

المحاضرة الثانية العشر

- أسواق العقود الآجلة والمستقبلية وأسواق المبادات:

1- أسواق العقود الآجلة والمستقبلية:

لقد نما القطاع غير المنتج وازداد وزنه النسبي في الاقتصاد الرأسمالي وحل صنع النقود محل صنع السلع، والفائدة محل الربح، ولم يعد الاقتصاد الرمزي للمال والائتمان مرتبطا ارتباطا عضويا بالاقتصاد الحقيقي للسلع والخدمات بوصفها الاقتصاد الرمزي تعبيرا بالضرورة عن الاقتصاد الحقيقي وتبرر المضاربة بمفهومها الاقتصادي" بوصف نشاطا جوهريا لرأس المال، لا يتحرك بهدف التصحيح كما يزعم الزاعمون- وإنما بهدف الكسب والمزيد من الكسب لرأس المال.

إن من أخطر ما يجري الآن من إعادة هيكلة لأسواق النقد وأسواق رأس المال، هو ما يمس آلياتها، حيث صارت الآلية الأساسية هي آلية القرض أو الدين، وحيث يجري التحول من القرض للإنتاج إلى القرض للقرض و للمزيد من منح القروض.

لقد صار التعامل الآجل صناعة، وأي صناعة؟ أنها صناعة النقود فيما وصفه بعض الغربيين بأنه انتقال الثروة من جيوب الكثرة إلى جيوب القلة.

لقد زاد الإنتاج الصناعي بنسبة 25% من عام 1977 إلى عام 1985 بينما زاد حجم التعامل الآجل خلال ذات الفترة بنسبة 370%.

وهذا ما دل فعلا على أن صناعة النقود حلت محل صناعة السلع.

1.1- العقود الآجلة:

على الرغم من أن العقود الآجلة قد ظهرت منذ أمد طويل وهناك العديد من الدلائل التاريخية على ذلك، لاسيما فيما يخص العمليات الآجلة على السلع كالحبوب والأرز.

لكن وعكسا لسوق الخيارات لا يوجد لهذه الأسواق مبنى أو كيان رسمي منظم كالسوق الرسمية، إذ تعمل من خلال قنوات اتصال غير رسمية بين المؤسسات المالية الرئيسية، الأمر الذي لم يمكنها من تقديم أي تسهيلات.

والجدير بالذكر أن الأسواق الآجلة للصرف الأجنبي قد وجدت منذ زمن طويل، إلا أنه لم يكن يجري التعامل على كثير من الأدوات الأخرى في الأسواق الآجلة في ذلك الحين، ومع النمو السريع لأسواق المشتقات حدثت طفرة هائلة في الأسواق الآجلة للأدوات الأخرى، وأصبح الآن من السهولة بمكان الدخول في عقود آجلة لمؤشرات الأسهم أو الطاقة، كما كان الأمر بالنسبة للعمليات الأجنبية.

والمخاطر في العقود الآجلة لا تتعلق بطرف دون الآخر، فكل طرف من طرفي التعاقد يتحمل مخاطر عدم وفاء الطرف الآخر بالتزامه، وتختلف بذلك العقود الآجلة عن عقود الخيار والتي يتحمل فيها مخاطرة عدم الوفاء مشتري حق الخيار فقط.

ونصوغ فيما يلي أهم التعريفات الواردة لهذا العقد.

تعريف العقد الآجل: عرّفه "*D\Chance*" بأنه: "اتفاقية بين طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع لشراء أو بيع سلعة أو خدمة في تاريخ مستقبلي لاحق وبسعر متفق عليه عند إنشاء العقد".

وعرّف من قبل "D\Antony Saundrts" كما يلي: "العقد الأجل هو اتفاقية تعاقدية بين مشتري وبيع لمبادلة أصل بنقد في تاريخ لاحق، والمشتري والبيع يحددان السعر والكمية عند التعاقد، ولكن التسليم والتسلم لسند يستحق بعد عشرين عاما مقابل الثمن النقدي قد لا يتم".

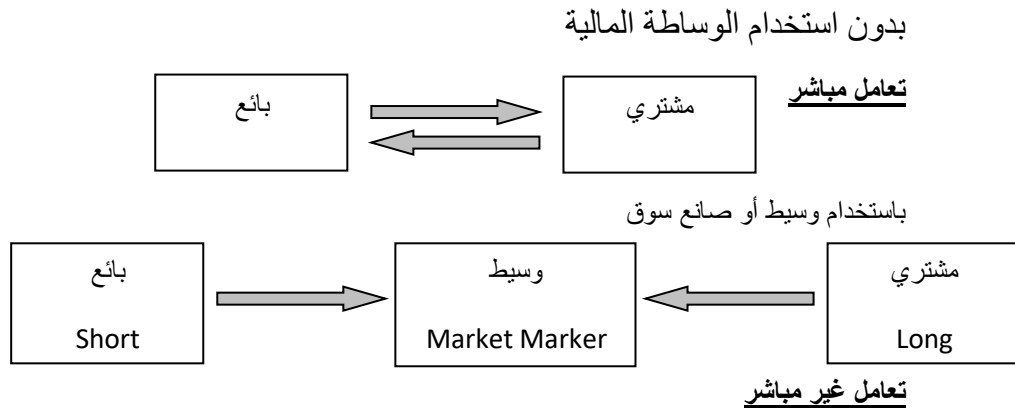
بينما "عرّف صندوق النقد الدولي" العقد الأجل بالآتي: "بمقتضى العقد الأجل يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقيا أم ماليا، بكميات معينة، وفي تاريخ معين، وبسعر تعاقد متفق عليه، والعقود الأجلة ليست عقودا مالية شرطية لأنها تنطوي على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين"

أما "Edward Kleinburd" فقد عرف العقد الأجل بالآتي: هو عقد ثنائي خاص مؤجل تنفيذه والذي يقتضي تسليم كمية معينة معينة من الملكية بسعر محدد في تاريخ محدد في المستقبل، ولا يطالب أطراف العقد بإيداع أي ضمان".

وهو نفس المعنى الذي ذهب إليه "D\Dismond" إذ عرف العقد الأجل بالآتي: "العقد الأجل هو عقد على شراء أو بيع كمية محددة من سلعة ما بمواصفات محددة في تاريخ مستقبلي معين بسعر متفق عليه عند إنشاء العقد".

نصل من خلال مختلف التعاريف المقدمة أنّ العمليات المالية الأجلة هي عقود مستقبلية لأصل مالي، أو هي عقود مستقبلية على مؤشرات حقوق الملكية، أو أوراق مالية ذات دخل ثابت (مثل السندات) والعملات، وهي تعطي المستثمرين فرصة أكبر لضبط خصائص المخاطرة، العائد الخاصة بمحافظ أوراقهم المالية، وفي السنوات الأخيرة تصاعدت هذه الأهمية خاصة بعدما أصبحت أسعار الفائدة أكثر تقلبا واتجه المستثمرون للبحث عن تقنيات جديدة للتقليل من مخاطر مراكز حقوق الملكية.

شكل رقم (3-6): يمثل التعامل على العقود الأجلة في السوق غير الرسمية.



2.1 – العقود المستقبلية:

خلال ما يزيد عن 120 عام فإن بورصات العقود المستقبلية السلعية باشرت دورها في تنفيذ العقود على السلع الزراعية والمعدنية وغيرها، وفي عام 1971 "سقوط نظام بريتن وودز"، بدأت الاقتصاديات الغربية المتقدمة السماح بتعويم عملاتها بما يعني السماح بتقلب أسعار الصرف، مما فتح الطريق لقيام سوق النقد الدولي (IMM) والتي تعد سوقا معاونة لبورصة شيكاغو للتجارة والتي تخصص في العقود المستقبلية على العملات الأجنبية، وكانت هذه هي أولى العقود المستقبلية التي أطلق عليها العقود المستقبلية المالية.

أما أول عقد مستقبلي على معدلات أسعار الفائدة فقد ظهر عام 1975، عندما قامت بورصة شيكاغو بتنظيم عقود مستقبلية على الرهن العقاري الوطني الحكومي من خلال شهادات تعكس غلاتها معدلات أسعار الفائدة على الرهن العقاري.

وفي عام 1976 قدمت سوق النقد الدولي (IMM) أول عقد مستقبلي على الأوراق المالية الحكومية وأدوات مالية أمريكية قصيرة الأجل لمدة 90 يوما وهي أدون الخزنة.

وفي عام 1977 بدأت بورصة شيكاغو للتجارة في تنظيم أكثر العقود نجاحا في كل الأزمان في الوم.أ، وهي العقود المستقبلية على سندات الخزنة، وفي غضون فترة قصيرة أصبحت هذه الأداة من أكثر العقود نشاطا للتفوق على الكثير من العقود المستقبلية للحبوب والتي كان يجري التعامل عليها منذ ما يزيد عن 100 عام.

وفي عام 1980 تم تقديم احد العقود التي لقيت إقبال نجاحا وهي العقود المستقبلية على مؤشرات أسعار الأسهم.

وسنتناول فيما يلي أهم التعريفات الواردة :

1.2.1- تعريف العقد المستقبلي:

عرّف كما يلي: " أنه التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على احدهما أن يسلم الآخر أو) يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد".

أما " فقد قدم التعريف التالي: " العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين: الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير، والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، ويقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي (سلعة ما) أو أصل ورقي (مثل الأسهم والسندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساسا سعر يتفق عليه عند التعاقد، وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه، مبلغا نقديا أو أوراق مالية حكومية، أدون الخزنة على الأخص، تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد، يطلق عليها الهامش المبدئي، الغرض منها إثبات الجدية وحسن النية من الطرفين، كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه»⁴⁷.

وقدم التعريف التالي: " عقد المستقبليات هو اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد: (1) نوع الأصل المتداول، (2) كمية الأصل الذي يتم تداولها، (3) التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ، (4) السعر الواجب دفعه للأصل".

وسنتناول فيما يلي التعريفات المقدمة من قبل كتاب غربيين:

عرف "أنتوني سوندرز" «49» العقد المستقبلي كما يلي: "العقد المستقبلي يجري الترتيب له من خلال سوق منظمة وهو اتفاقية بين مشتري وبياع على تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق".

وحسبه فإن وجه الخلاف بين هذا العقد والعقد الآجل يتمثل في كون أن سعره ثابتا في العقد الآجل طوال مدة العقد، كذلك العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية ويتم تعديل قيمتها وفقا لسعر التسوية ويستفاد من ذلك أن تسويات نقدية حقيقية تتم بصفة يومية بين الشاري والباع استجابة لعمليات التسويات اليومية.

2.2.1- أهم سمات وخصائص العقود المستقبلية:

1. نمطية شروط التعاقد فلا تتباين العقود من عقد لآخر ولا تخضع لرغبة المتعاقدين كما هو الحال في العقود الآجلة من حيث حجم العقد ومدته وصفاته أو جودته.
2. يجري التعامل على هذه العقود من خلال السوق الرسمية لذلك فإنها تكون قابلة للتداول وتحرر بذلك المتعاقدين من التزاماتهم بتسليم أو تسلم المعقود عليه.
3. المتعامل في هذه العقود يودع تأمينا لا يتجاوز 20% من القيمة الكلية للعقد وذلك خلافا للعقود الآجلة التي يجري التعامل عليها في السوق غير الرسمية والتي لا تتطلب إيداعا لمثل هذا التأمين من أي من أطرافها.
4. العقود المستقبلية لا يقبل المتعاقدون عليها بغرض الحصول على الأصل محل التعاقد بل إن هذا المقصد يكاد يتضاءل لدرجة العدم، إذ يجري استخدام هذه العقود لأغراض المضاربة أو نقل المخاطرة أو لمجرد المراهنه على محض اتجاهات الأسعار، أما من كان مقصده الحصول على الأصل محل التعاقد فإما أن يلجأ إلى السوق الحاضرة إن كانت حاجته لهذه الأصل عاجلة أو إلى السوق غير الرسمية لإنشاء عقد آجل إذ كان راغبا في الحصول على هذا الأصل في وقت لاحق، إذ يتوفر في هذا السوق عنصري الإلزام والالتزام، "إلزام الباع بتسليم المعقود عليه للمشتري والتزام الشاري بسداد الثمن المقابل للأصل محل التعاقد".
5. المستثمر في السوق الرسمية بإمكانه تجنب الاستلام الفعلي للسعة من خلال بيع العقد لآخر.
6. تحديد الثمن الحقيقي للأصل محل التعاقد في مستهل عقد الصفقة .
7. العقود المستقبلية توصف جميعها بأنها تخضع للتسوية اليومية فيتم تعديل ثمن التعاقد يوميا كلما تغير سعر الأصل.

3.2.1- عملاء السوق:

أ. المتحوظون: على اعتبار أن الهدف الرئيسي لسوق العقود المستقبلية هو ضمان آلية كفاءة وفعالة لإدارة مخاطر تقلبات الأسعار، فعقود الشراء والبيع المستقبلية تحدد مستوى أسعار الأصول المتعامل بها الآن ليصار إلى تسليمها واستلامها في وقت لاحق، وهذا يتيح للأفراد والشركات تحديد وتأمين مستوى الكلفة لديهم بغض النظر عن تقلبات الأسعار.

ولما كانت الحاجة إلى التحوط تبرز في جميع أنواع التجارة والأعمال فالمقترض الكبير بحاجة لحماية نفسه من ارتفاع أسعار الفائدة وبطبيعة الحال فالمقرض أو المستثمر بحاجة إلى حماية نفسه من انخفاض أسعار الفائدة أو أسعار الأسهم، ومنتجو الحبوب واللحوم المعلبة والمجوهرات بحاجة إلى حماية أسعار منتجاتهم من تقلبات أسعار المعادن الثمينة والسلع وذلك بتثبيت الكلفة.

ومن خلال اتخاذ قرار التحوط يتنازل المتحوط مسبقا عن إمكانية استفادته من حركة الأسعار المربحة له فهو يستطيع أن يحمي كلفته وهامش ربحه فقط وبهذه الحالة لا يتحمل أي مخاطر غير عادية.

ب. المضاربون: بما أن المستثمر المضارب يسعى إلى حمل المخاطر التي يرغب المتحوط إتلافها فلا يهتمه استلام وتسليم الأصول المتعاقد عليها، بل ينصب جل اهتمامهم على الاستفادة من تقلبات الأسعار خلال أقصر فترة ممكنة، فيعملون على شراء الأصول المتوقع ارتفاع أسعارها وبيع تلك المتوقع انخفاض أسعارها.

وتتميز العقود المستقبلية بدرجة عالية جدا من الرفع المالي، إذ قد تتعدى نسبة الرفع أكثر من 50 ضعف رأس المال المستثمر به في بعض الحالات، الأمر الذي يترتب عليه ارتفاع حاد في العلاقة بين العائد والمخاطرة^(*) مما جعل العقود المستقبلية لأغراض المضاربة أداة استثمارية شديدة المخاطرة لا يقربها إلا من لديه نزعة للمخاطرة، أو من يستطيع الحصول على كم إضافي من المعلومات عن طريق التحليل والمتابعة المستمرة للسوق، وهم الخبراء، مدراء الاستثمار ومستشاريه في العقود المستقبلية.

*** المراجحون:** الصنف الثالث من المتدخلين في هذه العقود هم المراجحون، هؤلاء يقومون باستغلال الفروقات الظرفية في أسعار الأصول لغرض تحقيق ارباح دون تحمل مخاطر، مثال على ذلك شراء أصل في سوق وبيعه في سوق آخر بسعر أعلى، أو استغلال عدم احترام الأسعار للعلاقة بين سعر الأصل فورا وسعر المنتج المشتق المحرر عليه اجلا.

(*) المستثمر قد يحقق عائد يصل إلى 100% من قيمة رأسماله المستثمر في أقل من أسبوع في حالة اتجاه الأسعار نحو توقعاته، كما يخسر كامل رأسماله في حالة اتجاه الأسعار نحو اتجاه معاكس لتوقعاته