

الخور الثامن: سوق العقود الآجلة (العمليات الآجلة) في بورصة البضائع

تُعدّ العمليات الآجلة من أهم الآليات المالية المشتقة التي نشأت أساساً بهدف إدارة مخاطر تقلبات الأسعار في أسواق السلع، لاسيما السلع الزراعية والطاقة والمعادن. ومع تطور الأسواق المالية وارتفاع حجم التجارة العالمية، توسعت هذه العمليات لتشمل أدوات أكثر تعقيداً تتيح للمؤسسات والأفراد التحوط والمضاربة وتحسين إدارة السيولة. وتشمل العمليات الآجلة في سوق البضائع ثلاثة أنواع رئيسية: العقود الآجلة Futures Contracts، والعقود المستقبلية أو الآجلة التقليدية Forward Contracts، والمبدلات Swaps. وتمثل هذه الأدوات منظومة متكاملة تسمح بتثبيت الأسعار المستقبلية، وتقليل المخاطر الناتجة عن عدم اليقين في الأسواق، وتحقيق كفاءة أكبر في عملية اكتشاف الأسعار.

أولاً: العقود الآجلة

1. تعريف العقود الآجلة:

تعني العقود الآجلة في المجال المالي عقوداً غير موحدة أو غير نمطية بين طرفين لشراء أو بيع أصل ما في وقت محدد في المستقبل بسعر يتفق عليه اليوم، مما يجعل هذه العقود نوع من المشتقات المالية التي تمثل أدوات الهندسة المالية، يتخذ الطرف الذي يوافق على شراء الأصل محل التعاقد في المستقبل موقفاً طويلاً Long Position، ويتخذ الطرف الذي يوافق على بيع الأصل في المستقبل موقفاً قصيراً Short Position، كما يسمى السعر المتفق عليه بـ سعر التسليم Price Strike أو التنفيذ الذي يرمز له بـ K، وهو ما يسمى السعر السوقي أو الفوري Spot وقت دخول العقد.

يتم دفع ثمن الأصل محل التعاقد تبعاً لتغيرات سعر الأصل محل التعاقد، ويمكن استخدام العقود الآجلة كبقية المشتقات المالية الأخرى، للتحوط من المخاطر (عادة مخاطر العملة أو سعر الصرف)، أو كوسيلة للمضاربة.

إذا سوق العقود الآجلة هو سوق منظم تُتداول فيه عقود مالية تُسمّى العقود الآجلة (Futures Contracts)، وهي اتفاقيات ملزمة قانونياً بين طرفين لشراء أو بيع كمية محددة من سلعة معينة، بسعر متفق عليه مسبقاً، على أن يتم التسليم في تاريخ مستقبلي محدد.

ويجري تداول هذه العقود داخل بورصات البضائع التي تقوم بوضع معايير موحدة للعقود، مثل نوع السلعة وجودتها والكمية وتاريخ الاستحقاق، وتتكفل أيضاً بعمليات المقاصة والضمانات للحدّ من مخاطر عدم الالتزام.

2. مميزات سوق العقود الآجلة:

- التوحيد القياسي للعقود: كل عقد له مواصفات محددة مسبقاً.
- التحوّط من المخاطر: يسمح للمشاركين بحماية أنفسهم من تقلب الأسعار.
- الرافعة المالية: يمكن للمستثمر التحكم في قيمة كبيرة من السلعة بهامش صغير.
- التسوية عبر غرفة المقاصة: مما يقلل مخاطر الطرف المقابل.
- الشفافية والسيولة العالية: بفضل التداول داخل بورصات منظمة.

3. خصائص العقود الآجلة:

من أهم خصائص العقود الآجلة نجد ما يلي:

- المرونة: وهذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد، لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف وإضافة أي شروط يرونها لأي سلعة؛
- لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى: فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصاً آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له؛
- يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل مباشرة: من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي يتضمنه العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين؛
- تتحقق قيمة العقد الآجل فقط ففي تاريخ انتهاء صلاحية العقد: ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد، وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل انتهاء صلاحية العقد.

4. كيفية عمل العقود الآجلة:

لفهم كيفية عمل العقود الآجلة نفترض أن المتعامل A يريد شراء عقار بعد سنة من الآن، في الوقت نفسه لنفترض أن المتعامل B يمتلك عقارا قيمته € 100000، وأنه يرغب في بيعه بعد سنة من الآن، يمكن للطرفين الدخول في عقد آجل مع بعضهما البعض، لنفترض أن كلا الطرفين يتفقان على سعر البيع في غضون سنة واحدة بقيمة € 104000 (السعر المتوقع بعد سنة)، وبالتالي كل من المتعاملين A و B دخلا في عقد آجل، المتعامل A يشتري الأصل محل التعاقد، يمكننا القول أنه اتخذ مركزا طويلا، وعلى العكس من ذلك سيكون لدى المتعامل B مركزا قصيرا.

في نهاية السنة أي عند تاريخ استحقاق العقد، لنفترض أن تقييم السوق الحالي للعقار هو: €110000، وبما أن المتعامل B ملزم ببيع المنزل فقط بـ 104000 فقط للمتعامل A، سوف يكون المتعامل A قد حقق ربح قدره € 6000، يمكن للمتعامل A أن يشتري من المتعامل B العقار مقابل €104000 وبيعه على الفور في السوق مقابل €110000 محققا الفرق الذي يتمثل في الربح، في المقابل المتعامل B لديه خسارة محتملة قدرها € 6000، وربح حقيقي قدره € 4000.

1.4. التعامل بالعقود الآجلة وقيمة العقد الآجل Payoff:

عمليا إذا كان سعر الأصل المتفق عليه (سعر التنفيذ) بين طرفي العقد أقل من السعر السائد في تاريخ التسليم فإن المشتري سيحقق مكاسبا أو أرباحا مساوية لقيمة الفرق بين السعر الجاري (السائد) في تاريخ التسليم وسعر التنفيذ، أما إذا كان هذا الأخير أعلى من السعر السائد للأصل عند استحقاق العقد فعندئذ سيحقق البائع أرباحا على حساب المشتري.

2.4. تحديد قيمة العقد الآجل Payoff:

تعد قيمة العقد Payoff الطريقة المناسبة لفهم تقنيات استعمال العقود الآجلة، وهي قيمة العقد في تاريخ تنفيذه والتي يمكن أن تكون موجبة أو سالبة، تبعا لطبيعة الفرق بين سعر التنفيذ والسعر السوقي حيث نجد نوعان من الوضعيات الطويلة (عقد شراء) والوضعية القصيرة (عقد بيع).

وفيما يلي الصيغة الرياضية لتحديد قيمة العقد:

$$P_{\text{Long}} = S - K$$

$$P_{\text{Short}} = K - S$$

P: قيمة العقد الآجل؛

S: السعر السوقي للأصل محل التعاقد؛

K: سعر التنفيذ أو الممارسة الذي تم تحديده مسبقا في العقد.

لتوضيح العلاقة نستعين بالمثال التالي:

3.4. مثال حول حساب قيمة العقد Payoff:

نفترض أن هناك عقد آجل حول كمية معينة من الذهب دون وجود لتكاليف التخزين، سعر التنفيذ هو € 400 للوحدة الواحدة، وفيما يلي الأسعار السوقية المحتملة عند تاريخ الاستحقاق: € 300، € 400، € 500، € 600، سنقوم بتطبيق المثال على الحالتين الوضعية الطويلة والوضعية القصيرة.

الجدول الموالي يبين النتائج المتحصل عليها لقيمة العقد الآجل في الوضع الطويل والقصير.

S	K	$P_{\text{Long}} = S - K$	$P_{\text{Short}} = K - S$
600	400	200	-200
500	400	100	-100
400	400	0	0
300	400	-100	100
200	400	-200	200

ويوضح الجدول السابق النتائج المتحصل عليها من خلال تطبيق العلاقة الرياضية للوضعية الطويلة والقصيرة، وذلك لتحديد قيمة العقد، وتعتمد قيمة العقد الآجل عند الاستحقاق على العلاقة بين سعر الممارسة K والسعر السوقي للأصل محل العقد S في ذلك الوقت.

بالنسبة لقيمة العقد أو الربح أو الخسارة Payoffs لموقف طويل هي:

$$P_{\text{Long}} = S - K$$

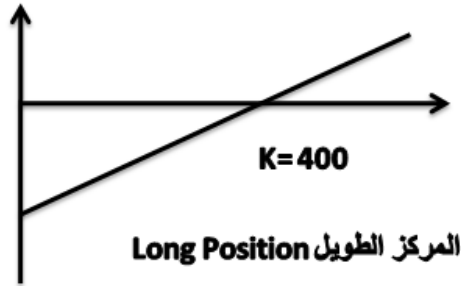
بالنسبة لقيمة العقد أو الربح أو الخسارة Payoffs لموقف قصير هي:

$$P_{\text{Short}} = K - S$$

نظرا لأن القيمة النهائية (عند الاستحقاق) للعقد الآجل تعتمد على السعر الفوري الذي سيكون سائدا عندئذ، يمكن النظر إلى هذا العقد من وجهة نظر مالية بحتة، على أنه رهان على السعر الفوري في المستقبل، يمكن توضيح ذلك المنحنيات الموالية:

المنحنى رقم (1): قيمة العقد الآجل Payoff للمركزين القصير والطويل

قيمة العقد Payoff



قيمة العقد Payoff



يتضمن محور الفواصل القيم المختلفة للسعر السوقي عند تاريخ الاستحقاق والذي يأخذ دائما قيم موجبة، ونجد على المحور التراتيب القيم الموجبة والسالبة لقيمة العقد، أما سعر التنفيذ فسيتم تثبيته على محور الفواصل باعتباره يأخذ قيمة واحدة ثابتة في كل الحالات التي يتغير فيها السعر السوقي.

ومن خلال المنحنيات السابقة نلاحظ أن الوضعية القصيرة عكس الوضعية الطويلة، حيث نجد أن المنحنى يتقاطع مع محور الفواصل في النقطة K (سعر التنفيذ) بزاوية 45° درجة في كلتا الحالتين وهو سعر التوازن، فعندما يفوق السعر السوقي سعر الممارسة يكون المركز الطويل محققا للربح، والعكس للمركز القصير الذي يحقق خسارة، أما في

حالة عدم تجاوز السعر السوقي لسعر الممارسة فقيمة العقد تكون سالبة للمركز الطويل وعلى العكس موجبة للمركز القصير.

ثانيا: العقود المالية المستقبلية **Financial futures**:

عرفت هذه العقود منذ أكثر من 100 عام حيث كانت تتداول في بورصات شيكاغو ولندن، وكانت السلع مثل: البن والسكر والكاكاو والذهب والفضة والبلاطين ... هي موضوع هذه العقود، وكان الهدف الأساسي من وجود هذه البورصات هو حماية التجار والصناع من تحركات الأسعار في غير صالحهم نتيجة لتغير ظروف الإنتاج أو بسبب الاضطرابات السياسية أو الاقتصادية.

وابتداء من سنة 1972 تم إنشاء أول بورصة للتعامل في العقود المالية المستقبلية وتسمى (IMM) International Monetary Market وهي السوق النقدية الدولية وهي فرع لبورصة شيكاغو التجارية (Chicago Mercantile Exchange) وذلك للتعامل في هذه العقود وأذونات الخزينة العامة والسندات والنقد الأجنبي ومؤشرات سوق الأوراق المالية.

وفي لندن تطورت سوق العقود المستقبلية London International Financial Futures Exchange (بورصة لندن للعقود المالية الدولية) (LIFFE) حيث يجري الاتجار بعقود الخيار والعقود المستقبلية.

1. تعريف العقود المالية المستقبلية:

هي عقود قانونية ملزمة تعطي لصاحبها الحق في شراء أو بيع كمية نمطية محددة من أحد الأدوات المالية المعينة بذاتها بسعر محدد في وقت إبرام العقد، على أنه يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، كأن ينص العقد على تسليم ما قيمته مليون دولار أذن خزانة أمريكية في جوان 2021 تدر عائدا قدره 10.5% سنويا مثلا، أو تسليم عملة أجنبية معينة في تاريخ معين، ويتم هذا التعاقد في جلسة مزاد علني في بورصة العقود المستقبلية التي يوجد بها عدد من غرف التعامل تختص كل واحدة منها بالتعامل في العقود المستقبلية على سلعة معينة، وفي وسط الغرفة يلتقي المتعاملون من أعضاء السوق على حلبة أو حلقة في غرفة التعامل.

2. استخدامات العقود المستقبلية:

تستخدم العقود المستقبلية إما للتجارة (Trading)، أو لتغطية مخاطر التغيرات المستقبلية (Hedging).

1.2. استخدام العقود المستقبلية للتجارة (المضاربة): المقصود بالتجارة هنا المضاربة "Speculation" على تغيرات الأسعار في المستقبل مما يتيح الفرصة للمضاربين لتحقيق بعض الأرباح من بيعهم أو شرائهم عقود مالية مستقبلية حسب تنبؤاتهم بالنسبة لاتجاه تحركات الأسعار إما صعودا أو هبوطا.

وتجدر الملاحظة أن المضارب لا يمتلك الأصول التي يريد بيعها ولا يرغب في شرائها أو امتلاكها وإنما هدفه هو انتهاز الفرص لتحقيق الأرباح من هذه التجارة.

لنفرض أن المضارب توقع بأن أسعار العقود المستقبلية على أصل ما بتاريخ تسليم معين ستكون أقل من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الفورية (الحاضرة) في نفس تاريخ تنفيذ العقد المستقبلي، فسوف يقوم بشراء تلك العقود أي يأخذ مركزا طويلا عليها (Long position)، أما إذا تنبأ بأن أسعار العقود المستقبلية في تاريخ التسليم ستكون أعلى من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الفورية (الحاضرة) في نفس التاريخ، فسوف يعمل على بيع عقود مستقبلية أي أن يأخذ مركزا قصيرا (Short position).

2.2. استخدام العقود المستقبلية للتغطية: تستخدم العقود المستقبلية للتغطية كإجراء وقائي من أجل تخفيض مخاطر الخسارة المستقبلية الناجمة عن التقلبات السعرية المضادة (المعاكسة) في أسعار الفائدة وأسعار الصرف أو أسعار الأسهم وذلك 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 ستنتج على ذلك سوق يقابلها تحقيق ربح عند بيع هذه العقود.

وتجدر الإشارة هنا أنه من اجل ضمان إرساء أسس سوق منتظم في عمليات العقود المالية المستقبلية، قامت بورصات السوق النقدية الدولية (IMM) فرع لبورصة شيكاغو التجارية أو بورصة لندن للعقود المالية المستقبلية الدولية (LIFFE) بتنميط شروط التعاقد في العقود المستقبلية كما يلي:

وحدة التعامل Unit of Trading، شهور التسليم Delivery Months، تاريخ التسليم Date
 الحد الأولي لتقلب السعر (النقطة) Minimum Price Movement (Tick)، قيمة
 النقطة value Tick

الهامش المبدئي Initial Margin.

3. خصائص العقود المستقبلية:

تتميز بأنها عقود نمطية (standard contracts) من حيث تحديد كمية العمل ونوعها وشهور التسليم، ويتم التعامل في العقود المالية المستقبلية من خلال مزاد علني مفتوح (Open Outcry) في سوق مركزي منظم وعن طريق بيت سمسة.

يجري تسليم العملات المتعاقد عليها من خلال غرفة للقاصة (Clearing House) تتألف من أعضاء السوق وتقع عليها مسؤولية تسوية الصفقات المعقودة وضمان تنفيذ العقود إذا ما تعثر أحد الأطراف في تنفيذ ما عليه من التزامات وفقا للعقد.

إن التسليم الفعلي للأدوات المالية التي تم التعاقد عليها بموجب العقود المالية المستقبلية نادر الحدوث، وذلك على عكس السوق الفورية، فأغلب العقود المالية المستقبلية تأخذ اتجاهها عكسيا قبل تاريخ التسليم، أي أن معظم صفقات الشراء ينقلب إلى صفقات بيع مماثلة قبل أن يتم التسليم الفعلي وتتيح عملية تنميط كمية ونوع الأداة المالية نقل العقود المستقبلية بسهولة إلى متعاقدين جدد من خلال البورصة.

تكلفة التعامل في الجلسات المفتوحة للمزاد العلني في أسواق العقود المالية المستقبلية تميل إلى الانخفاض.

4. نظام الهامش في سوق العقود المالية المستقبلية:

نظام الهامش (The Margin System) له أهمية خاصة في سوق العقود المستقبلية إذ يتعين على كل طرف من طرفي التعاقد -البائع والمشتري- إيداع نسبة من قيمة العقد أي هامش مبدئي (Initial Margin) لدى

السمسار الذي يتعامل معه، وذلك فور إبرام العقد، وهذا الهامش لا يعتبر دفعة مقدمة أو عربون من عند السلطة محل العقد على نحو ما يحدث في الأسهم، وإنما هي تودع كضمان لحماية أطراف التعامل من مخاطر تخلف أيهما عن الوفاء بالتزاماته المترتبة على العقد.

وتختلف قيمة الهامش في العمليات المستقبلية، وتتغير حسب التغيرات التي تطرأ على الأسعار في السوق، وحسب ما ينص عليه العقد.

وتتراوح نسبة هذا الهامش بين 0.1 و 10% من القيمة الاسمية للعقد، ويستخدم الهامش في تغطية الخسائر في قيمة العملية عند إعادة تقييمها في نهاية كل يوم.

فمثلاً: يتطلب العقد الذي تبلغ قيمته 25000 جنيه إسترليني إيداع هامش مبدئي قدره 1500 دولار من كل من البائع والمشتري عند البداية في الصفقة، ويجري متابعة الهامش على النحو التالي:

يطلب المشتري من السمسار شراء عقد مستقبلي بمبلغ 25000 جنيه إسترليني تسليم جوان بسعر 2 دولار للجنيه، فتكون قيمة العقد 50000 دولار.

ويقوم المشتري بإيداع هامش مبدئي قدره 1500 دولار (أي 3% من قيمة العقد) عن طريق السمسار، ومن المعروف أنه في سوق العقود المستقبلية يجري تقييم العقود القائمة في نهاية اليوم على أساس أسعار الإقفال.

فلو حدث أن انخفض سعر الإسترليني إلى 1.98 دولار مثلاً فإن المشتري يحقق خسارة قدرها 500 دولار في الصفقة، هنا لا يطلب من المشتري زيادة قيمة الهامش، حيث ما زال الهامش المبدئي فائضاً بمبلغ 1000 دولار (50000 - 500 = 49500) ولكن إذا انخفض الجنيه الإسترليني إلى 1.95 دولار وأصبحت قيمة العقد 48750 دولار، فإنه يتعين على المشتري إيداع مبلغ 250 (50000 - 48750 = 1250, 1250 - 1000 = 250) دولار قبل بداية العمل في اليوم التالي من أجل بلوغ الحد الأدنى من الهامش والذي يطلق عليه هامش الوقاية أو هامش الصيانة (Maintenance Margin) ويبلغ 1000 دولار في مثالنا، ويتراوح هذا الهامش بين 75% و 80% من قيمة الهامش المبدئي وعلى عكس ذلك إذا أسفرت نتيجة التقييم اليومي عن تحقيق أي ربح فإنه يتم سداؤه للمشتري بشرط بقاء الحد الأدنى من الهامش (1000 دولار) على ما هو عليه.

ويظل هامش الصيانة مودعا لدى جهاز المقاصة بالسوق طالما كان المركز مفتوحا ويعاد إلى الطرف المودع عندما يتم تصفية المركز.

ويعني الأخذ بنظام الهامش إعادة تقييم العقود القائمة يوميا، ثم معرفة مقدار الربح أو الخسارة اللذين تحققا، فإذا تحرك السعر لصالح العميل فإن الزيادة في قيمة الهامش تدفع له، وإذا تحرك السعر في غير صالحه فإنه يطالب باستكمال الهامش وذلك على أساس يومي (Dauly stlement or marking to marke) فإذا فشل المتعاقد في تغطية هامش الصيانة، فإن العقد يغلق تلقائيا (أو يصفى) بعد أن يقوم بيت السمسرة بإبرام صفقة عكسية (Reverse Trade) لحساب العميل إذ يشتري باسمه عقد بنفس القيمة وبالسعر الجاري.

5. مقارنة بين العقود المستقبلية وعقود الخيار:

هناك بعض أوجه التشابه بينهما، كما نجد بعض جوانب الاختلاف:

1.5. أوجه التشابه:

- لا يجوز العقدان للمتعاقد أي حق على موضوع العقد قبل موعد التسليم.
- يعطي العقدان لحاملهما الحق في شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد بسعر يحدد عند التعاقد.
- يعطي العقدان فترة مستقبلية، وتكلفة التعامل في كل منهما بسيطة.
- تتمتع عقود الخيار والعقود المستقبلية بجاذبية بالنسبة للمضاربين خاصة وأنه في استطاعتهم المضاربة على أسعار السلع المتاحة في السوق سواء كانت بضائع أو عملات أو أسهم أو أذونات الخزانة ... إلخ، دون الحاجة إلى تملك الأصول محل المضاربة.

2.5. أوجه الاختلاف:

- يكون لمشتري عقد الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، أما العقود المستقبلية فهي عقود ملزمة للمتعاقدين لشراء الأصل محل التعاقد بالسعر المحدد، على أن يتم التسليم ودفع القيمة في تاريخ لاحق.
- تقتصر خسارة المشتري في عقد الخيار على قيمة العلاوة المدفوعة، في حين تمتد الخسارة في حالة العقود المستقبلية لتشمل القيمة الكلية للعقد.

- لا يحق لمشتري عقد الخيار استرداد قيمة العلاوة التي دفعها للبائع عند التعاقد، في حين أن الهامش المبدئي في العقود المستقبلية يمكن استرداده بالكامل إذا لم يتعرض المتعاقد للخسارة.

6. مقارنة بين سوق العقود المستقبلية و سوق العقود الآجلة:

توجد فروق جوهرية بين سوق العقود المستقبلية وسوق العقود الآجلة نلخصها فيما يلي:

1.6. مكان التعامل: يتم التعامل في السوق المالية المستقبلية في البورصة وهي سوق مركزي منظم ولا يجوز للطرف المتعامل إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت سمسة، مثل مؤسسة ميريل لينش الأمريكية Merrill Lynch، أما التعامل في سوق العقود الآجلة فيكون بين العميل والبنك.

2.6. أسلوب التعامل: يكون على شكل جلسة مفتوحة بالمزاد العلني، أما في سوق العقود الآجلة فيكون عن طريق الهاتف والفاكس.

والجدول الموالي يوضح أهم أوجه المقارنة بينهما:

بيان	العقود المستقبلية	العقود الآجلة
أسلوب التعامل	جلسة مفتوحة بالمزاد العلني.	الهاتف والفاكس بين العميل والبنك
مكان التعامل	إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت السمسرة.	في سوق مركزي منظم ولا يجوز للطرف المتعامل إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت السمسرة.
طبيعة العقود	هي عقود نمطية والمبالغ نمطية حسب العملة، تواريخ التسليم نمطية، والشهور محددة، العملة محددة، لها سوق ثانوي لبعض المضاربين.	عقود شخصية يتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد، والعمولة تكون محلا للتفاوض بين العميل والبنك ولا يتم إعلانها، ليس لها سوق ثانوية لأنها عقود شخصية ولا مجال للمضاربة.
الطرف المتعاقد	تقوم غرفة المقاصة بدور الطرف المتعاقد فهي التي تبيع وتشتري من الأطراف المتعاقدة وهي التي تتحمل المخاطر الائتمانية للعقد في حالة إخلال أحدهما بالتزاماته.	العلاقة بين البنك وعملياته علاقة شخصية مباشرة ولذلك فإن المخاطر الائتمانية تتحملها أطراف التعاقد.
الضمان	يستخدم الهامش كضمان ضد مخاطر تأخر الطرف المتعاقد عن الوفاء بالتزاماته.	الضمان هو الجدارة الائتمانية للعميل كما يقدرها البنك.
السيولة	تتاح السيولة من خلال الهامش المدفوع.	تتوفر السيولة من خلال الحد الائتماني الذي يمنحه البنك لعميله.
التسوية	تتم من خلال غرفة المقاصة ويجري دفع الأرباح للعميل وتحصيل الخسائر منه يوميا والذي يجعل التقييم اليومي للعقود يعكس قيمتها السوقية الفعلية.	تتوقف التسوية على الترتيبات التي تم الاتفاق عليها بين البنك وعملياته، كما أنه لا يتم تسديد أية مدفوعات قبل إتمام التسوية النهائية للعقد.
تسليم الأصل محل التعاقد	لا يتم عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل أو الشيء موضوع العقد وأن النسبة لا تتجاوز 2% من العقود يتم إنهاؤها بالتسليم.	يتم إنهاء العقد عادة بالتسليم.

ثالثا: أسواق الاستبدالات (عقود المبادلة)

1. تعريف عقود المبادلة:

تتضمن تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع، وقيمة كل من العقدين واحدة إلا أن 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.

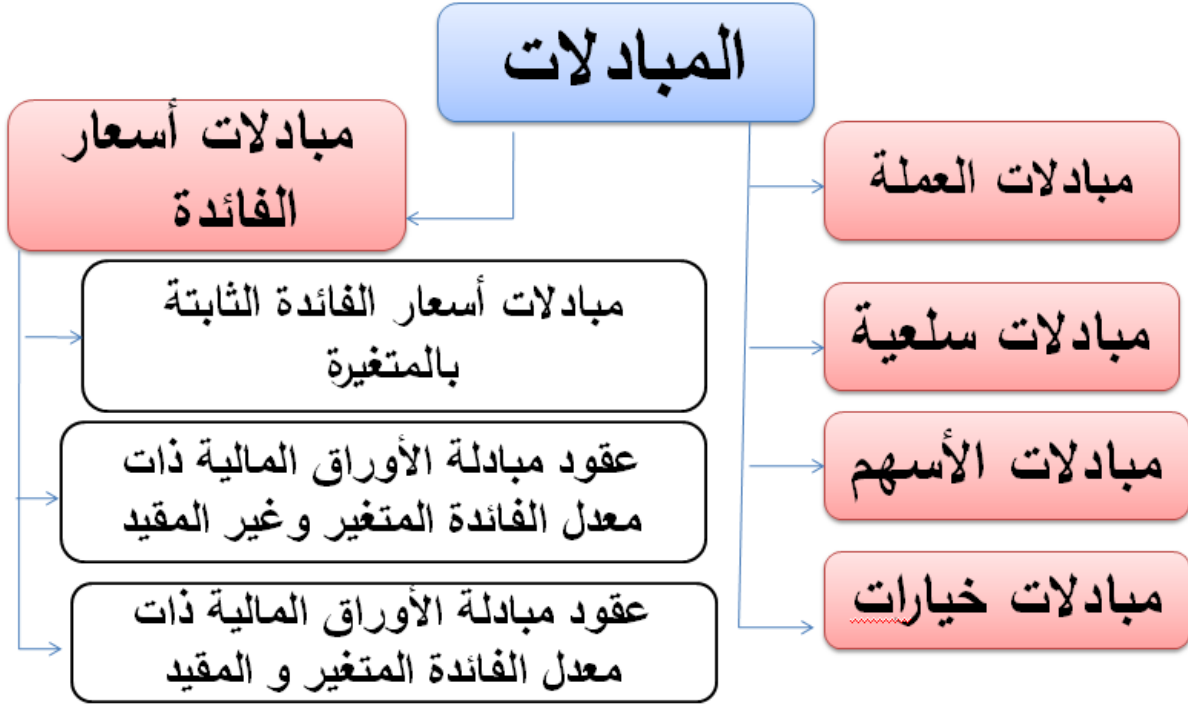
والنقطة تعني في لغة العملة الأجنبية جزء من المائة من السنة في عملية التسعير، فإذا قيل سعر صرف الإسترليني مقابل الدولار ارتفع من 1.5426 إلى 1.5428 دولار فإن معنى ذلك ارتفاع السعر بنقطتين والنقطة في سعر الفائدة تساوي 1% فإذا تغير سعر الفائدة من 9% إلى 9.5% فيقال أن هناك ارتفاع بنصف نقطة.

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

وسعر المبادلة ليس بسعر الصرف، وإنما هو فرق سعر الصرف أي الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل للعملة. وفي معظم عمليات المبادلة يتم الشراء والبيع في نفس الوقت وبين نفس الأطراف، غير أنه يحدث في بعض الأحيان أن يشتري أحد المتعاقدين العملة شراء فوريا من جهة ما ثم يبيعه آجلا لجهة أخرى، وفي هذه الحالة يطلق على عملية المبادلة هذه المبادلة الموجهة (Engineered swap) تمييزا لها عن المبادلة التامة (Pure swap) والتي تتم بين نفس طرفي التعاقد في عمليتي الشراء والبيع وفي عملية المبادلة الموجهة لا يشترط تساوي المبلغين في عقدي الشراء والبيع.

2. أنواع عقود المبادلة:

تقسم عقود المبادلة حسب ما يبينه الشكل الموالي إلى:



3. أركان عقد المبادلة: وهي كالاتي:

- طرفي العقد؛
- الوسيط المالي؛
- الأصل أو الالتزام محل التعاقد؛
- قيمة المدفوعات أو المقبوضات الدورية محل المبادلة؛
- العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات؛
- السعر الآجل للمبادلة المتفق عليها؛
- مدة سريان العقد.

ويعتبر عقد المبادلة عقد ملزم للطرفين على خلاف ما هو معروف عن عقود الخيار، ولا تتم تسوية الأرباح والخسائر بشكل يومي كما في العقود المستقبلية، أيضا لا تتم تسوية هذا العقد لمرة واحدة فقط كما هو الحال في

العقود الآجلة وإنما تتم التسوية على مراحل منتظمة كل ستة أشهر مثلا، ولذلك يعرف البعض عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود الآجلة.

4. استخدامات عقود المبادلة:

وتمارس عمليات المبادلة في الأحوال التالية:

تحويل عملة ما إلى عملة أخرى بشكل مؤقت وبدون الاحتفاظ بمركز العملة الأجنبية ويستخدم هذا الأسلوب في عمليات الترويج المعطى بأسعار الفوائد.

تستخدم عمليات المبادلة لخلق وضع آجل مقابل وضع آجل (Foward against foward)، كأن يباع الإسترليني مقابل الدولار تسليم آجل لمدة ثلاثة شهور، ثم شراء إسترليني مقابل دولار تسليم شهر واحد، وذلك لتوقع تغير مقدار العالوة أو الخصم (الذي يعكس فروق أسعار الفائدة على العملتين) لصالح المتعامل.

إذا لم يكن في الإمكان اقتراض أو إقراض عملة ما خلال فترة محددة بسبب عدم تواجد المقرض أو المقترض الذين تتفق ظروف ككل منهما مع الآخر من حيث قيمة القرض المطلوب أو مدة القرض ذاته، فإنه يمكن شراء هذه العملة في تاريخ فوري ثم بيعها في تاريخ آجل بحيث تكون المدة الفاصلة بين التاريخين تتفق مع مدة القرض المطلوب، ويتم هذا من خلال عمليات المبادلة.

إذا خرج رأس المال بعملة ما للاستثمار في الخارج بعملة أجنبية أخرى (لارتفاع أسعار الفائدة على هذه الأخيرة مثلا) فإن عملية المبادلة تجنب المستثمر مخاطر تغير سعر الصرف عند إعادة تحويل رأس المال المستثمر إلى العملة الوطنية.

تستخدم البنوك المركزية عمليات المبادلة لتثبيت أسعار صرف عملاتها عندما تتعرض لضغوط عليها بسبب المضاربة، إذ يشتري البنك عملة أجنبية مقابل بيع عملة محلية بيعا فوريا ثم يبيع عملة أجنبية مقابل شراء عملة محلية آجلا في نفس الوقت أو العكس، وذلك للتخفيف من الضغوط الواقعة على عملته، وتلجأ البنوك المركزية أيضا للمبادلة من أجل توفير السيولة في الاقتصاد الوطني أو للتخلص من السيولة الفائضة إذا ما دعت الحاجة إلى ذلك.

5. أهداف استخدام عقود المبادلة:

توجد هناك أهداف عديدة لاستخدام هذا النوع، حيث تختلف استخدامات عقود مبادلة سواء كانت لمعدلات الفائدة أو عقود مبادلة العملة من مستثمر إلى آخر حسب إستراتيجيته التي يتبعها وتمثل هذه الاستخدامات في ما يلي:

1.5. التحوط وإدارة أسعار الفائدة وأسعار الصرف: يعتبر استخدام عقود المبادلة للتحوط من أهم دواعي استخدام هذه العقود فدخول طرفين في اتفاق لمبادلة معدلات الفائدة يمكن أن يساعدهما على التحوط ضد المخاطر الناجمة عن تغيرات معدلات الفائدة وكذلك بالنسبة لمبادلات العملات يساعد طرفي المبادلة التحوط ضد مخاطر التغير في العملات.

2.5. المضاربة: تبرم كذلك عقود المبادلات من طرف المستثمرين لأغراض المضاربة، أن يكون الإقدام على إبرام عقود المبادلة لأسعار الفائدة أو العملات لغرض الاستفادة من فروق الأسعار لكلا الطرفين.

- تخفيض مستوى تكلفة التمويل وتحسين مستوى العائد على الأصول.

ويمكن من خلال الجدول الموالي تلخيص أهم مزايا وعيوب عقود المبادلة:

مزايا عقود المبادلة	عيوب عقود المبادلة
تحقق هيكل إقراض بالتكلفة المرغوبة؛	لا تخضع لرقابة سوق منظم؛
تمكن المقرضين للحصول على مصادر تمويل جديدة؛	تنطوي على مخاطر ائتمانية كبيرة؛
تتمتع بمرونة كبيرة ويمكن تصميمها حسب رغبة المتعاملين؛	يصعب قياس المخاطر الناجمة عنها؛
لا تتطلب دفع علاوة أو الهوامش في أغلب أنواعها.	تكون في بعض الأحيان معقدة.

6. أمثلة على عملية المبادلة:

مثال 1: نفترض أن مستثمرا أمريكيا يمكنه الحصول على قرض طويل الأجل بالدولار الأمريكي بسعر فائدة تفصيلي "مميز" (Prime Rate) غير أنه يريد تمويل استثمار له في اليابان قدره 10 مليارات ين ياباني، وكانت تكلفة تديره لهذا المبلغ عن طريق طرح سندات بالين الياباني لمدة 10 سنوات في سوق رأس المال اليابانية هي 7.75 % وهي تكلفة مرتفعة وذلك بالمقارنة بسعر الفائدة الذي يدفعه المقترض الياباني على قرض مماثل وليكن 7.25 %، كما سنفترض أن مستثمرا يابانيا يرغب في تمويل استثمار له في الولايات المتحدة الأمريكية بمبلغ 100 مليون دولار وكانت تكلفة تديره لهذا المبلغ من خلال طرح سندات بالدولار لمدة 10 سنوات في سوق رأس المال في نيويورك تبلغ 7% وهي تكلفة مرتفعة نظرا لعدم سبق تواجد المستثمر الياباني في السوق الأمريكية وذلك بالمقارنة إلى سعر الفائدة الذي يدفعه المقترض الأمريكي على قرض مماثل والذي يبلغ 6.5 % فقط.

في هذا المثال تتحقق منفعة متبادلة لكل من هذين المستثمرين إذا ما اتفقا سويا واقترض كل منهما قرضا بعملته الوطنية بالقيمة التي يحددها الطرف الآخر وبسعر الفائدة التفضيلي ثم يتم مبادلة التزامات كل منهما لمدة 10 سنوات.

ولكن هناك مخاطر تتمثل في تغير أسعار الصرف بين الدولار والين، وكذلك كل المخاطر الائتمانية التي تترتب على إخفاق أي من المقترضين في الوفاء بالتزامه قبل الطرف الآخر.

ولتجنب هذه المخاطر يمكن للمقترضين اللجوء إلى أحد البنوك لإبرام عقد مبادلة العملات بينهما لتغطية مخاطر أسعار الصرف، وكذلك تغطية المخاطر الائتمانية في مقابل دفع عمولة للبنك تقدر بـ (0.125 %) مثلا، وبذلك يكون كل من الطرفين المتعاقدين قد حقق وفرا في تكلفة الاقتراض على النحو التالي:

بالنسبة للمستثمر الأمريكي يكون قد حقق مبلغ في تكلفة تدير القرض بالين الياباني نسبته 0.375 % وهو الفرق بين تكلفة اقتراضه المباشر من السوق اليابانية 7.750 % وتكلفة تديره نفس المبلغ عن طريق الاقتراض بالدولار الأمريكي ومبادلته بالين الياباني من خلال عقد مبادلة العملات ويبلغ (7.250 % + 0.125 %، قيمة عمولة البنك = 7.375 %) مع تثبيت سعر الصرف بين الدولار والين الياباني عند إبرام عقد المبادلة

$$0.375 = 7.375 - 7.750$$

وبالنسبة للمستثمر الياباني فقد حقق وفرا في تكلفة تدبير القرض بالدولار الأمريكي نسبته 0.375 % وهو الفرق بين تكلفة اقتراضه المباشر من السوق الأمريكية بسعر 7 % وتكلفة تدبير نفس المبلغ عن طريق الاقتراض بالين الياباني ومبادلته بالدولار من خلال عقد مبادلة العملات ويبلغ (6.500 % + 0.125 % قيمة عمولة البنك = 6.625 %) مع تثبيت سعر الصرف بين الدولار والين عند عقد المبادلة 7 % - 6.625 % = 0.375.

مثال 2 — (هامش متغير + تسوية يومية)

المعطيات:

- سلعة: ذهب.

- حجم العقد: 100 أونصة.

- المتداول دخل مركزاً "طويلاً" (Long) بعقد واحد عند سعر 1950 \$/أونصة.

- الهامش الأولي لفتح العقد = 9750 \$.

- هامش الصيانة = 7000 \$.

- أسعار الإغلاق على مدار 3 أيام بعد الدخول: يوم 1 = 1965 \$, يوم 2 = 1920 \$, يوم 3 = 1910 \$.

- المطلوب: احسب الربح/الخسارة اليومي، رصيد حساب الهامش، وهل يحصل طلب إيداع (margin call)؟ إذا حدث، كم يلزم إيداعه؟

الحل:

1. فرق السعر كل يوم بالنسبة لمشتري العقد:

- من 1950 → 1965: فرق = +15 \$/أونصة.

- من 1965 → 1920: فرق = -45 \$/أونصة.

- من 1920 → 1910: فرق = -10\$/أونصة.

2. الربح/الخسارة لكل يوم = فرق السعر × حجم العقد (100 أونصة):

- يوم 1: $15+ \times 100 = 1500+$ \$ (ربح).

- يوم 2: $45- \times 100 = 4500-$ \$ (خسارة).

- يوم 3: $10- \times 100 = 1000-$ \$ (خسارة).

3. حساب رصيد حساب الهامش (بدأ بـ \$ 9750):

- بعد يوم 1: $1500 + 9750 = 11,250$ \$ (أكبر من هامش الصيانة).

- بعد يوم 2: $4500 - 11,250 = 6,750$ \$.

ملاحظة: $6,750 >$ هامش الصيانة $7,000$ → حدوث margin call . عادة يطلب الوسيط إعادة الرصيد إلى مستوى الهامش الأولي (\$ 9750).

- المبلغ المطلوب إيداع $9,750 - 6,750 = 3,000$ \$. بعد الإيداع يصبح الرصيد \$ 9,750.

- بعد يوم 3 (بعد الإيداع): نطبق خسارة يوم 3: $9,750 - 1,000 = 8,750$ \$ (النتيجة أكبر من هامش الصيانة، لا مزيد من النداءات).

النتيجة:

- حصل margin call بعد يوم 2، ويجب إيداع \$ 3,000 لإعادة الرصيد إلى الهامش الأولي.

- بعد التسوية اليومية التالية، يصبح رصيد الحساب \$ 8,750 .

مثال 3: سنفترض أن أحد المستثمرين البريطانيين (A) يريد تمويل مشروع له في أمريكا، وأنه يجد صعوبة في الاقتراض بالدولار من السوق الأمريكية، ففي هذه الحالة يمكنه اقتراض المبلغ المطلوب بالإسترليني ثم يبيعه في السوق مقابل الحصول على ما يعادله بالدولار بمعنى أن يكون عليه التزام بالإسترليني مقابل أصول مقومة بالدولار، وسنفرض أيضا أن هناك مستثمرا أمريكيا (B) يريد تمويل استثمار في إنكلترا ويجد صعوبة في الاقتراض بالإسترليني

من السوق البريطانية، وفي هذه الحالة يمكنه أن يقترض المبلغ المطلوب بالدولار ثم يبيعه في السوق مقابل الحصول على ما يعادله بالإسترليني (بمعنى أن يكون عليه التزام مقوم بالدولار مقابل أصول مقومة بالإسترليني) في هاتين الحالتين، سيجد المستثمران (A) و (B) أن لدى كل منهما مركزا مكشوفًا بالنقد الأجنبي، وأنه معرض للخسارة في حالة تغيير سعر الصرف في غير صالحه.

فالمقترض (A) سوف يتعرض للخسارة في حالة ارتفاع قيمة الإسترليني مقابل الدولار، إذ أنه سيعيد شراء الإسترليني بسعر أعلى لتسديد مدفوعات الأقساط والفوائد، وسيجد المقترض (B) أنه سوف يتعرض لنفس المخاطر إذا ما ارتفع الدولار مقابل الإسترليني، ولتجنب هذه المخاطر يتم عقد صفقة مبادلة من خلال أحد البنوك بحيث يتعهد المقترض (A) بتسديد الأقساط والفوائد المستحقة على القرض بالدولار للمقرض (B) من خلال البنك، كما يتعهد المقترض (B) بتسديد الأقساط والفوائد المستحقة على القرض بالإسترليني للمقترض (A) من البنك الذي يقوم بدور الوسيط مقابل عمولة يتقاضاها من كل المقترضين دون الحاجة إلى معرفة أي منهما بالآخر، وبدون أن يدري أي من المقرضين بأن هناك عملية مبادلة قد تمت.

وكما تجري مبادلة الالتزامات على نحو ما رأينا سابقا، فإنه يمكن مبادلة الأصول المقومة بعملتين مختلفتين أيضا مثل سندات صادرة بالدولار وأخرى صادرة بالإسترليني.

كما يمكن عقد صفقة مبادلة للفوائد كأن تستبدل فائدة ثابتة بأخرى متغيرة (معمومة) فإذا كان المقترض غير قادر على الحصول على قرض بسعر فائدة ثابت نظرا لعدم كفاية جدارته الائتمانية أو لارتفاع نسبة سعر الفائدة الثابت بحيث تفوق مقدرة المقترض، لهذا لم يكن أمامه سوى الحصول على القرض بسعر فائدة متغير، ونظرا لحشيته من ارتفاع هذا السعر الذي يتم تحديده مقدما كل (3) أشهر مثلا، فإنه سيحاول مبادلة التزامه القائم بسداد سعر الفائدة المتغير على القرض مقابل التزامه بسداد الفائدة على القرض على أساس سعر ثابت، في هذه الحالة يطلب المقترض من أحد البنوك القيام بدور الوسيط في عملية المبادلة مقابل عمولة، وهنا يتعين على هذا البنك أن يجد مقترضا آخر قد اقترض بسعر فائدة ثابت إلا أنه يفضل سداد الفائدة على القرض على أساس متغير، أو أن يقوم البنك نفسه بالاقتراض بسعر فائدة ثابت ثم يبادل التزامه مع التزام المقترض (A).