

المحاضرة 10 "المشتقات المالية (العقود الآجلة والمستقبليات، الخيارات والمبادلات)"

تمهيد:

المشتقات المالية هي أصول أو قيم يتم تداولها في البورصة، وتنشأ قيمتها من قيمة الأصول المتداولة في الأسواق الحاضرة -الأصول المالية والحقيقية-، كما يمكن أن تعتمد على مؤشرات السوق. والمشتق المالي يسمى كذلك لأن قيمته لا تعتمد على قيمة الأصل المتغير بل تنزع إلى التعاقد حول القيمة وعملية الدفع لتفادي أو تقليص الخسارة، كما تربط طرفي العقد إما بصورة ملزمة أو قد تعطي لطرف حرية في تنفيذ العقد، من أهم المشتقات المالية: عقود الخيارات والعقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلة.

تشير المصادر إلى أن ظهور المشتقات المالية كان بالوتيرة التالية:

العقود الآجلة Forwards، تلتها عقود مستقبلية Futures، ثم عقود الخيارات Options وفي الأخير المبادلات Swaps.

أولاً. العقود الآجلة

1) النشأة والتطور:

أولى الأسواق الآجلة المنظمة للمشتقات المالية كانت في الولايات المتحدة مع افتتاح بورصة شيكاغو "Chicago Mercantile Exchange CME" في عام 1972، والتي تم فيها تداول أولى العقود المستقبلية على العملة. وفي العام الموالي أي 1973، فتحت أول سوق منظمة لعقود الخيارات على الأسهم "Chicago Board Options Exchange CBOE". وفي عام 1977، أطلق "Chicago Board of Trade CBOT" أول عقد مستقبلي على نسبة الفائدة. وقد شجع نجاح الأسواق الآجلة انتشارها في باقي الأسواق المالية في العالم: لندن "LIFFE"، فرنسا "MATIF"، باريس "MONEP"، سنغافورة "SIMEX"، اليابان "TIFFE"، الصين "CFFE".

تجدر الإشارة إلى أن الحاجة إلى العقود الآجلة إزدادت نتيجة متطلبات جديدة للمستثمرين لتغطيتهم من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف في أواخر السبعينات.

2) التعريف:

السوق الآجل هو الذي يتم من خلاله تداول أحد الأصول الأساسية (النقدية كالعملات، المالية كالأسهم، الحقيقية كالمعادن وغيرها)، باستخدام أسلوب **التعاقد لأجل**.

العقد الآجل هو اتفاق بين طرفين على مبادلة أصل حقيقي بأصل مالي أو على مبادلة أصلين ماليين عند تاريخ محدد وبسعر محدد مسبقاً. فبالنسبة للمتعاقد فهو عقد شراء أو بيع مع تنفيذ مؤجل.

فالعقود الآجلة هي مشتقات، بموجبها يضمن أحد أطراف العقد (التداول) الربح الناتج عن إختلاف سعر البيع السوقي عن سعر الأصل التعاقدى عند انتهاء صلاحية العقود الآجلة.

3) المميزات:

وتتميز العقود الآجلة بمايلي:

- أنها عقود غير منظمة لا يتم تداولها في الأسواق المنظمة بل في الأسواق غير المنظمة (OTC) ؛
- أنها عقود شخصية ومرنة وليست نمطية حيث يتفاوض المشتري والبائع على شروط العقد (حجم العقد وشروط التسليم وتاريخ التسليم... الخ)؛
- تتضمن العقود الآجلة مشكلة محتملة وهي **مخاطر العجز Default Risk** وهي المخاطر الناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزاماته كعجز المشتري عن توفير السيولة اللازمة لشراء الأصل أو عجز البائع عن توفير وتسليم الأصل محل التعاقد؛

- تتحقق قيمة العقد الآجل في تاريخ انتهاء صلاحية العقد وكذلك لا توجد مدفوعات عند بداية العقد وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف الى آخر قبل انتهاء صلاحية العقد؛
- لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من العقد الآجل فإنه يحتاج الى أن يجد شخصا آخر يحل محله.
- لحل مشكلة مخاطر العجز في العقود الآجلة فقد تم تطوير عدد كبير من العقود الآجلة الى عقود مستقبلات.

ثانيا. العقود المستقبلية

(1) تعريف:

هي نوع من العقود الآجلة ولكنها نمطية ومنظمة ويتم تداولها في البورصات. ويعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الأخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد. وعرفها البعض بأنها عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (سلعة أو ورقة مالية أو عملة أو مؤشر أسهم) بسعر محدد مسبقا بتاريخ التعاقد، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل. ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار (الوسيط) الذي يتعامل معه بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر بالوفاء بالتزاماته تجاهه. ويسمى هذا المبلغ بالهامش الابتدائي.

يتخذ الطرف المشتري في العقود المستقبلية مركزا طويلا (Long position) وهو الطرف الذي وافق على شراء الأصول محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد، بينما يتخذ الطرف البائع في العقد مركزا قصيرا (Short Position) وهو الطرف الذي وافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه مقابل السعر نفسه.

(2) استخدامات العقود المستقبلية:

✓ التحوط أو التغطية Hedging:

تقنية تعتمد على اتخاذ مركزين مختلفين (مركز طويل ومركز قصير) بحيث أن الأرباح المتحققة لأحد المراكز ينبغي أن توازن خسائر المركز الآخر أو بتعبير آخر استبدال المركز الحالي بمركز معاكس؛

✓ المضاربة Speculation:

تقوم المضاربة على التنبؤ بتحركات الأسعار في المستقبل واستخدام هذه التنبؤات أو التكهانات لاغتنام الفرص وتحقيق الأرباح، فالمضاربون يراهنون على ارتفاع أو انخفاض الأسعار وبناء على تنبؤاتهم يدخلون أسواق المشتقات إما كبائعين أو مشتريين، فإذا كانت توقعاتهم تشير إلى ارتفاع أسعار الأصول محل التعاقد مستقبلا فإنهم يشترون عقود مستقبلية (أما إذا كانت توقعاتهم تشير إلى انخفاض أسعار الأصول محل التعاقد مستقبلا فإنهم يبيعون عقود مستقبلية)؛

✓ المراجعة Arbitrage:

على عكس المضاربة فالمراجعة استراتيجية خالية من المخاطر، أي أن الأرباح الناجمة عن استراتيجية المراجعة تكون مستقلة عن أسعار الأصول. وتنشأ فرص المراجعة بعقود المستقبلات في حالة وجود خطأ في تسعير هذه العقود.

وتجدر الإشارة إلى أن استغلال فرص المراجعة المتاحة من شأنه إعادة حالة التوازن من جديد، عن طريق أخذ مركز مضاد (Counteracting Position) في سوق العقود المستقبلية ومساو تماما للمركز الحالي الذي يراد تغطيته.

فإذا رغب أحد التجار في إبرام صفقة شراء من السوق الحاضرة في فترة مستقبلية، فإنه يستطيع أن يثبت سعرا أو مردودا ماليا مناسباً وذلك بشراء عقود مستقبلية، بحيث إذا ارتفع السعر في السوق الحاضرة في تلك الفترة (أي انخفض المردود المالي) فإن أية خسارة ستتجم على ذلك سوق يقابلها تحقيق ربح عند بيع هذه العقود.

ثالثا. عقود الخيارات

(1) تعريف:

بموجب هذا العقد يكون لمشتري الخيار (حامل أو مالك الخيار) الحق (وليس الالتزام)؛ في أن يشتري الأصل محل التعاقد من بائع الخيار أو أن يبيعه إياها بسعر معين يسمى سعر التنفيذ أو سعر الممارسة في (أوفي أو قبل) تاريخ محدد في المستقبل يسمى بتاريخ استحقاق العقد أو تاريخ انتهاء صلاحية العقد وذلك مقابل علاوة أو مكافأة (أو سعر أو تكلفة الخيار) يدفعها مشتري الخيار الى بائع الخيار في تاريخ التعاقد ويكون بائع الخيار (المحرر) بذلك مرغما على اتباع رغبة مشتري الخيار.

في تاريخ محدد في المستقبل يسمى بتاريخ استحقاق العقد أو تاريخ انتهاء صلاحية العقد خيار أوروبي. في أو قبل تاريخ محدد في المستقبل يسمى بتاريخ استحقاق العقد أو تاريخ انتهاء صلاحية العقد خيار أمريكي.

(2) أنواع عقد الخيار:

1.2. التصنيف وفق معيار طبيعة الحق الممنوح: وفق هذا المعيار نميز بين:

أ. خيار الشراء:

الحق (وليس الالتزام) للمشتري في أن يشتري الأصل محل التعاقد من بائع الخيار، مقابل الإلتزام بدفع علاوة لصالح بائع الخيار في تاريخ التعاقد.

ب. خيار البيع:

الحق (وليس الإلتزام) للبائع في أن يبيع الأصل محل التعاقد إلى مشتري الخيار، مقابل الإلتزام بدفع علاوة لمشتري الخيار في تاريخ التعاقد.

2.2. حسب تاريخ التنفيذ: تقسم إلى:

- خيارات أمريكية: حق الشراء أو البيع في أي وقت في الفترة بين شراء للعقد وتاريخ انتهاء صلاحية العقد؛

- خيارات أوروبية: حق تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد (أي في يوم واحد).

رابعا. عقود المبادلات

(1) تعريف:

تتضمن تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع، وقيمة كل من العقدين واحدة إلا ان تاريخ استحقاقهما مختلف ويفصل بينها فترة زمنية (شهر، 2, 3, 6 أشهر، سنة)، كأن يبرم عقد بيع مبلغ مليون جنيه إسترليني مقابل 2 مليون دولار أي بسعر 2 دولار للجنيه بيعا فوريا، وفي نفس الوقت يبرم عقد شراء مبلغ مليون إسترليني يسلم خلال ثلاثة شهور مقابل الدولار بسعر 2.10 دولار للجنيه.

بمعنى تتم مبادلة إسترليني مقابل دولار بتحرير عقدي بيع وشراء.

ففي العقد الأول تم بيع الإسترليني .

وفي العقد الثاني (في نفس تاريخ العقد الأول) أعيد شراء المبلغ بالإسترليني ولكن التسليم تم تحديده بعد ثلاثة أشهر.

ويسمى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بسعر المبادلة (Swap rate) أو هامش السعر الآجل ويبلغ في المثال: $2.10 - 2 = 0.10$ وهي قيمة العلاوة التي احتسبت للإسترليني وهذا الفرق يعبر عنه بالنقطة فنقول سعر المبادلة 1000 نقطة.

والنقطة تعني في لغة العملة الأجنبية جزء من المئة من السنة في عملية التسعير، فإذا قيل سعر صرف الإسترليني مقابل الدولار ارتفع من 1.5426 إلى 1.5428 دولار فإن معنى ذلك ارتفاع السعر بنقطتين والنقطة في سعر الفائدة تساوي 1% فإذا تغير سعر الفائدة من 9% إلى 9.5% فيقال أن هناك ارتفاع بنصف نقطة.

من أهم ميزات عقود المبادلات:

- تغطية وإدارة المخاطر؛
- يتم التعامل عليها في الأسواق غير المنظمة؛
- درجة مرونة عالية لعدم خضوعها لقواعد السوق المنظمة؛
- لا تخضع للرقابة المباشرة من طرف الحكومة؛
- تتسم بإنخفاض التكلفة؛
- اتسامها بدرجة من السرية (معلومات العقد متاحة للمتعاقدين فقط).

(2) أنواع عقود المبادلة:

1.2. عقود مبادلة أسعار الفائدة Interest Rate Swaps

يتبادل الأطراف في عقد مبادلة سعر الفائدة التدفقات النقدية بناءً على المبلغ الأساسي الافتراضي (ولكن هذا المبلغ لا يُتبادل فعلياً) بهدف التحوط أمام مخاطر سعر الفائدة أو المضاربة.

2.2. عقود مبادلة السلع Commodity Swaps

تشمل عقود مبادلة السلع مبادلة سعر السلعة المتغيرة، مثل السعر الفوري لنفط خام برنت، بسعر محدد لفترة زمنية معينة. وكما يتضح من هذا المثال، تتضمن عقود مبادلة السلع النفط الخام عادةً .

3.2. عقود مبادلة العملات Currency Swaps

في عقد مبادلة السلع يتبادل الأطراف مدفوعات الفائدة والمبلغ الأساسي من خلال عملات مختلفة، وعلى عكس عقد مبادلة سعر الفائدة، لا يكون المبلغ الأساسي مبلغاً افتراضياً، وإنما يتم مبادلته مع التزامات الفائدة. قد تحدث عقود مبادلة العملة بين دولتين .

4.2. عقود مبادلة الدين Debt-Equity Swaps

يتضمن عقد مبادلة الدين مبادلة الدين بالأسهم، وفي حالة الشركات المتداولة في البورصة هذا يعني مبادلة السندات بالأسهم العادية، وهي طريقة تستخدمها الشركات لإعادة تمويل ديونها أو إعادة تخصيص هيكل رأسمالها.

5.2. عقود مبادلة إجمالي العائد Total Return Swaps

في عقد مبادلة إجمالي العائد، يتم مبادلة إجمالي العائد من أصل معين بسعر فائدة ثابت، وهذا يمنح الطرف الذي يمنح سعر الفائدة الثابت وصولاً إلى الأصل الأساسي، سواء كان سهم أو مؤشر. على سبيل المثال، يستطيع المستثمر دفع سعر فائدة ثابت مقابل ارتفاع قيمة رأس المال بالإضافة إلى مدفوعات توزيعات الأرباح عن مجموعة من الأسهم .