

## المحاضرة رقم 04: عقود المعاملات في الأسواق المالية

شهدت السنوات الأخيرة تطورات كبيرة في أسواق المال وألية عملها يضاف إلى ذلك تنوع الأدوات المالية التي تتعامل بها هذه الأسواق، ومن بينها ما يعرف بالمشتقات المالية التي ينظر إليها على أنها أداة هامة لإدارة وتغطية مخاطر التغيرات السعرية وإتاحة الفرصة أمام المستثمرين لتخطيط التدفقات النقدية وفتح مجالات جديدة للاستثمار لديهم، وهي عبارة عن أصول مالية تشتق قيمتها من الأصول محل التعاقد والتي يمكن أن تكون سلعا أو أوراقا مالية او تدفقات نقدية، ولذلك يطلق عليها مصطلح " المشتقات المالية".

### أولا – المشتقات المالية:

تعرف المشتقات المالية على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في سوق الأوراق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصل أو المؤشر محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، التحوط ضد المخاطر، المراجعة بين الأسواق والمضاربة.

ومما سبق يمكن القول أن المشتقات المالية عبارة عن عقود مستقبلية تتوقف قيمتها على قيمة الأصل محل التعاقد قد يكون سلعة، أداة مالية، سعر صرف، أو مؤشر، وبالتالي فإن أداء المشتق المالي مشتق من أداء الأداة الاستثمارية التقليدية، ويتحمل المتعامل بها تكلفة مقارنة بقيمة العقد.

يتضمن العقد في المشتقات المالية، البيانات التالية:

- ✓ سعر معين للتنفيذ؛
- ✓ الكمية التي يطبق عليها السعر؛
- ✓ الزمن الذي يسرى فيه العقد؛
- ✓ الشيء محل العقد والذي قد يكون، سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، أو سعر صرف أجنبي ... إلخ.

وتستخدم المشتقات من قبل ثلاثة أنواع من المستثمرين:

- المتحوظين: هذا النوع من المستثمرين يستخدمون المشتقات من أجل التقليل بقدر الإمكان من الخاسر عن طريق إتخاذ مركز معاكس لمركزهم السابق حتى يحموا أنفسهم من الخسائر في حال عكس السوق من حركته؛
- المضاربين: هذا النوع من المستثمرين يشتركون في الأسواق بحثا عن أرباح غير طبيعية، مع قبول المخاطرة العالية من خلال إتخاذ مراكز مفتوحة؛
- المراجحين: هذا النوع من المستثمرين يحاولون البحث عن الربح منخفض المخاطر، وذلك عن طريق الإستفادة من فروقات الأسعار.

ثانيا- أنواع المشتقات المالية: هناك العديد من أنواع المشتقات، من بينها نذكر:

1- عقود الخيار: الخيار عقد يعطي حامله الحق دون أن يكون ذلك إلزاما بأن يشتري أو يبيع أصلا بالسعر الوارد بالعقد وقبل نفاذ فترة سريانه، وتعتبر عقود الخيار عن:

✓ القدرة أو الحق في اختيار بديل معين من بديلين هما:

➤ إما ممارسة هذا الحق؛

➤ أو الامتناع عن تنفيذ الحق.

✓ يعطي عقد الخيار لحامله الحق في شراء أو بيع شيء ما بسعر محدد وخلال فترة زمنية محددة أو في يوم معين، وإذا لم يتم ممارسة هذا الحق خلال الفترة المحددة، فإنه ينقضي ولا وجود له.

إذن عقد الخيار هو عقد يتيح لمشتريه شراء (خيار الشراء) أو بيع (خيار البيع) سلعة معينة أو أصلا معيننا بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، ويعطي الخيار لمشتريه الحق في تنفيذه أو عدم تنفيذه عند حلول التاريخ المتفق عليه على حساب بائع الخيار، أي أن بائع الخيار ليس له الحق في رفض التنفيذ إذا قرر مشتريه ذلك، وتستعمل الخيارات للمضاربة المستقبلية وتحقيق الأرباح، أو التغطية ضد المخاطر المستقبلية.

من أهم وأشهر عقود الخيارات ما يلي:

1-1- خيار البيع: يعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الإلتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الإلتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

كما لخيار البيع مسميات منها: خيار الدفع أو خيار العرض"، وكلها بمعنى واحد، وهو عقد يعطي مشتريه أو مالكة الحق في بيع عدد معين من الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة، ولا يجبر على البيع، إنما هو بالخيار، لأن قابض ثمن الخيار هو الملزم على الشراء في هذه الحالة، وبالسعر المتفق عليه خلال المدة المحددة، مقابل علاوة غير مسترد بأي حال، وعليه يمكن ابراز اهم الملاحظات التالية:

❖ إن مشتري هذا الحق "حق البيع" هو صاحب الأوراق المالية التي عرضها للبيع بالخيار؛

❖ إن هذا العقد يلزم بائع الخيار" الذي قبض ثمن الخيار" بالشراء، إذا ما قرر مالك الأوراق المالية "دافع

ثمن خيار بيع أوراقه بيعها":

❖ إن الدافع لشراء هذا الحق من قبل حامل الأوراق المالية هو الخشية من هبوط أسعارها.

1-2- خيار الشراء: خيار الشراء يعطي الحق للمشتري بأن يتسلم الأوراق المالية المتعاقد عليه، أو ان يمتنع عن ذلك مقابل دفع مبلغ معين لمالك الأسهم لقاء منحه إياه هذا الحق، فعند انخفاض سعر الأصل عن السعر المحدد، صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد المتفق عليه إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر

المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق في أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق للاتفاق عليه.

إذن فهو عقد يمتلك مشتريه أو مالكه (أي دافع الثمن) حق شراء عدد محدد من أسهم شركة معينة، أو أي أوراق مالية أخرى بسعر محدد هلال فترة معينة، غالبا ما تكون (90 يوما) وهو غير ملزم بالتنفيذ، ويدفع مقابل هذا الحق ثمنا غير مسترد بأي حال، وبمنظرة فاحصة لمفهوم خيار الطلب (الشراء) تتبين الملاحظات التالية:

➤ لا يتضمن هذا العقد التزام مشتري حق الخيار لتنفيذ الشراء، وإنما يتضمن حصوله على حق الشراء له أن يمارسه في أي لحظة يريدها خلال الفترة المحددة؛

➤ يتضمن التزام البائع مشتري حق الخيار لتنفيذ الشراء، وإنما يتضمن حصوله على حق الشراء الذي له أن يمارسه في أي لحظة يريدها خلال الفترة المحددة؛

➤ ثمن الخيار الذي يدفعه مشتري الخيار، غير مسترد بأي حال.

والجدول التالي يبين الفرق بين خيار الشراء وخيار البيع في بعض الجوانب:

الجدول رقم (01): مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع

مشتري العقد (المالك)		محرر العقد (البائع)		أنواع العقود
الحقوق	الالتزام	الحقوق	الالتزام	
ينفذ (أو لا ينفذ) الخيار لشراء للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ في الموعد (أو قبل الانتهاء من الصلاحية)	دفع علاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار	يستلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	بيع الأصل محل التعاقد للمشتري وبسعر التنفيذ في الموعد (أو قبل الانتهاء من الصلاحية)	خيار الشراء
ينفذ (أو لا ينفذ) الخيار لبيع للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ.	دفع علاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار	يستلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	شراء الأصل محل التعاقد من مالك الحق وبسعر التنفيذ	خيار البيع

✓ في خيار الشراء: البائع ملزم ببيع الأصل مقابل تسلمه علاوة لمنحه حق الخيار للمشتري، بينما هذا الأخير ملزم عليه تسليم هذه العلاوة؛

✓ في خيار البيع: المشتري ملزم بشراء الأصل مقابل تسلمه علاوة لمنحه حق الخيار للبائع، بينما هذا الأخير ملزم عليه تسليم هذه العلاوة.

و الجدول التالي يلخص حالات (الربح والخسارة) لنسبة إلى خيارات الشراء والبيع في موعد التنفيذ:

الجدول رقم (04): حالات الربح والخسارة بالنسبة إلى خيار الشراء والبيع في موعد التنفيذ

نوع الخيار	نتيجة الخيار	خيار الشراء	خيار البيع
الخيار المربح	سعر السوق < سعر التنفيذ (ينفذ العقد)	سعر السوق > سعر التنفيذ (ينفذ العقد)	
الخيار الخاسر	سعر السوق > سعر التنفيذ (لا ينفذ العقد)	سعر السوق < سعر التنفيذ (لا ينفذ العقد)	
الخيار المتكافئ	سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ	

✓ خيار الشراء يكون مربح في حالة سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ المتفق عليه، على عكسه خيار

البيع الذي يكون خاسر في هذه الحالة؛

✓ خيار الشراء يكون خاسر في حالة سعر السوق أقل من سعر التنفيذ، على عكسه خيار البيع الذي

يكون مربح في هذه الحالة؛

✓ بينما عندما يكون سعر السوق متساوي مع سعر التنفيذ فإن كلا الخيارين (الشراء والبيع) لا يكون

لا في حالة ربح ولا في حالة خسارة.

ثالثا- العقود المستقبلية: يمكن تعريف العقد المستقبلي على أنه: "التزام قانوني بتبادل بين طرفين، يفرض

على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة

معينة في مكان محدد، زمان محدد وبموجب سعر محدد"، فهي التزام إما ببيع أصل معين وإما بشراءه بسعر محدد

وبتاريخ مستقبلي محدد، أي أن يتم التنفيذ في المستقبل. والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر، الأصل

والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل، ومن

هنا جاء تعبير المستقبلي " لوصف العقد.

فالعقود المستقبلية هي عقود يتم الاتفاق فيها عند إبرام العقد على الشيء المباع، كميته وسعره على أن يتم

التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق في المستقبل.

رابعا- العقود الآجلة: وهي عبارة عن اتفاق على شراء أو بيع أصل معين في وقت مستقبلي مقابل سعر معين،

ويكون عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، أي أن العقد الآجل هو

اتفاقية ثنائية بين مشتري وبائع، الأصل محل التعاقد، سعر التسوية وتاريخ التسوية من المسائل التي يتم

التفاوض بشأنها وتكون محل اتفاق بين المتعاقدين، وفي تاريخ التسوية يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد

والمشتري بتسليم الثمن المتفق عليه مسبقا.

خامسا - عقود المبادلات: عرفها بعض الكتاب على أنها اتفاق تعاقدي على تبادل تدفقات نقدية معينة في تاريخ

لاحق، وتتكون عمليات المبادلة من عقد بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول بدفع مبلغ محدد إلى الطرف

الثاني الذي يتعهد بدوره بدفع مبلغ محدد في نفس التاريخ إلى الطرف الأول.

من أشهر أنواع عقود المبادلات، ما يلي:

1- مبادلات العملات: مبادلة العملة هي عبارة عن بيع (أو شراء) عملة معينة في تاريخ استحقاق معين ثم شراء (أو بيع) نفس العملة في تاريخ استحقاق آخر، حيث يقوم طرفان بعقد اتفاق بينهما يتضمن عمليتين:

1-1- العملية الأولى: عملية شراء (أو بيع) عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الأنّي بسعر الصرف الأنّي بين العملتين؛

1-2- العملية الثانية: عملية بيع (أو شراء) في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقاً بين العملتين.

2- مبادلات أسعار الفائدة: يتم التعامل بهذه النوع من العقود في سوق الأوراق المالية بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول اتجاهات تقلبات أسعار الفائدة من جهة أخرى. هذه المبادلات تعتمد على التعاقد بين طرفين يلتزم أحدهما بدفع معدل فائدة بت (طويل أو متوسط الأجل) على مبلغ محدد بعملة معينة، دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ بينما يتعهد الطرف الثاني بدفع معدل فائدة متغير (قصير الأجل).

3- مقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة: تتشابه العقود المستقبلية مع العقود الآجلة في أنهما تهتمان بتعاملات تنفذ في وقت مستقبلي وتضمنان تحديد كل من الأصل المتفق عليه، سعره، كميته ووقت تسليمه، غير أن هناك أوجها كثيرة للاختلاف بينهما تتضح من خلال نقاط المقارنة الآتية التي تساعد أيضاً في إعطاء تفاصيل أدق حول نوعي العقدين:

✓ بينما يجري التعامل على العقود الآجلة في السوق غير الرسمية فإنه يجري التعامل على العقود المستقبلية في السوق الرسمية؛

✓ العقود المستقبلية جميعها نمطية في بنودها وشروطها خلافاً للعقود الآجلة التي يجري تفصيلها وفقاً لرغبة وتفضيلات المتعاقدين؛

✓ العقود المستقبلية يقوم فيها طرفي التعاقد يداع مين ابتدائي لدى غرفة المقاصة والتي تقوم بدورها كوسيط وضامن لكل عملية تتم من خلال بورصة العقود. وفي غياب هذه الجهة فإن كل طرف يصبح مسؤولاً أمام الآخر، فإذا لم يوف أحدهما لالتزامه تعرض الطرف الآخر لمخاطر عدم الوفاء، بينما لا يوجد التزام على المتعاقدين في العقد الآجل يداع هذا التأمين.

كما يمكن أن نلاحظ الميزات التالية للعقود المستقبلية:

✓ لا تتم المتاجرة بالعقود المستقبلية بين المصارف فهي تتم فقط في الأسواق المالية التي حددت مواصفاتها وأوقات المتاجرة بها ومواعيد الاستلام والتسليم؛

✓ الالتزام يتم مستقبلاً ولكن بشروط تتم في الوقت الحاضر؛

✓ إن العقود المستقبلية متجانسة ومتماثلة مما يسهل فهمها والتعامل بها.

كما يمكن أن نميز بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية، وذلك على النحو التالي:

**الجدول رقم (04) : التمييز بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية**

العقود المستقبلية	عقود الخيارات
عقد حقيقي ملزم للطرفين	يعطي الحق لمشتري الخيار الحرية في تنفيذ العقد
يترتب عليه صفة شراء أو بيع فعليته	لا يترتب عليه صفة شراء أو بيع فعليته
يدفع كلا من طرفي العقد هامشاً معيناً كمقدم يسترد عند إنجاز التسوية	مشتري الخيار وحدة هو الذي يدفع العلاوة أو المكافأة
يتعرض المستثمر لدرجة كبيرة من المخاطر	يتعرض المستثمر لدرجة أقل من المخاطر من العقود المستقبلية

سادساً: الأوراق الهجينة: هي تلك القيم التي تجمع بين خصائص الأسهم التي تمثل حق الملكية والسندات التي تمثل حق الدائنية، ومن أهم أنواعها ما يلي:

1- شهادات الاستثمار: عبارة عن شهادات تمثل جزءاً من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية، وفي المقابل لا تعطي له الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العامة وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتوفير مصادر تمويل للمؤسسة مع المحافظة على حق سيطرة المساهمين القدامى على توجيهها، ومراقبة إدارتها على النحو الذي كانت عليه قبل إصدار شهادات الاستثمار؛

2- سندات المساهمة: سندات تصدر عن شركات المساهمة الخاصة أو العامة، تعتبر ديون أبدية وبمثابة أموال شبه خاصة حيث يتحصل صاحبها على عائد يتكون من جزء بت والآخر متغير حسب النشاط أو النتيجة المحققة من طرف الشركة المصدرة له، ولا يوجد لها تاريخ استحقاق؛

3- حصص التأسيس: عبارة عن صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، تصدرها شركات المساهمة بدون قيمة اسمية ولا تمثل حصة في رأس المال، تمنح أصحابها الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة مقابل ما قدموه من خدمات أثناء سبب الشركة.

قد تصدر هذه الحصص عند سبب الشركة عندئذ تسمى حصص التأسيس، كما قد تصدر عند زيادة رأس المال فتسمى حصص الأرباح، وتمنح هذه الحصص عادة للمؤسسين كمكافأة لهم على جهودهم والخدمات المقدمة للشركة، كما تمنح أيضاً لأصحاب براءات الاختراع وغيرها من الأصول المعنوية التي يصعب تحديد قيمتها نقداً.