل الدولي ،دار مجدلاوي للنشر، عمان ، ط1، 1999.
- 19 - الصيرفي ،محمد ، البورصات، ط1 ، دار الفكر الجامعي ، القاهرة ، 2006 .
- 20 - بن هاني ، حسين ، الأسواق المالية، دار الكندي، 2002.
- 21 - حشيش، عادل أحمد ، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، الدار الجامعية، بيروت، 1992
- 22 - حشيش ،عادل أحمد، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، بيروت، 1993م .
- 23 -حميدات، محمود ، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996م.
- 24 .حمادة، طارق عبد العال ، تقييم أداء البنوك التجارية:تحليل العائد والمخاطرة ،ج2،الدار الجامعية، القاهرة، 2003.
- 25 .حنفي ،عبد الغفار، ورسيمة، قرياقص، مذكرات في الأسواق والمؤسسات المالية، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة، 1985.
- 26 . - . الإستثمار في بورصة الأوراق المالية.الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000 م.
- 27 - خريوش ،حسني وأرشيد ،عبد المعطي رضا .الأسواق المالية :مفاهيم وتطبيقات، دار زهران : عمان ، 1998.
- 28 - دواية ،محمد أشرف ، نحو سوق مالية إسلامية ، ط1 ، دار السلام ، مصر، .2006
- 29 - داغر ، محمود محمد ، الأسواق المالية ، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 30 - رضوان ، سمير عبد الحميد ، المشتقات المالية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية.دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 31 - رشدي شيحة، مصطفى، الاقتصاد النقدي والمصرفي، ط2 ، الدار الجامعية، بيروت، 1985م.
- 32 - سحنون محمود ، الاقتصاد النقدي والمصرفي، بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003 - 33 - سيجل ،باري ، النقود والبنوك في الاقتصاد :وجهة نظر النقديين ،دار المريح ،السعودية .، 1987
- 34 - سلام ،عماد صالح ، إدارة الأزمات في البورصات الأوراق العربية والعالمية والتنمية المتواصلة ،شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبو ظبي، 2002.
- 35 - شمعون شمعون، البورصة، الجزائر: دار أطلس للنشر، 1993.
- 36 - صادق ،مدحت ، أدوات وتقنيات مصرفية، دار الغريب، مصر، 2001.