

استخدام العقود الآجلة لأغراض التحوط: دراسة تطبيقية في شركات الاستثمار المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية

م. د. ندى عبد القادر عبد الستار الشريدة*
كلية الإدارة والاقتصاد / قسم إدارة الأعمال
جامعة البصرة

المستخلص:

يهدف البحث توضيح المفاهيم النظرية للعقود الآجلة وكيفية استخدامها لأغراض التحوط، وقد اجري البحث على عينة من شركات الاستثمار المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية وكان عددها (6) شركات خاصة، وقد انطلق البحث من مشكلة مفادها أن الجانب النظري لموضوع العقود الآجلة يتسم بالوضوح، أما من الناحية التطبيقية فإنه يتسم بالغموض في ظل بيئة مضطربة وسوق يتسم بضعف الكفاءة وهذا من ثم يُعد مشكلة تستحق الدراسة.

وقد استخدمت الباحثة مقاييس وأدوات مالية لهذا الغرض، وقد خرجت الدراسة بعدد من الاستنتاجات أهمها (أمكن استخدام العقود الآجلة كأدوات تحوط للحماية من التغيرات التي يمكن أن تطرأ على أسعار الفائدة في الأسواق المالية، لذلك أن الشركات المشمولة بالبحث تسعى باتجاه اعتماد استراتيجية التحوط من المتغيرات في أسعار الفائدة على القروض)، والتوصيات المهمة كانت منها (ضرورة اعتماد الشركات اساليب تنبؤ قيمة كالأساليب الاحصائية والرياضية وبحوث العمليات، ويمكن لها اعتماد برامج الحاسوب الخاصة، لغرض اعتماد استراتيجية التحوط).

الكلمات الدالة:

التحوط، والعقود الآجلة، والفورية، والمستقبلية، والقيمة، والأدوات المالية.

* E-mail: medalnarmoonnarmo@yahoo.com

المبحث الأول

الإطار النظري للبحث

أولاً: مفهوم العقود المستقبلية (Futures Contracts)

العقد المستقبلي هو عقد نمطي لبيع السلع وشراءها أو الموجودات المالية التي يكون تسلمها في وقت محدد في المستقبل، ويحدد سعرها وقت إبرام العقد في سوق مالي منتظم لهذه الغاية، كما إنها تمثل أخذ آليات أو أدوات المشتقات المالية، إذ تشتق قيمته من موجود اساسي، يمثل سلعة مادية، ومؤشر أسهم، وأسعار فائدة أو عملات أجنبية (Barely, 2000, 763).

وقد جرى التعامل في العقود المستقبلية لأول مرة من خلال بورصة شيكاغو في عام 1972 وكانت محلاً لعقد العملات الأجنبية. ومنذ ذلك التاريخ شهدت العقود المستقبلية تطوراً مستمراً. ومن مميزات العقود المستقبلية إنها ليست وسيلة مهمة لاكتشاف السعر، وإنما وسيلة بديلة لاتخاذ المواقف، فضلاً عن ذلك يكون استعمال السلع الاساسية للأسعار موثقاً جيداً بالعملة، والعقود المستقبلية مؤشر للتحوط من مخاطر الأصول الأساسية إلا أن وقت التسليم في العقود المستقبلية يؤثر في حجم التداول وفي السعر أيضاً (sukanto, et al, 2011:98). ولفهم خصائص العقود المستقبلية ينبغي التفريق بين ثلاثة مفاهيم اساسية للعقود: العقود الفورية، والعقود الآجلة، والعقود المستقبلية. فالمفهوم الأول للعقود الفورية (sports contracts) يعني اتفاق بين طرفين - مشترٍ وبائعٍ على شراء موجود معين أو بيعه بسعر متفق عليه الآن، يوافق المشتري على منح قيمة الموجود فوراً حال التعاقد، ويوافق البائع على تسلم الموجود فوراً حال التعاقد (Saunders, 2000: 556). أما المفهوم الثاني فهو العقود الآجلة (Forward Contracts) وتعني اتفاقية بين طرفين اساسيين على شراء موجود معين أو بيعه بسعر محدد الآن وتاريخ تسليم معين في المستقبل (Damodran, 2000: 320)، يدعى الموجود الذي أبرم عليه العقد بالموجود الاساسي "Underlying Asset" والسعر المتفق عليه وفق العقد يسمى السعر الآجل "Forward Price". أما تاريخ تنفيذ العقد فيسمى تاريخ التسليم "Delivery Date" (Sharp, 1995: 17). أما المفهوم الثالث فهو العقود المستقبلية (Futures Contracts) فإنها تتميز بأنها عقود نمطية تأخذ شكلاً نمطياً يلتزم بمقتضاه الطرفان، أحدهما مشترٍ والآخر بائع، أي إنها بهذا الشكل تُعد عقوداً آجلة ولكنها لها حجم وشروط نمطية، وتاريخ نمطي أي أن العقد المستقبلي يجب الغاؤه عند تاريخ الانتهاء فقط.

- أما خصائص العقود المستقبلية فهي: (العارضي، 2013: 507-508)
1. الكمية: وهي الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد المستقبلي إذ تختلف مكوناته باختلاف الموجود محل التعاقد.
 2. أشهر التنفيذ: وهي الأشهر التي يلتزم بها بائعو العقود المستقبلية بتسليم الموجود إلى مشتري هذه العقود، أي إنها تمثل الأشهر التي تنفذ فيها هذه العقود المتداولة في كل سنة.
 3. شروط التسليم: وتتضمن هذه الشروط تسليم الموجود محل العقد وهي الأشهر التي سيكون التعامل فيها على أساس العقد والمدة الزمنية التي ينبغي فيها التسليم ودرجة الجودة للموجود محل التعاقد والوسيلة الفعلية التي يمكن للبائع فيها من تسليم الموجود.
 4. أدنى قلب سعري: هو أدنى قلب سعري مسموح به، ويشار إليه بحجم التحرك Ticksre.
 5. حدود سعر اليومية: وهو السعر الذي يحد من حركات السعر اليومية، ويعرف بأنه "الحد الأقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد" فإذا ارتفع أو أنخفض بمقدار الحد الأقصى في لحظة ما خلال اليوم فلا يمكن أن يتخطى السعر تلك الحدود.
 6. أيام التداول وساعاته: تحدد أسواق المستقبلية أوقات التعامل بالعقود المستقبلية من حيث ساعات التداول بالعقود المستقبلية من أول يوم حتى اليوم الأخير لتداول العقد وتستعمل المستقبلية كثيراً في عملية التحوط، وهذا النهج لا يأخذ بنظر الاعتبار الطبيعة الديناميكية للمخاطر السوقية فحسب، وإنما تكون فكرة التحوط الرئيسة هي الجمع بين التعامل النقدي والمستقبلي (الآجل) لتقليل تقلبات أسعار الأدوات المالية في آن واحد (Andani, et al, 2008: 2) وتبرم العقود المستقبلية على واحدة أو أكثر من الأدوات الآتية: (Garaj, 2011: 3)
1. الطاقة: النفط، والبنزين، والديزل، وزيت التدفئة، والغاز الطبيعي.
 2. العملات: اليورو، والجنيه الإسترليني، والين، وما إلى ذلك.
 3. المالية: العقود المشغلة لسعر الفائدة في الغالب الدولار واليورو.
 4. المؤشرات: مؤشرات الأسهم المتعددة في مختلف البلدان.
 5. المعادن: الألمنيوم، والذهب، والنحاس، والبلاتين، والفضة وما شابه.
 6. السلع: السلع كافة.
 7. الاستفسارات: الطقس، والأعاصير، وتساقط الثلج، والصقيع، والعقارات التجارية.

إن العقود المستقبلية بما إنها اتفاق بين البائع والمشتري فإن العلاقة بين الطرفين تكون غير مباشرة، وهناك بيت التسوية (Clearing House) الذي يتوسط الطرفين بما يضمن حقوق كلاً منها، فضلاً عن أن هذه العقود هي عقود نمطية فالشروط جميعاً عدا السعر والكمية هي شروط وليست محلاً للتفاوض مما يجعلها عقوداً غير شخصية (هندي، 2002: 66). ويأتي التمنيظ في العقود المستقبلية في أمور عدة منها: (رمضان، 2006: 48)

1. حجم العقد Contract size
2. تاريخ تنفيذ العقد Delivery Contract
3. الأسعار المستقبلية التي يكون التنفيذ على أساسها Future Price
4. متطلبات التعامل في البورصات المستقبلية ومنها أن يودع في البورصة كل طرف من أطراف العقد مبلغاً معيناً يسمى الهامش (The margin) فتتراوح قيمتها ما بين (5-15) % من قيمة العقد كضمان حين التنفيذ من أطراف العقد.
5. المواصفات الواجب توفرها في السلعة موضوع التعامل من حيث النوعية ومستوى الجودة.
6. طرق السلعة وتسليمها أو الأوراق أو العملات المتفق عليها.

وتتسم العقود المستقبلية بالسّمات الآتية:

1. موحدة وتتداول في البورصات.
2. تتحمل مخاطر التخلف عن السداد.
3. تستعمل لتجنب المخاطر الأخرى.
4. ترتبط بقيمة السوق بشكل يومي.
5. تفاصيل التنفيذ المختلفة تؤدي أيضاً إلى اختلاف التسعير لهذه العقود

() www.oil.maretreport.org.2011.

وتستخدم الأسواق المستقبلية لأغراض عدة منها: (العارضي، 2013: 511-512)

1. اكتشاف السعر Price Discovery: ويعرف اكتشاف السعر بأنه عكس المعلومات الخاصة بأسعار السوق النقدية الحاضرة المستقبلية من خلال أسواق المستقبلية، ويتحقق ذلك من خلال ثلاثة عوامل هي: الحاجة إلى المعلومات الخاصة بالسعر الحاضر في المستقبل، ودقة تنبؤ الأسواق المستقبلية بالأسعار المستقبلية، والتنبؤ بالأسواق المستقبلية بتبني أساليب للتنبؤ الأخرى.

2. التحوط Hedging: يعرف التحوط في العقود المستقبلية بأنه اتخاذ مركز في السوق المستقبلي معاكس للمركز المتخذ في السوق النقدي الحاضر للحد من مخاطر تغير الأسعار وحماية المركز النقدي من التقلبات السعرية غير المتوقعة.
3. المضاربة Speculation: تعرف المضاربة على إنها اتخاذ مركز طويل أو قصير في سوق المستقبلات من أجل تحقيق الأرباح وتحمل المخاطرة التي يرغب المتحوطون في تجنبها، أي الدخول في مركز مالي معين من الإسهام في فرصة استثمارية مربحة تتعلق بتحركات مواتية في الأسعار.
4. المراجعة Arbitrage: تنطوي المراجعة على تحقيق أرباح خالية من المخاطر من خلال الدخول في مبادلات وبوقت تزامن في سوقين مختلفين أو أكثر وذلك بشراء السلعة بسعر منخفض وبيعها بسعر مرتفع وهنا يتخذ المراجع، أما مركز طويل (شراء) أو مركز قصير (بيع) في السوق المستقبلي.

ثانياً: مفهوم العقود الآجلة Forward Contracts

العقود الآجلة من أقدم صور العقود المستقبلية، إذ تتعاقد عليها مؤسسات أو مؤسسة مالية وشركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين وبكمية محددة في موعد لاحق (سميرة ومصطفى، 2009: 11). وتنشأ العقود الآجلة عندما يوافق أحد الأطراف على شراء سلعة ما بسعر محدد في المستقبل، وعندما يوافق الطرف الثاني على بيع الموجود، وعادة يتسلم الموجود فعلاً في تاريخ التنفيذ، وقد يكون هناك مخاطر ائتمانية كبيرة ناجمة عن عدم قدرة أحد الأطراف في تنفيذ العقد لاسيما إذا كانت هناك تغيرات واضحة في سير الموجود الاساسي عندما يقترب موعد الاستحقاق (Brigham, 2002: 921) ويكون التعامل بالعقود الآجلة في السوق الموازية (OTC) أو الأسواق غير المنتظمة، ويكون تصحيحها على وفق الرغبة واحتياج الزبون من حيث حجم العقد وموعد التنفيذ (الشكرجي، 2007: 94). تعد العقود الآجلة أكثر جاذبية للمتعاقدين؛ لأنها تتطلب دفعة مقدمة من الأطراف سواءً أكان بائعاً أم مشترياً، وهذا يؤدي إلى تحفيز الآخرين في الدخول في هذه الاتفاقات، إذ أن القيمة الابتدائية لأي عقد في السوق تكون صفر عندما يكون وضع شروط التعاقد أو الاتفاق، وأن أي تغيير في ظروف السوق يزيد قيمة العقد لأحد المتعاقدين (Reilly & Brown, 2003: 912). والعقود الآجلة هي اتفاقيات يوافق فيها أحد الأطراف على شراء سلعة تجارية فوراً من دون أن يكون كلا الطرفين قوياً مالياً، وتوجد

مخاطر يعجز أحد الطرفين عن الوفاء بالعقد، ولا سيما إذا تغير سعر السلعة التجارية تغيراً كثيراً بعد التوقيع على الاتفاقية (Micheal, 2009: 1122) ويعرف على أنها نوع من أنواع المشتقات المالية، ولعدم وجود مواصفات محددة للعقود الآجلة من حيث حجم العقد أي كمية الموجودات المتداول بها، وتاريخ التسليم، وعدم وجود سوق مركزي، فأنها توفر نوعاً من المرونة عند التعامل بها وتكييفها بحسب حاجات مستعملها (Shah and Thomas, 2000: 5). فالعقد الآجل اتفاقية لبيع موجود ما أو شرائه في المستقبل بتاريخ وبسعر محدد مسبقاً (Hull, 2003: 19). وعلى وفق ما تقدم فإن العقد الآجل يحتمل نوعين من هذا السعر (John hull, 1995: 38-39)

1. سعر التنفيذ:

وهو السعر المتفق عليه لتنفيذ العقد آجلاً، ويكون تحديده بين طرفي العقد على وفق العرض والطلب ومدى رؤية كل منهما للإفادة من هذا السعر في المستقبل وتوقعاته عن المستقبل، ولا يتغير هذا السعر من تاريخ إبرام العقد حتى تاريخ التنفيذ.

2. السعر الآجل:

وهو سعر العملة أو الأصل موضع العقد الآجل في المستقبل، وهذا السعر يتغير بمرور الوقت مع تغير الأسعار في السوق، ويمكن القول أن سعر التنفيذ هو توقع للسعر الآجل في تاريخ إبرام العقد، ولكن ليس شرطاً أن يساوي في تاريخ التنفيذ ويمكن تحقيق خصائص العقود الآجلة على النحو الآتي: (Ashutosh & Satish, 2010: 18)

1. يكون تبادل هذه العقود في المنظمات.
2. تشمل هذه العقود على شروط موحدة من حيث الأصول الأساسية المتعامل بها والوقت.
3. ترتبط هذه العقود على مراكز لتبادل المعلومات لضمان حُسن سير السوق.
4. هنالك متطلبات الهامش والتسوية اليومية لتكون حماية إضافية.
5. المرونة وهذا يعني أن كلاً من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد لذلك إنهما يمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها مناسبة لأي سلعة.
6. لا تتمتع بالسيولة مقارنة مع المشتقات الأخرى، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصاً آخر يحل محله، ويقبل أن يكون يبيع العقد ضمن الموعد المحدد.

7. يكون التعامل بها في الأسواق الموازية، ويكون حجم العقد وموعد التنفيذ مرنين وأن وقت التعامل يكون فيها غير محدد ولا يتطلب هامشاً محدداً.
8. تحقق قيمة العقد الآجل فقط بتاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد.
9. يخضع العقد للأشراف والمتابعة من السلطة التنفيذية.
10. لا توجد أي نقود يجري تحويلها من طرف إلى آخر قبل انتهاء صلاحية العقد ويمكن حصر السمات المميزة لهذه العقود فيما يأتي: (السيد، 1997: 58)
- تصعب المضاربة بهذه العقود، إذ أن الغرض الأساسي لها هو الحماية من مخاطر التقلبات السعرية في المستقبل، ويوجد التزام بالتنفيذ من الطرفين، وليس هناك سوق ثانوية يكون تداولها منه.
- ليس لها شكل نمطي بينما يمكن الاتفاق على شروطها.
- يكون تحديد تاريخ الاستحقاق وسعر التنفيذ بدقة في هذا العقد، وتكون عقوداً نهائيةً بمجرد التوقيع، ولا يمكن الرجوع فيها أو تعديلها.
- يكون التنفيذ بتاريخ التنفيذ وليس قبله كما في عقود الاختيار الأمريكي. (بن علي، 2010: 339).

ويبين الجدول رقم (1) مزايا العقود الآجلة وعيوبها

الجدول رقم (1)			
مزايا العقود الآجلة وعيوبها			
ت	المزايا	ت	العيوب
1	تستعمل كأداة فاعلة في التحوط.	1	تتطلب ربط رأس المال، ولا توجد تدفقات نقدية وسيطة قبل التسوية.
2	يكون التعامل بها في الأسواق الموازية.	2	لا تخضع لنظم السوق المنظمة.
3	استعمال العقود الآجلة يوفر الحماية المطلوبة للسعر.	3	يصعب إلغاء العقد.
4	تستعمل أكثر من وسيلة للتعامل مع المنتجات.	4	مخاطر التخلف عن السداد تكون كبيرة.
5	يمتاز حجم العقد بالمرونة العالية.	5	صعوبة إيجاد الطرف الآخر.
6	يمكن استعمالها كإستراتيجية هجومية ويُذكر فيها المبلغ والمدة.		
7	لا تتطلب وجود هامش معين.		
8	لا يوجد وقت محدد للتعامل فيها.		
9	تمكن مطابقتها والمدة الزمنية للعرض فضلاً عن حجم الاموال النقدية المعروضة.		
Source:			
- www.financelarners.com.2012.p:1			

يتضمن العقد الآجل أركاناً أساسية، إذ لا يكون إبرام العقد في حال غياب أحدها وهي: (عبد علي، 2010: 54-55)

أ. الطرف الأول (مشتري العقد) Buyer of contract

ب. الطرف الثاني (بائع العقد) seller of contract

ت. السعر الآجل Forward Price

ث. الموجود الضمني محل التعاقد Underlying Asset

ج. تاريخ التنفيذ أو التسوية Settlement or Exercise Date

ومن الجدير بالتصحيح القول أن العقود المستقبلية هي امتداد طبيعي للعقود الآجلة، فالعكس هو الصحيح، إذ أن العقود الآجلة ما هي إلا عقود مستقبلية جرى تنميطها من حيث مستوى الجودة، وعدد الوحدات داخل العقد وتاريخ التسليم وغيرها (العارضي، 2010: 3)

ثالثاً: مفهوم التحوط ونسب التحوط.

1. التحوط

التحوط لغة يُستعمل للدلالة على تحديد المخاطر النظامية وغير النظامية وتقليصها ونقلها وإدارتها، وهناك من يفرق أو يميز بين التحوط والتأمين، بأن التحوط هو تقليص الخسارة من خلال التنازل عن إمكانية الربح، أما التأمين فهو دفع ثمن لتجنب الخسارة مع الاحتفاظ بإمكانية الربح، والتحوط هو تجنب المخاطر قدر الإمكان (سويلم، 2007: 38)، ولذا أن التحوط يكون مقبولاً إذا ما اقترن بالنشاط الحقيقي وبذلك يمكن تحقيق إيجابيات توزيع المخاطر من دون الوقوع في سلبيات المجازفة (قريشي، 2012: 15).

أما من جانب العلوم المالية فإن التحوط هو أخذ مركزين متضادين في آن واحد من حيث الخسائر المتحققة لأحد المراكز يجب أن تساوي أرباح المركز الآخر أي: اتخاذ مركز طويل وآخر قصير على الموجود نفسه ونقيضه (Mihailescu & Poppa, 2009: 40)، فالتحوط أن تحمي نفسك من مخاطر تقلبات الأسعار السلبية (Stewart & Peterson, 2009: 4) وللتحوط من الخطر فإن المنظمة تشتري موجوداً واحداً، وبالمقابل تباع قدرات من موجود آخر (Brealey, et al, 2008: 741)

يركز المديرون الماليون على مخاطر الصفقات عند قيامهم بالتحوط ضد مخاطر أسعار الصرف، وبهذا يحاول التحوط أن يزيل مخاطر السعر من خلال تثبيت سعر التبادل كي يكون بتاريخ لاحق، وبمعنى آخر فإن المخاطرة التي ينبغي تجنبها هي مخاطرة نظامية (Systematic Risk) أو مخاطرة السوق (Market Risk) وبما أن السعر متغير خلال عمر العقد فإن التحوط سوف يحقق الربح أو الخسارة على وفق تحركات الأسعار، فإذا كانت تلك التحركات في الاتجاه المتوقع والمرغوب فيه، فإن التحوط سوف يحقق الربح، أما إذا كان بالاتجاه المعاكس على مركز التحوط فإنه سوف يحقق الخسارة (العامي، 2010: 450).

وعلى الرغم من التحوط هو استراتيجية يتبعها المستثمر للتقليل من خسائره في موقف معين وذلك عن طريق اتخاذ الموقف المضاد باستعمال الأوراق المالية نفسها أو أوراق مالية مختلفة (الحناوي، 2006: 354)، إلا أنه في الغالب لا تكون عمليات التحوط كاملة، أي أن المستثمر لا يستطيع التخلص من خسائره المحتملة كلها في الحالات كلها، فالهدف من عملية التحوط هو تقليل الخسائر المرتفعة من دون التقليل بشكل كبير من العوائد المتوقعة (حنفي، 2004: 442)، ومن دوافع مشتري العقد الآجل الاحتياط لتقلبات أسعار الأوراق المالية أو السلع أو العملات الأجنبية وتجنب مخاطر الشراء بأسعار السوق التي قد ترتفع كثيراً في المستقبل مع احتفاظ المشتري بحقه في الإفادة من الانخفاض في الأسعار حال حدوثها، بعدم ممارسة حقه في شراء ما يحتاج إليه من السوق بالسعر الأقل (مصيدات، 2010: 33).

وهناك فوائد عدة للتحوط باستعمال العقد الآجل (Anderson, et al, 2011: 4):

1. المرونة في تحديد الوقت المناسب للتسليم الفعلي وهو فهم فيما يتصل بالمستثمرين ولاسيما تجار المحاصيل الزراعية.
2. المرونة الكافية لاتخاذ مراكز مغايرة نتيجة التغيرات التي تحصل على الأسعار أو الظروف التي تطرأ على المحاصيل الزراعية.
3. السماح للمستثمرين بالمضاربة في حال ارتفاع الأسعار في المستقبل مقارنةً بالأسعار الحالية.
4. توفير الوقت الكافي لتحسين قدرات المستثمرين، إذ أن التسعير لمحصول معين يستغرق (20-24) شهراً وهو وقت كافٍ لإبرام العقد الآجل.

2. نسب التحوط وأنواعها

إن نسب التحوط هي النسب التي تجيب على سؤالين مهمين: الأول هو كيفية تقدير العدد الأمثل، والثاني كيفية قياس كفاءة استراتيجية التحوط، وهذه النسب من شأنها أن تقلل المخاطر على عائد محفظة التحوط (Carol, et al, 2007: 7-8) وهذه النسب هي كالآتي:

1. (OLS): معامل الانحدار ويحسب من خلال المعادلة الآتية:

$$ST = a + Bf_t + \varepsilon_t$$

إذ أن:

ST, f_t : عائدات السجل اليومي عن المؤشر المستقبلي.

2. (ECM): التقدم والتأخر، ويطلق على عملية تسريع المقبوضات والمدفوعات النقدية بالعملة الأجنبية بالتقديم أو التعجيل (Leading)، ويطلق على التباطؤ في التسديد والتسليم بالتأخير (Legging)، لأن التقديم والتأخير في المدفوعات النقدية هما عمليتان تتحققان إذا توفرت القناة في أسعار الصرف التي ستتغير وبشكل كبير بين الوقت الحالي وتاريخ الاستحقاق (فارس، 2008: 79).

وتظهر هذه العملية التوقعات المتعلقة بالتحركات المستقبلية للعملة (Madura, 329: 2000، على فرض أن منظمة بريطانية تدين بمبلغ مليون دولار لمنظمة أمريكية نتيجة تسوية حصلت لشهرين، وكانت تتوقع بأن سعر الدولار سينخفض مقابل الجنيه الإسترليني، خلال هذه المدة فإن المنظمة البريطانية قد تحاول الحصول على دفعات مبكرة لتجنب هذه الحركة المغايرة في السعر، وللوصول إلى ذلك قد تعرض بعض المحفزات المالية للشركة الأمريكية، هذا الإجراء على مدة التسوية يسمى التقديم وبحسب المعادلة الآتية: (Atrill, 2000: 246-247)

$$E_t = \frac{SH_t - Su_t}{Su_t}$$

إذ أن:

E_t تدل على التوقعات المستقبلية.

SH_t و Su_t تدل على الفروقات المشروطة المتحققة غير المحمية وغير مغطاة من العوائد وعند التصحيح لعائدات التداول والتنفيذ يكون بحسب المعادلة الآتية:

$$S_t - a + B_1 F_t + B_2 S_t - 1 + B_3 f_t - 12_t - 1 + \varepsilon_t$$

إذ أن:

Z هو الفرق بين سجل العقود وسجل السعر من سعر الأسهم من خلال نسبة (OLS) والتقدير هو نسبة للحد الأدنى (8: 2007: carol, et al).

3. (EWMA) نسبة المربعات الصغرية العادية: ويستعمل للتقديرات المتوسطة للعقود وبحسب المعادلة الآتية:

$$B_t = \frac{Ssf.t}{Sf^2.t}$$

إذ أن:

Sf^2 تباين العقود لعائدات التغير إلى مجموع المبيعات.

Ssf تباين العقود لعائدات التغير إلى المجموع الكلي.

B التعرض لمخاطر سعر العرض.

والتحوط أصبح ممارسة شائعة بين الشركات العاملة ومديري شركات المساهمين وأصحاب المصلحة الذين يتجنبون المخاطرة من خلال التحوط وسوف يقلل المخاطر ويؤدي إلى زيادة الأرباح من خلال التحوط ضد انخفاض صافي القيمة النقدية (Denise, 2008: 18).

3. عوامل صياغة استراتيجية التحوط

وهناك عوامل عدة تأخذها الشركات بعين الاعتبار عند صياغة استراتيجية التحوط من المخاطر هي: (Haven, 2010: 13)

1. قرارات التحوط مقابل الانتاج والتجارة: بالنسبة للشركات المتعددة الجنسيات هو تخصيص رأس مال بين مختلف الإنتاج والمبيعات، وفي الوقت نفسه للتحوط من تعرضهم لتباين أسعار الصرف (Broll, 1993: 425).

2. تكلفة التحوط: يكون من خلال التحوط في سوق المشتقات المالية أو من خلال أسواق المال، وفي كلتا الحالتين يجب أن تكون تكلفة التحوط هي الفرق بين القيمة التي وردت من التحوط وقيمة الشركة للتحوط، أن التكاليف المتوقعة لتغطية المخاطر في سوق المال هي تكلفة المعاملات، فضلاً عن الفرق بين سعر الفائدة والقيمة المتوقعة من الفرق في الحاضر والمستقبل، وينبغي أن يسفر كلا النوعين من التحوط عن نتائج مماثلة في التكاليف نفسها؛ وذلك لأن أسعار الفائدة وأسعار الصرف الآجلة والخيارات هي قرار واحد في وقت واحد (Hiren, 2010: 14).

3. العوامل المؤثرة في قرارات التحوط للعملاء الأجنبية: أن قرارات الشركة للتحوط من المخاطر التي تتعرض لها الشركة هي الأكثر ميلاً في استعمال المشتقات المالية ولاسيما عقود الخيارات للتحوط من المخاطر (Allayamins & ofek, 2001: 273).

وعند دراسة العوامل المؤثرة في قرارات التحوط يجوز للشركة اختيار أي واحد أو مجموعة من أي مزيج من اساليب التحوط كما في الشكل رقم (1) الآتي: (Hiren, 2010: 14)

الشكل رقم (1)
أساليب إدارة المخاطر (التحوط)



Source:

- Hiren Maniar "Hedging of foreign Exchange risk by corporate India" Paper
Resented at 6th finance conference – Portugal finance , 2010, p:17.

ومن خلال اعتماد العقود الآجلة يكون اكتشاف سبل وطرق جديدة لإدارة المخاطر، ويكون ذلك من خلال تحليل المخاطر المجتمعة في الأدوات المالية التقليدية وتجزئتها، مثل مخاطر سعر الفائدة، ومخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية، ومخاطر تقلب الأسعار، وإدارة كل نوع من هذه المخاطر من خلال عملية التحوط، ويستعمل المتعامل هذه الادارة لضمان بيع موجوداته بسعر لا يقل عن سعر التنفيذ ولاسيما إذا ما انخفضت الأسعار بأقل من هذا السعر في الأسواق المالية، وتكون هذه العملية من خلال أخذ مركز طويل (الشراء) في السوق الآجلة لمقابلة البيع في السوق النقدية الحالية، وهي تمثل عملية شراء بسعر يتفق عليه اليوم ولكن تسليم الموجود يكون في وقت محدد في المستقبل ويكون الاتفاق بين الطرفين، والطرف الذي يشتري بتاريخ مستقبلي يسمى صاحب المركز الطويل، أما الطرف الآخر الذي يسلم الموجود في التاريخ المستقبلي المتفق عليه يسمى صاحب المركز القصير (العارضي، 2010: 5).

إن التحوط بالعقود الآجلة يعد من أدوات التحوط القائمة على عقود المعارضة التي يراد بها تحقيق الأرباح (قرشي، 2012: 16) وأن أحد أهداف استعمال العقود الآجلة هو التحوط من آثار تذبذب أسعار صرف العملات بالنسبة للمتعاملين الذين لديهم التزامات آجلة (380: 2002, santomero & Babbel)، ويمكن تقويم فعالية العقد الآجل في التحوط ضد المخاطر من خلال مقارنة التغيرات التي تحدث للسعر الآجل مع التغيرات التي تطرأ على السعر الفوري، فإذا كانت هذه التغيرات متقاربة أو متساوية فالتحوط يكون غير فعال (Josef & John, 2012: 3).

وهناك أسباب خاصة بالشركات تدفعها باتجاه التحوط هي (Brealey et al, 2001: 862):

1. هي عملية لا تنطوي على تكاليف عالية أي أنها تتضمن كلف منخفضة نسبياً قد تصل (للسفر) إذا كان سعر الصرف الآجل مساوياً لسعر الصرف الحاضر في المستقبل.
2. إن سوق الصرف الأجنبي هو سوق كفاء على الأقل فيما يتصل بالعملات الرئيسية فالمراجعة ينبغي إن تساوي (صفرًا) إلا إذا امتلك المديرون الماليون والمتعاملون في ذلك السوق معلومات خاصة.

وتتجه الشركات الكبيرة التي ترغب في التحوط ولاسيما على أسعار الصرف الأجنبي إلى اقتناء العقود الآجلة بوصفها وسيلة تستعمل لمعالجة تقلب عوائد العملات الأجنبية ولتحوط استثماراتها من الأسهم وكذلك من فروعها الأجنبية، ومن أجل استعمال العقود الآجلة تقوم الشركات ذات الاستثمار العالمي مثل الشركات المتعددة الجنسية ببيع تلك العملة المرتبطة بحساباتها القابلة للقبض آجلاً (Madura, 2000: 310).

ولكي تكون العقود الآجلة مفيدة في التحوط فأن أسعارها يجب إن تكون مرتبطة بشكل نظامي بالأسعار الفورية للسلع المراد تحوطها؛ لذلك إن نقطة البداية في أي برنامج تحوط هي البحث الدقيق والحذر عن هذه العلاقة في موقع المتعامل وبرنامج البحث في هذا سيستعمل على تحليل الارتباط بين الأسعار الآجلة والأسعار الفورية للسلع، وغني عن المعرفة إن مفهومي معامل الارتباط وتحليل الانحدار شائعان جداً؛ فالارتباط هو مؤشر للعلاقة بين متغيرين ومعامل الارتباط هو رقم يتراوح بين (-1) و (+1) ويقيس قوة العلاقة الاحصائية المفيدة جداً واتجاهها والمرتبطة به هو معامل التحديد (R^2) وهو عبارة عن

مربع معامل الارتباط وقيمة هذا المعامل تتراوح بين الصفر والواحد الصحيح وهو يقيس أيضاً قوة العلاقة بين المتغيرين لكن له تفسيراً آخر مهماً فهو نسبة التغير بأحد التغيرات التي يفسرها المتغير الآخر وفي مجال السوق الآجل فإن رمز (R^2) يفسر بأنه مقدار الانخفاض بالمخاطرة نتيجة استعمال العقود الآجلة (Brown & Errera, 1987: 71-72). وتعرف فاعلية التحوط (Hedging Effectiveness) على أنها نسبة التباين (المخاطرة) التي جرى التخلص منها بالتحوط أو هي درجة حماية المركز النقدي من التقلبات السعرية وتخفيض مخاطرة السوق عن طريق الاحتفاظ بمركز في السوق الآجل وتقاس بمربع معامل الارتباط بين التغيرات في الأسعار الفورية للسلعة المراد تحوطها والتغيرات بأسعار العقود الآجلة المستعملة في التحوط أي (R^2) ويحسب كالآتي: (Hull, 1998: 92)

$$R^2 = HR \times \left(\sigma^2 \frac{F}{S} \right)^2$$

إذ أن :-

HR تدل على المخاطرة.

$\sigma^2 F$ تدل على تباين السعر الآجل.

$\sigma^2 S$ تدل على تباين السعر الفوري.

وبعبارة أدق تقاس فاعلية التحوط بمعامل التحديد (R^2) وكلما اقترب هذا الأخير من الواحد الصحيح زادت درجة المواءمة في الانحدار بين التغيرات في السعر الفوري والسعر الآجل وزادت فاعلية التحوط (kolb, 1997: 140).

المبحث الثاني

منهجية البحث

جرى تناول منهج البحث الحالي من خلال فقرات عدة وهي كما يأتي:

أولاً: مشكلة البحث

ويمكن إيجاز مشكلة البحث بالجوانب الآتية:

1. تواجه شركات الاستثمار منافسة كبيرة مع غيرها العاملة في القطاع نفسه، ومما زاد من حدة المنافسة انفتاح البلد على البيئة العالمية.
2. تمارس شركات الاستثمار نشاطاتها المالية على آليات متقدمة كثيراً لا يمكن لها إن تكون قادرة على مواجهة المنافسة الدولية.
3. على حد علم الباحثة قلة الدراسات، حتى إن الدراسات النظرية والتطبيقية التي تناولت موضوع البحث (العقود الآجلة) اقتصرت في أغلبها على مستوى الدول المتقدمة ومحدوديتها على المستوى المحلي.

ثانياً: أهمية البحث

تأتي أهمية البحث من أهمية الموضوع الذي يتناوله وهو هنا استخدام العقود الآجلة لأغراض التحوط المالي وما ينطوي عليها من قرارات مهمة تخدم الواقع المحلي بتغطية المخاطر المالية وجعلها في أدنى مستوياتها مع تحقيق عوائد أعلى، بالشكل الذي يؤثر إيجاباً في سعر السهم، ومن ثم زيادة القيمة السوقية لشركات قطاع الاستثمار المبحوثة.

ثالثاً: هدف البحث

يهدف البحث إلى توضيح أنواع العقود واستعراضها مع التركيز على العقود الآجلة لأغراض التحوط المالي لجعل المخاطر المرافقة للعوائد في أدنى مستوياتها، وتتفرع عنه المهام البحثية الآتية:

1. تحليل التحوط ضد مخاطر الاستثمار.
2. تحليل التحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة المرتفعة.
3. تحليل التحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة المنخفضة.
4. تحليل التحوط في مجال الاقتراض تحت ظروف معينة.

رابعاً: عينة البحث

اعتمد البحث عينته من شركات قطاع الاستثمار العراقي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والبالغ عددها ست شركات، والجدول رقم (2) يبين هذا القطاع وبعض المؤشرات الأساسية له كما هي في عام 2012.

الجدول رقم (2)								
العائد المتحقق على الأسهم في شركات قطاع الاستثمار العراقي الخاص للمدة (2008-2012)								
ت	الشركة	2008	2009	2010	2011	2012	mean	S.D
1	الخير	0.084	0.011	0.010	-	-	0.03	0.01
2	الأمين	-	0.058	-	-	-	0.05	0.04
3	الأيام	0.006	0.130	0.021	0.05	-	0.08	0.06
4	بين النهرين	0.008	0.007	-	0.02	0.33	0.10	0.08
5	الخيمة	0.009	0.205	0.005	0.120	0.002	0.13	0.11
6	الباتك	0.084	0.057	0.013	0.011	0.034	0.12	0.10
	مؤشر السوق	0.147	0.115	0.062	0.027	0.077	0.08	0.044
المصدر:								
- الجدول من إعداد الباحثة، بالاستناد إلى التقارير السنوية الصادرة من سوق العراق للأوراق المالية للأعوام (2008-2012)، صفحات متفرقة.								

يتبين من الجدول رقم (2)، معدل العائد المتحقق على السهم في شركات قطاع الاستثمار للمدة (2008-2012)، إذ تأتي شركة الخيمة في المستوى الأول، إذ بلغ المتوسط فيها (0.13)، بما يفوق المتوسط العام للصناعة البالغ (0.08)، تليها شركة الباتك إذ بلغ المتوسط فيها (0.12)، ومن بعدها شركة بين النهرين، إذ بلغ المتوسط فيها (0.10)، ومن بعدها شركة الأيام إذ بلغ المتوسط فيها (0.08)، تليها شركة الأمين إذ بلغ المتوسط فيها (0.05)، وأخيراً شركة الخير إذ بلغ المتوسط فيها (0.03). أما على مستوى الانحراف المعياري الذي كان بمقدار (0.44) على مستوى قطاع الاستثمار، فقد جاءت شركة الخيمة في المستوى الأول، إذ بلغ الانحراف المعياري (0.11)، وتأتي بعدها شركة الباتك، إذ بلغ الانحراف المعياري منها (0.10)، تليها شركة بين النهرين (0.08)، ثم شركة الأيام (0.06)، ثم شركة الأمين (0.04)، وأخيراً شركة الخير (0.01).

المبحث الثالث

الجانب التطبيقي للبحث

يعتمد العقد الآجل كأداة مناسبة للتحوط من المخاطر المالية المختلفة، وسيستعرض هذا الجانب بشيء من التفصيل وكالاتي:

1. التحوط ضد مخاطر الاستثمار

تنخفض مخاطر الاستثمار عند اعتماد العقود الآجلة بزيادة الهامش الفعلي ويمكن الوقوف على هذه المخاطر من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{المخاطرة} = \left(\frac{1}{\text{ش}}\right)^2 \times \sigma^2 \times \text{الربحية}$$

إذ أن :-

ش تدل على الهامش.

σ^2 تدل على التباين.

الربحية تدل على العائد / الاستثمار.

وباعتماد المعادلة أعلاه يمكن تحديد مخاطر الاستثمار من استخدام العقود الآجلة في الشركات المشمولة بالبحث، وكما يظهرها الجدول رقم (3)، المتضمن حساب المخاطر المرفقة للأرباح الصافية الناجمة عن بيع أسهم الشركات المشمولة بالبحث، ومنه يتبين عدد الأسهم المتداولة في العمود (1)، عدد العقود في العمود (2) وما تتضمنه من أسهم في العمود (3) ويعكس العمود (4) أسعار الأسهم الحاضرة للشركات المشمولة بالبحث، يليه العمود (5) والذي يبين الأسعار المستقبلية. وقد جرى تحديد الهامش المبدئي بمقدار (501) للشركات المشمولة بنسبة (5-15) % بالبحث جميعاً، وعلى وفق البيانات السابقة أمكن من تحديد الإيرادات من واقع البيانات الفصلية للشركات المذكورة، وكان حساب التكاليف على النحو المذكور أيضاً، وبعد اعتماد الإيرادات والتكاليف والهامش المبدئي كان الوقوف على صافي الربح المتحقق من الاستثمار في أسهم الشركات الست المشمولة بالبحث.

ولغرض تحديد المخاطر المرافقة مع الربحية، وعيوب فقرات المعادلة المذكورة، جرى حساب متغيراتها المتمثلة بالهامش والانحراف للوصول إلى المخاطرة التي يعرض العمود الأخير من الجدول رقم (3) المذكور. ويُلاحظ إن اتيان هذه المخاطر في بعض الشركات المشمولة بالبحث مساوية للقيم السالبة، وهذه القيم تكون ناجمة عن الخسائر التي حققتها الشركات، إذ إن المعلوم بأن المخاطرة تأخذ علاقة طردية مع العائد (الربحية) تزداد

بزيادته وتنخفض بانخفاضه وهذا يؤكد نتائج الجدول رقم (3) المذكور، يُلاحظ إن الشركات أغلبها حققت قيمة موجبة (ربح).

الجدول رقم (3)						
حساب المخاطر المرافقة للأرباح الصافية الناجمة عن بيع أسهم الشركات الخاصة						
البيان	اسم الشركة	الخير	الأمين	الأيام	بين النهرين	الخيمة
الباتك						
الأسهم المتداولة (مليون)	41	11	7	4	1	117
عدد العقود (عقد)	980	5256	2253	1171	870	5509
عدد أسهم العقد (مليون)	41.84	2.09	3.10	3.41	1.14	21.23
سعر السهم الحاضر (دولار)	0.99	3.13	0.92	0.99	1.02	2.4
سعر السهم المستقبلي (دولار)	1.01	3.48	0.81	2.5	0.85	1.29
الهامش المبدئي	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
الإيراد (مليون)	41410	38280	5670	10000	850	150930
التكاليف (مليون)	40540	34430	6440	3960	1020	280800
صافي الربح أو الخسارة (مليون)	870	3850	- 770	6040	- 170	- 129870
(الهامش/1) ²	100	100	100	100	100	100
الانحراف	0.43	0.87	0.39	0.34	0.98	0.71
المخاطر	35260	334950	- 30030	205360	- 16660	9220770
المصدر:						
- الجدول من إعداد الباحثة، بالاستناد إلى التقارير السنوية الصادرة من سوق العراق للأوراق المالية للأعوام (2008 - 2012)، صفحات متفرقة.						

2. التحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة المرتفعة

يمكن استعمال العقود الآجلة كأدوات تحوط لحماية الشركات المشمولة بالبحث من التغيرات التي يمكن أن تطرأ على أسعار الفائدة في الأسواق المالية، إذ أن انخفاض أسعار الفائدة على القروض التي تحتاج إليها الشركات يعني انخفاض تكاليفها، ومن ثم سهولة الحصول عليها، وعلى النقيض من ذلك يعني ارتفاع أسعار الفائدة على القروض التي تحتاجها الشركات إلى ارتفاع تكاليفها، ومن ثم صعوبة الحصول عليها، لذلك أن سعي الشركات المشمولة بالبحث باتجاه اعتماد استراتيجية التحوط للتقليل من التغيرات في أسعار الفائدة على القروض.

ويتضح من الجدول رقم (4) مبالغ القروض التي حصلت عليها الشركات المشمولة بالبحث (ملايين الدينارين) التي سبقت الإشارة إليها، يليه العمود (2) الذي يوضح نسبة الفائدة البالغة (12%) وللشركات المشمولة بالبحث جميعاً، وهذه النسبة تمثل تكاليف الحصول على القروض المذكورة، وكان سعر العقد الذي يتضمن العمود (3) قد بلغ (988) [سعر العقد المباع (العقد - الفائدة)] أي [988(1000-12%) ألف دينار] وكانت مدة القرض (سنة واحدة) للشركات المشمولة بالبحث جميعاً، وتكون تسوية العقود كلها (قبل يومين) من بداية العقد، وهذا ما يوضحه العمود (5)، وكان تنبؤ الشركات المشمولة بالبحث بأن هناك تغيرات في أسعار الفائدة قد تحدث بمقدار (1) ألف دينار العمود (6) أو ينخفض بمقدار (-1) دينار العمود (7).

الجدول رقم (4)							
استخدام العقود الآجلة كأداة للتحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة المرتفعة							
اسم الشركة	القرض (مليون دينار)	سعر الفائدة %	سعر العقد (دينار)	مدة القرض (سنة)	تسوية العقد (قبل)	تغير سعر الفائدة (دينار)	تغير سعر الفائدة (دينار)
الخير	522	12	988	1	يومين	1	-1
الأمين	19	12	988	1	يومين	1	-1
الأيام	3	12	988	1	يومين	1	-1
بين التهرين	20	12	988	1	يومين	1	-1
الخيمة	3	12	988	1	يومين	1	-1
الباتك	3	12	988	1	يومين	1	-1
المصدر:							
- الجدول من إعداد الباحثة، بالاستناد إلى التقارير السنوية الصادرة من سوق العراق للأوراق المالية للأعوام (2008-2012)، صفحات متفرقة.							

وعلى هذا الأساس أمكن إتمام العقد الآجل للتحوط من ارتفاع أسعار الفائدة للشركات المشمولة بالبحث لعام 2012 وكما بينه الجدول رقم (5) التالي، يظهر منه مقدار القروض التي اعتمدتها الشركات المشمولة بالبحث كمصدر اساس للتمويل كما ذكر سابقاً ثم (مبلغ الفائدة) في العمود (4) وقد أمكن حسابها من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{القيمة الحالية لمبلغ الفائدة} = (\text{مبلغ الفائدة} / (1 + \text{نسبة الفائدة عند الارتفاع} / 100)) \times (\text{مدة القرض} / 360)$$

ومن ثم العمود (7) المتضمن صافي المبلغ المقترض يحسب من خلال المعادلة الآتية:
 صافي مبلغ الاقتراض = المبلغ المقترض - القيمة الحالية لمبلغ الفائدة.
 وأخيراً جاء العمود (8) المتضمن مبلغ الفائدة المدفوعة التي جرى حسابها من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{الفائدة المدفوعة} = (\text{صافي المبلغ المقترض} \times (\text{سعر الفائدة الاعلى} / 100)) \times (\text{مدة القرض} / 360)$$

ومن الجدول المذكور يتضح إن تغير سعر الفائدة كان (0.01) للشركات المشمولة بالبحث جميعاً، وهذه الفائدة تمثل ما كان توقعه من الشركات من الارتفاع (0.13 + 0.01)، لهذا جرى اعتماد استراتيجية التحوط ضد هذا الارتفاع، وقد بلغ مبلغ الفائدة اقصاه في شركة (الخير) ثم شركة (الأمين)، وكان سبب ارتفاع الفائدة في هذه الشركات من دون غيرها، كان يعزى إلى ارتفاع مبلغ القرض الذي ارتفع كثيراً في هذه الشركات.

الجدول رقم (5)								
آلية اعتماد التحوط من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة								
اسم الشركة	القرض (مليون دينار)	سعر الفائدة %	مدة القرض (سنة)	تغير سعر الفائدة (دينار)	مبلغ الفائدة (مليون دينار)	القيمة الحالية للفائدة (دينار)	صافي المبلغ المقترض (مليون دينار)	الفائدة المدفوعة (دينار)
الخير	522	13	-1	0.01	5.22	4.62	517.38	67.25
الأمين	19	13	-1	0.01	0.14	0.16	18.85	2.44
الأيام	3	13	-1	0.01	0.03	0.02	2.98	0.38
بين التهرين	20	13	-1	0.01	0.2	0.17	19.83	2.58
الخيمة	3	13	-1	0.01	0.03	0.02	2.98	0.38
الباتك	3	13	-1	0.01	0.03	0.02	2.98	0.38
المصدر:								
- الجدول من اعداد الباحثة، بالاستناد على التقارير السنوية الصادرة من سوق العراق للأوراق المالية للأعوام (2008-2012)، صفحات متفرقة.								

والأمر نفسه ينطبق على صافي القيمة الحالية والفائدة المدفوعة. ومن الجدير بالذكر، إن القيمة الحالية للفائدة تنخفض كثيراً عن مبلغ الفائدة في الشركات المشمولة بالبحث، وهذا يعزى إلى طبيعة الخصم المعتمد على اساس القيمة الزمنية للنقود.

ولذا نستنتج، بأنه يمكن للشركات المشمولة بالبحث حماية نفسها عن طريق التحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة على القروض، وذلك بشرائها عقوداً آجلة مساوية تقريباً

لمبالغ الاقتراض بسبب ارتفاع أسعار الفائدة يتسلم مشتري العقود الآجلة (الشركة) فرق الفائدة (سعر الفائدة وسعر فائدة اللايبور) التي تحددها المبالغ المتفق عليها بين اطراف العقد وتكون مساوية تماماً لمبالغ القروض كما يبينها الجدول رقم (5) المذكور .

3. التحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة المنخفضة

يبين الجدول رقم (6) آلية اعتماد إستراتيجية التحوط من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة في الشركات المشمولة بالبحث، ويظهر الجدول أيضاً مبالغ القروض المشار إليها في الجداول السابقة نسبة الفائدة البالغة (0.13) في عموم الشركات المشمولة بالبحث، وكانت مدة القرض (سنة واحدة) ولعموم الشركات المشمولة بالبحث أيضاً، وأن تغير سعر الفائدة المتنبأ به هو مقدار (0.01) أي تقوم الشركات بتخفيض أسعار الفائدة على القروض بمقدار (0.01) وهذه البيانات تمثل البيانات نفسها المذكورة في الجدولين (2 ، 3) ، وذلك لغرض الحصول على الدقة العالية التي تتوخاها من البحث.

إن انخفاض أسعار الفائدة بمقدار (0.01) على أسعار الفائدة على القروض سيُعرض الشركات المبحوثة إلى خسارة تمثل القيمة (0.01 × القرض)، إذ كان بإمكان الشركات تأجيل اقتراضها مدة معينة لحين انخفاض أسعار الفائدة على هذه القروض التي تحتاج إليها، وعلى هذا الأساس ولغرض التحوط ضد انخفاض أسعار الفائدة على هذه القروض قامت الشركات المشمولة بالبحث ببيع عقوداً آجلة للقرض المذكور وعند تحقق تنبؤاتها المتعلقة بانخفاض أسعار الفائدة على القروض فإن الشركات المبحوثة تتسلم فرق الفائدة (سعر الفائدة على العقد وسعر فائدة اللايبور)، وباعتماد هذه الإستراتيجية يمكن للشركات المشمولة بالبحث من التحوط ضد انخفاض أسعار الفائدة المستقبلية على القروض التي سبق الحصول عليها بأسعار فائدة مرتفعة، إذ كان بإمكان هذه الشركات الحصول عليها (القروض) بأسعار فائدة منخفضة.

وباعتماد بيانات الجدول نفسه، يمكن تحديد المبلغ المتسلم مضافاً إليه سعر الفائدة والذي كان في اقصاه عند شركة (الخير) بمقدار (522.12) مليون دينار في حين جاءت بقية الشركات الأخرى مقاربة للمليون (الواحد الصحيح) أو مساوية للصفر، يليه العمود الآخر الذي يبين القيمة الحالية للفائدة وقد كانت شركة (الخير)، قد حققت أعلى مستوى لهذه القيمة إذ كانت مقاربة للواحد الصحيح أكثر من غيرها من الشركات الأخرى وبمقدار (4.62)، وعلى هذا الأساس أمكن حساب المبلغ المتسلم مضاف إليه فرق الفائدة 12% (0.01-13).

ومن الجدير بالذكر إن الجدول رقم (6) بين آلية تسوية العقد المتعلق بانخفاض السعر الآجل، من خلال قيام الشركة المشترية للعقد الآجل بدفع الفرق بين سعر العقد وسعر اللايبور (12-13) % مبيناً على اساس قيمة العقد ومدته محسوباً على اساس القيمة الحالية للفائدة التي تتضمنها الجداول المذكورة.

وعلى هذا الاساس أمكن للشركات المشمولة بالبحث ضمان نسبة الفائدة التي اعتمدها بحسب اتفاقية العقد الآجل، لأن بائع العقد الآجل يتسلم قيمة فرق الفائدة إذا انخفضت الأسعار بحسب ما جرى التوصل إليه سابقاً.

الجدول رقم (6)							
آلية اعتماد التحوط من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة							
اسم الشركة	مبالغ العقد (مليون دينار)	سعر الفائدة %	مدة القرض (سنة)	تغير سعر الفائدة (دينار)	مبلغ الفائدة (مليون دينار)	القيمة الحالية للفائدة	المبلغ المستلم + الفائدة (مليون دينار)
الخير	522	13	1	0.01	5.22	4.62	522.12
الأمين	19	13	1	0.01	0.19	0.16	14.12
الأيام	3	13	1	0.01	0.03	0.02	3.12
بين النهرين	20	13	1	0.01	0.2	0.17	20.12
الخيمة	3	13	1	0.01	0.03	0.02	3.12
الباتك	3	13	1	0.01	0.03	0.02	3.12
المصدر:							
- الجدول من إعداد الباحثة، بالاستناد إلى التقارير السنوية الصادرة من سوق العراق للأوراق المالية، للأعوام (2008-2012)، صفحات متفرقة.							

4. التحوط في مجال الاقتراض بوجود الظروف الأخرى غير الملائمة

تناولت الفقرات السابقة بالبحث والتحليل كيفية اعتماد إستراتيجية التحوط ضد انخفاض أسعار الفائدة وارتفاعها على القروض، وبصيغة أخرى يمكن اعتماد إستراتيجية التحوط في مجال الاقتراض إجمالاً وذلك من خلال اعتماد حقبة العقود الآجلة المبيعة والمبينة أساساً على مبلغ القرض، ويحدد سعر العقد الآجل بناءً على أساس سعر الفائدة الأعلى وسعر الفائدة الأدنى، والهدف من هذه الإستراتيجية هو التوصل إلى أرباح وتلافي الخسائر التي قد تتعرض لها هذه الشركات.

ويلاحظ من الجدول رقم (7) مبالغ القروض التي سبق للشركات المشمولة بالبحث الحصول عليها والمشار إليها في الفقرات السابقة في العمود (1)، ثم العمود (2) والذي يبين عدد العقود، إذ بلغ عدد هذه العقود اقصاه في شركة (الخير) بمقدار (522000) مليون عقد، يليه شركة (بين النهرين) بمقدار (20000) مليون عقد، وهكذا بقية الشركات الأخرى، وكانت الفائدة السائدة (12 %) ولعموم الشركات المشمولة بالبحث، ومن ثم أمكن تحديد سعر العقد المبيع (العقد- الفائدة) أي (0.12-1000) مليون دينار، وعند تغير سعر الفائدة (0.11-1000) 989 مليون دينار.

وعلى هذا الأساس أمكن تحديد الأرباح والخسائر التي يمكن للشركة تحقيقها، إذ بلغت مليون دينار عند انخفاض سعر الفائدة إلى (11 %)، وبالكيفية نفسها يمكن إن تتعرض الشركات المشمولة بالبحث إلى خسارة عند ارتفاع أسعار الفائدة إلى (13 %) أي بارتفاع مليون دينار للعقد الواحد، وهذا ما ينفع الشركات ببيع عقوداً آجلة مبينة أعدادها في العمود (2) وهذا بطبيعته يعوض بيع العقود الآجلة بمقدار (988) مليون دينار بدلاً عن السعر الجديد (989) مليون دينار، هذا من جهة، وأن الشركات قد تتعرض إلى حالة مغايرة أكثر مخاطرة وهي ارتفاع أسعار الفائدة إلى (13 %) كما سبق ذكره، وهذا سيولد خسائر نتيجة اقتراض الشركات بأسعار فائدة مرتفعة، لكن هذه الخسائر ستعوض بيع العقود الآجلة بأسعار أعلى أي بيعها بمقدار (988) مليون دينار بدلاً عن (987) مليون دينار من جهة أخرى.

ومن ذلك نستخلص إن بيع العقود الآجلة في حالات الاقتراض بأسعار الفائدة سيثبت مستوى القرض في حالتي ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة.

الجدول رقم (7)						
إستراتيجية التحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة						
اسم الشركة	عدد العقود (عقد)	سعر الفائدة %	سعر العقد الجديد (مليون دينار)	سعر العقد القديم (مليون دينار)	ارباح تغير الفائدة (دينار)	خسائر تغير الفائدة (دينار)
الخير	522000	12	989	988	1	-1
الأمين	19000	12	989	988	1	-1
الأيام	3000	12	989	988	1	-1
بين النهرين	20000	12	989	988	1	-1
الخيمة	3000	12	989	988	1	-1
الباتك	3000	12	989	988	1	-1
المصدر:						
- الجدول من إعداد الباحثة، بالاستناد إلى التقارير السنوية الصادرة من سوق العراق للأوراق المالية، للأعوام (2008-2012)، صفحات متفرقة.						

المبحث الرابع الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

استناداً إلى ما سبق التوصل إليه من نتائج في الجانب التطبيقي للبحث وما جرى من مناقشات وتحليلات كمية، فقد توصل البحث إلى الاستنتاجات الآتية:

1. يمكن استخدام العقود الآجلة كأدوات تحوط للحماية من التغيرات التي يمكن إن تطراً على أسعار الفائدة في الأسواق المالية، لذلك إن الشركات المشمولة بالبحث تسعى باتجاه اعتماد إستراتيجية التحوط من المتغيرات في أسعار الفائدة على القروض.
2. يمكن للشركات المشمولة بالبحث ضمان نسبة الفائدة التي اعتمدها بحسب اتفاقية العقد الآجل، لأن بائع العقد الآجل يتسلم قيمة فوق الفائدة إذا انخفضت أسعار الفائدة في الأسواق المالية
3. يمكن تطبيق إستراتيجية التحوط باعتماد العقود الآجلة في الشركات المشمولة بالبحث من خلال اعتماد رأس المال وأسعار الأسهم من خلال قيام الشركة ببيع عقود مساوية تماماً لرأس المال لديها.
4. يمكن للشركات المشمولة بالبحث من حماية نفسها عن طريق التحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة على القروض، وذلك بشرائها عقوداً آجلة مساوية تقريباً لمبالغ الاقتراض.
5. إن بيع العقود الآجلة في حالات الاقتراض بأسعار الفائدة يثبت مستوى القرض في حالتي الارتفاع والانخفاض لأسعار الفائدة.

ثانياً: التوصيات

1. من المفيد اعتماد الشركات أساليب تنبؤ قيمة كالأساليب الإحصائية والرياضية وبحوث العمليات، ويمكن لها اعتماد برامج الحاسوب الخاصة، لغرض اعتماد إستراتيجية التحوط.
2. من المفيد إجراء الموافقات والتشريعات اللازمة، لتنظيم عمل الأسواق المالية بالشكل الذي يمكنها من استخدام العقود الآجلة أو العقود المستقبلية.

3. اعتماد التنبؤ الدقيق بأسعار الافتتاح والإغلاق للأعوام اللاحقة، لغرض تحديد فرص الاستثمار في أسهم هذه الشركات.
4. الاهتمام بإجراء تسوية في نهاية كل مدة بهدف الوقوف على التغيرات المالية الحاصلة وتحدياتها بدقة والعمل على تجنب الجوانب السلبية أو معالجتها.
5. من الأفضل تكرار حساب المخاطرة بشكل دوري لغرض منع حدوث الجوانب السلبية ولا سيما على أسعار أسهمها أو وضعها المالي ككل.

قائمة المصادر

أولاً: المصادر العربية

• الكتب

1. حنفي، عبدالغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، القاهرة، 2004.
2. رمضان، زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمان، 2006.
3. السويلم، سامي بن إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، الطبعة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2007.
<http://www.suwailem.net/Images/Book/11d32897-9deb-36a8-4428-b7e1f2a9378a.pdf>
4. العارضي، جليل كاظم، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
5. العامري، محمد علي إبراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
6. هندي، منير إبراهيم، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المصارف، الإسكندرية، 2002.

• الدوريات والدراسات

7. السيد، أبو زيد كامل، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد استخدام المشتقات المالية للحد من المخاطر في سوق المال المصرية، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، العدد (2)، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، 1997.
8. العارضي، جليل كاظم، توظيف العقود الآجلة لأغراض التحوط، دراسة استشرافية لعينة من المصارف العراقية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية، العدد (3)، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بابل، 2010.

• التقارير والإحصاءات الرسمية

9. التقارير السنوية الصادرة من سوق العراق للأوراق المالية للأعوام (2008-2012).

• المؤتمرات والندوات

10. سمير، بو عافية، مصطفى، فريد، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، وقائع الملتقى العلمي الدولي تحت عنوان " الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية" للمدة (20-21) أكتوبر 2009، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة فرحات عباس - سطيف، مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الاورومغاربي، الجزائر، 2009.

<http://eco.univ-setif.dz/seminars/financialcrisis/25.pdf>

11. قرشي، بدر الدين مصطفى، التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الاسلامية: المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، تحت عنوان " التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية "، للمدة (5-6) أبريل 2012، النسخة الرابعة، الخرطوم، 2012.

<http://www.ifecenter.com/Bayan/sites/all/themes/businessconnect/DOCUMENT/khorashi.pdf>

12. مصيدات، محمود فهد، المضاربات الوهمية "السوقية" ودورها في الأزمة المالية "عقود الخيارات"، وقائع المؤتمر العلمي الدولي تحت عنوان " الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي" للمدة (1-2) كانون الأول 2010، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، عمان، 2010.

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/12/%8%AA.pdf>

• الرسائل والأطاريح الجامعية

13. الشكرجي، اعتصام جابر، إدارة مخاطر أسعار الصرف باستعمال أدوات التحوط المالي والتشغيلي: دراسة تحليلية لعدد من الشركات متعددة الجنسية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2007.

14. عبد علي، سعد مجيد، إمكانية تطبيق إستراتيجيات التحوط من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم باستخدام العقود الآجلة والمستقبلية: دراسة لعينة من القطاع

المصرفي الخاص في سواق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، 2010.

15. فارس، علي أحمد، استخدام عقود المبادلات في التحوط: دراسة تطبيقية على مجموعة عملات عالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، 2002.

16. الفريجي، حيدر نعمة، استخدام أدوات الهندسة المالية في إدارة فجوة الميزانية العمومية لعينة من المصارف العراقية: دراسة تطبيقية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، 2001.

ثانياً: المصادر الأجنبية

1. Allayanins, George & ofek, Eli, "Exchange Rate Exposure, Hedging and the use of for eign cureng derivative", journal of international money and financial 20, 2001, p.p 273-296.
2. Andani, A. Lafuente J.A & Novels, A, "Liquidity and Hedging Effectiveness, under flutes mispricing International Evidence, December, 2008.
3. Anderson C, smith J.D, Mc Cockle and D. Obrien, "Hedging with a put option, the Taxes A & M University system, 2011.
4. Ashutosh, Vashisha & Satish, Kumar, Development of financial Derivatives Market in indie – A Case stndy, International Research Journal of finical and Economics, issue 1450 – 2887. Issue 37, 2010.
5. Atrill, peter, "Financial Management", 2nd, Financial Times Prentice Hall, 2000.
6. Brealey, Richard A, & myers, stewart C, & Auen frankhin "Principle corporate finance", 9th ed, McGraw – hill Irwin, 2008.
7. Breal, Richard A, & Myers, stewart C, "Principles of corporate financial" 6th ed, Irwin McGraw – Hill, 2000.
8. Brigham, Eugene F. & Michael C. Ehrhard, Financial Management Theory and Practice, 10th . ed, Australia, Thomson learning, 2002.

9. Broll, Udo , Foreign Production and International Hedging Firm, open Economies Review 4 : 425- 432, 1993
10. Carol Alexander & Andrea Barbosa , Effectiveness of Minimum Variance Hedging , The Journal of Portfolio Management ,2007
11. Damodran, A Swath, Applied Corporate Finance a user Manual john wiley & sons, Inc, 2000.
12. Denise Dezolt ph .D & Gag w. Lin , Financial Derivatives New Instruments For Earnings Management , Walden university , 2008
13. Gary , R. Erans , The Futures Market Introductions and Mechanics , 2011
14. Hull , Forward and Futures Contracts , Fin 40008 , Financial Instruments , Spring 2003
15. John Hull , Introduction to Futures and options Markets , Prentice Hall , 2ed edition ,1995
16. Kolb , Rober t w ., Under standing Futures Markets , 3th ed united kingdom Black well , 1997
17. Madura , Jeff , Financial Markets and Institutions , 6th ed South Weston Thomson Learning ,2000
18. Michael c. Ehrardt & Eugene F. Brigham , Financial Management Theory and Practice, Thomson South Western Publishing ,2009
19. Saunders, Anthony, Financial Markets & Insertion Modern Perspective, Boston: Irwin McGraw, 2000.
20. Hiren Mauiar D., Hedging of Foreign Exchange Risk By Corporate in India, Paper Presenter at 6th , Financial conference, 2010.

ثالثاً : المواقع الإلكترونية (الانترنت)

1. www.OilMarketree Port .Org .2011 .
2. www.financelarners.com.2012 .

The Use of Futures Contracts for Hedging Purposes - Empirical Study in Investment Companies listed on the Iraq Stock Exchange

Dr. Nada Abdulqader Abdulsatar

Faculty of Administration & Economics

University of Basrah

Abstract:

The research aims to clarify the theoretical concepts of futures and how to use them for hedging purposes, research was conducted on a sample of investment companies listed on the Iraq Stock Exchange and was of (6) companies, has launched search of a problem that the side theoretical to the subject of futures contracts is characterized by clarity, either Applied hand, it is vague in light of volatile market environment characterized by weak efficiency and this in turn is a problem worthy of study.

The researcher used measures of financial instruments for this purpose, the study came up with a number of conclusions most important (possible use futures as hedging instruments to protect against changes that can occur on interest rates in financial markets, so the companies covered by the research endeavor towards the adoption of hedge of variables strategy interest on loans) rates, and important recommendations were them (companies need to adopt methods such as check-statistical prediction value, sports and operations research, and can adopt her own computer programs, for the purpose of adopting hedge) strategy.

Keywords: Hedge, futures, immediate, and future, value, and financial instruments.