

المحاضرة 6: المشتقات المالية في الأسواق المنظمة: المستقبلات

تمثل المشتقات المالية أدوات مالية نشأت استجابة لحاجة المستثمرين إلى التحوط ضد المخاطر وتقليل التقلبات السوقية. وقد عرفت الأسواق المالية تطورًا كبيرًا في العقود الأخيرة، خصوصًا بعد انتقالها من التعاملات التقليدية إلى التعاملات المعقدة التي تشمل أدوات مالية ذات طابع مركب، من أبرزها المشتقات المالية.

تُداول هذه الأدوات ضمن سوقين رئيسيين: السوق غير المنظم (OTC) حيث تتم العقود باتفاقات ثنائية، والسوق المنظم (Organized Exchange) الذي يخضع لرقابة الجهات التنظيمية ويتميز بتوحيد العقود وقواعد التداول والضمانات.

من بين هذه المشتقات، تبرز العقود المستقبلية كأحد أبرز الأدوات المستخدمة سواء للتحوط أو المضاربة أو حتى لإدارة المحافظ المالية المتقدمة، وتتميز بتداولها في بورصات منظمة وفق آليات دقيقة، ما يجعلها أكثر شفافية وأقل مخاطرة مقارنة بالعقود غير المنظمة.

1- تعريف العقود المستقبلية (Futures Contracts)

العقد المستقبلي هو اتفاق ملزم قانونًا بين طرفين لشراء أو بيع أصل معين (مثل السلع، المؤشرات، العملات، الأوراق المالية،...) في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر متفق عليه عند توقيع العقد. تتميز هذه العقود بتوحيد خصائصها من حيث الكمية، تاريخ التسليم، ونوعية الأصل محل العقد.

تُداول العقود المستقبلية في بورصات العقود **Futures Exchanges**، مثل بورصة شيكاغو التجارية (CME) أو بورصة يورونكست (Euronext)، حيث يتم تنميط العقود بما يتيح للمستثمرين التداول بسهولة ودون الحاجة لإعادة التفاوض مع كل صفقة.

يختلف العقد المستقبلي عن العقد الآجل (Forward) في أن هذا الأخير يتم خارج السوق المنظمة، مما يضيف عليه طابعًا خصوصيًا لا يخلو من مخاطر الطرف المقابل.

مثال: يمكن لمستثمر توقيع عقد مستقبلي لشراء 1000 برميل نفط في ديسمبر بسعر 80 دولارًا للبرميل، بغض النظر عن السعر في السوق عند حلول تاريخ التسليم.

2- آلية التعامل بالعقود المستقبلية

تتم عملية التداول بالعقود المستقبلية داخل بورصات منظمة، وتخضع لآلية دقيقة تضمن الشفافية وتقليل المخاطر، ويمكن تلخيص مراحل التعامل كما يلي:

أ. فتح الحساب وضمانات التداول:

لكي يتمكن المستثمر من التداول بالعقود المستقبلية، يجب عليه فتح حساب لدى وسيط مالي معتمد (Broker)، والذي يشترط بدوره إيداع هامش أولي (Initial Margin) كضمان للتداول.

ب. تنفيذ الصفقة:

عند قيام المستثمر بشراء أو بيع عقد مستقبلي، يُسجل العقد في نظام البورصة ويُخصم الهامش الابتدائي من رصيد المستثمر. لا يتم تسليم الأصل في هذه المرحلة، بل يتم تسجيل الالتزام فقط.

ج. التسوية اليومية: (Mark-to-Market)

يتم تحديث حساب كل متعامل في نهاية كل جلسة تداول بناءً على السعر الجديد للعقد (Settlement Price) الفارق بين السعر الأصلي وسعر التسوية يتم إضافته أو خصمه من حساب المستثمر بشكل يومي.

د. إغلاق المركز:

يمكن للمستثمر إغلاق مركزه قبل تاريخ الاستحقاق عن طريق القيام بعملية عكسية (شراء في حال البيع أو العكس)، أو انتظار تاريخ التسليم في حال كان العقد فعليًا قابلاً للتسليم.

هـ. التسليم أو التسوية النقدية:

تنتهي بعض العقود بالتسليم الفعلي للأصل (مثل القمح، النفط)، بينما تنتهي الأخرى بالتسوية النقدية (مثل مؤشرات الأسهم).

3- أساسيات تنميط العقود المستقبلية

تنميط العقود المستقبلية (Standardization) هو ما يميزها عن العقود الآجلة، ويجعلها قابلة للتداول في الأسواق المنظمة. تشمل عملية التنميط الجوانب التالية:

أ. نوع الأصل محل العقد:

قد يكون الأصل سلعة أولية (كالذهب أو القمح) أو أصلًا ماليًا (سند، سهم، مؤشر).

ب. كمية الأصل:

يتم تحديد كمية الأصل في كل عقد، مثال: عقد ذهب واحد يعادل 100 أونصة.

ج. تاريخ التسليم:

تكون تواريخ التسليم محددة مسبقًا من قبل البورصة (مثل مارس، يونيو، سبتمبر، ديسمبر).

د. سعر العقد:

هو السعر المتفق عليه بين المشتري والبائع لتنفيذ العقد في المستقبل، ويتغير حسب ظروف السوق.

هـ. طريقة التسوية:

تحدد البورصة ما إذا كان العقد يُسوى نقدًا أو بالتسليم الفعلي.

و. العملة المستخدمة:

كل عقد يحدد العملة التي يُقَوَّم بها الأصل محل العقد (عادة بالدولار الأمريكي أو اليورو).

ز. رموز العقود:

تُمنح العقود المستقبلية رموزًا معيارية تسهّل التعرف عليها، مثل CL للمشتقات المتعلقة بالنفط.

مثال على التنميط: عقد مستقبلي للنفط الخام في بورصة NYMEX يتضمن:

- الأصل: خام غرب تكساس المتوسط (WTI)

- الكمية: 1000 برميل
- تاريخ التسليم: الشهر المقبل (حسب دورة التسليم)
- التسوية: بالتسليم الفعلي
- العملة: الدولار الأمريكي

4- الهامش الابتدائي وهامش الصيانة

تعتمد العقود المستقبلية على نظام الهوامش كآلية لضمان التزام الطرفين ببند العقد وتقليل مخاطر التخلف عن الدفع، نظرًا لأن القيمة الكاملة للعقد لا تُدفع مقدمًا.

أ. الهامش الابتدائي (Initial Margin)

هو مبلغ مالي يُودع عند فتح المركز، ويُحتسب كنسبة من القيمة الإجمالية للعقد (عادة بين 5% إلى 15%). يُعد هذا الهامش ضمانًا أوليًا لتغطية خسائر محتملة، ويختلف باختلاف درجة تقلب الأصل محل العقد ومستوى المخاطر.

مثال: إذا كانت قيمة العقد المستقبلي لشراء 100 أونصة ذهب بسعر 2,000 دولار للأونصة = 200,000 دولار، والهامش المطلوب هو 10%، فإن الهامش الابتدائي = 20,000 دولار.

ب. هامش الصيانة (Maintenance Margin)

هو الحد الأدنى الذي يجب أن يبقى في حساب المستثمر. إذا انخفض الرصيد دون هذا الحد بسبب خسائر السوق، يتم إصدار ما يسمى بـ **نداء الهامش (Margin Call)**، ويُطلب من المستثمر إعادة الرصيد إلى مستوى الهامش الابتدائي.

مثال توضيحي:

- الهامش الابتدائي: 20,000 دولار
- هامش الصيانة: 15,000 دولار
- إذا خسر المستثمر 6,000 دولار، يُصبح الرصيد 14,000 دولار → يتم إصدار Margin Call بقيمة 6,000 دولار لإرجاع الرصيد إلى 20,000 دولار.

ج. التسوية اليومية (Mark-to-Market)

يتم تقييم العقد يوميًا حسب سعر السوق الجديد، وتُضاف أو تخصم الأرباح والخسائر من رصيد المستثمر مباشرة، مما يجعل العقود المستقبلية أكثر شفافية ويقلل من مخاطر التخلف.

5- استخدامات العقود المستقبلية

تُستخدم العقود المستقبلية على نطاق واسع في الأسواق المالية والسلعية، وتتنوع أغراض استخدامها بين:

أ. التحوط (Hedging)

تُستخدم للتحوط من تقلبات الأسعار، خاصة لدى المنتجين والمستهلكين الكبار.

مثال: مزارع يتوقع انخفاض سعر القمح، فيبيع عقدًا مستقبليًا الآن بسعر ثابت، لحماية إيراداته المستقبلية.

ب. المضاربة (Speculation)

يستغل المستثمرون تقلب الأسعار لتحقيق أرباح رأسمالية دون نية تسلم الأصل أو تسليمه.

مثال: مضارب يعتقد أن سعر النفط سيرتفع، فيشتري عقدًا الآن بسعر 75 دولارًا ويبيعه لاحقًا عندما يصل إلى 80 دولارًا.

ج. المراجحة (Arbitrage)

تستغل الفروقات السعرية بين السوق الفوري والسوق المستقبلي لتحقيق ربح خالٍ من المخاطر.

مثال: إذا كان سعر الذهب الفوري = 1,950 دولار وسعر العقد المستقبلي بعد 3 أشهر = 2,000 دولار، يمكن للمراجح بيع المستقبلي وشراء الفوري لتحقيق فرق السعر.

د. إدارة المحافظ (Portfolio Management)

تستخدم المؤسسات المالية العقود المستقبلية لتعديل مكونات محافظها الاستثمارية بسرعة وفعالية دون شراء الأصول الأساسية فعليًا.

مثال: صندوق استثمار يريد تقليل تعرضه لمؤشر S&P 500 مؤقتًا دون بيع الأسهم، فيقوم ببيع عقود مستقبلية على المؤشر.

6- تقييم العقود المستقبلية (Valuation of Futures Contracts)

يتم تقييم العقود المستقبلية بناءً على نموذج تكلفة الحمل (Cost of Carry Model)، الذي يأخذ في الاعتبار السعر الفوري للأصل، ومعدل الفائدة، والمدة حتى الاستحقاق.

أ. في حالة الأصل لا يوزع عوائد:

صيغة السعر المستقبلي:

$$F = S \times e^{(r+c) \times T}$$

حيث:

- F : السعر المستقبلي (Forward Price)
- S : السعر الفوري (Spot Price)
- e : أساس اللوغاريتم الطبيعي
- r : معدل الفائدة الخالي من المخاطر
- T : الزمن حتى تاريخ التسليم (بالسنوات)
- C : تكاليف التخزين أو التأمين وغيرها من تكاليف الاحتفاظ (Cost of Carry)

مثال تطبيقي 1:

- السعر الفوري لأونصة الذهب = 2000 دولار
- معدل الفائدة السنوي = 5%
- $T = 0.5$ سنة
- تكاليف الاحتفاظ = 0

الحساب:

$$F = 2000 \times e^{(0.05 \times 0.5)}$$

$$F \approx 2000 \times e^{0.025}$$

$$F \approx 2000 \times 1.0253 = 2050.6 \text{ دولار}$$

إذن السعر العادل للعقد المستقبلي 2050.6 = دولار.

ب. في حالة الأصل يوزع عوائد (مثل الأسهم):

الصيغة تصبح:

$$F = S \times e^{((r+c - q) \times T)}$$

حيث:

• q : معدل توزيعات العائد السنوية (dividend yield)

مثال تطبيقي 2:

• السعر الفوري لمؤشر بورصة = 3000 نقطة

• معدل الفائدة السنوي = 6%

• معدل العائد الموزع = 2%

• $T = 1$ سنة

• $C = 0$

الحساب:

$$F = 3000 \times e^{((0.06 - 0.02) \times 1)}$$

$$F = 3000 \times e^{0.04} \approx 3000 \times 1.0408 = 3122.4 \text{ نقطة}$$

السعر المستقبلي العادل 3122.4 = نقطة.

خاتمة

تمثل العقود المستقبلية إحدى الأدوات المالية المشتقة الأكثر استخدامًا في الأسواق المنظمة، لما توفره من مرونة وشفافية في إدارة المخاطر، سواء بالنسبة للمستثمرين الأفراد أو المؤسسات المالية. يتيح تنميط

العقود المستقبلية ضمن بورصات منظمة إمكانية تداول هذه العقود بطريقة فعالة وآمنة، بفضل آلية التسوية اليومية ونظام الهوامش الذي يقلل من مخاطر الطرف المقابل.

وقد تبين من خلال الشرح التفصيلي أن العقود المستقبلية ليست فقط أدوات للتحوط ضد تقلبات الأسعار، بل يمكن أن تكون أدوات فعالة للمضاربة والمراجحة، خاصة إذا أُحسن استخدامها وفهم آليات تقييمها القائمة على نموذج تكلفة الحمل.

المراجع

1. بوزيد، محمد(2020) ، *الأسواق المالية والبورصات* ، دار الهدى للطباعة والنشر، الجزائر.
2. منصوري، فاطمة الزهراء(2019) ، *المشتقات المالية وتطبيقاتها في التحوط*، دار الكتاب الجامعي، الجزائر.
3. براهيم، عبد الرزاق(2018) ، *مبادئ الأسواق المالية*، دار المعرفة، الجزائر.
4. حمدي، حسين(2021) ، *الهندسة المالية وإدارة المخاطر*، دار صفاء للنشر، الأردن.
5. John C. Hull (2017), *Options, Futures and Other Derivatives*, 10th Edition, Pearson Education.
6. Fabozzi, Frank J. (2013), *Handbook of Finance – Volume II: Investment Management and Financial Management*, Wiley.
7. Revue Banque (2020), *Les produits dérivés et les marchés organisés*, Paris.