المحاضرة 14الفصل السابع: الأسواق المشتقة

تمهيـد

هناك عدة أنواع من المعاملات التي تتم في أسواق الصرف الأجنبي وتسمى المشتقات المالية وهي:

- المعاملات الفورية (الأنية) Spot Transaction.
- الصفقات الآجلة For word Deals.
- المعاملات التي تجمع بين المعاملات الفورية و الاجلة وهي عمليات المبادلة Swap Opérations.
- الخيارات Option.
- العمليات المستقبلية Financial Futurs.

بالإضافة إلى أساليب أخرى لإدارة الصرف الأجنبي, وسوف نتعرف على العمليات التي أشرنا لها في المباحث التالية:

المبحث الاول:اسواق الاختيارات (عقود الخيارات المالية)

تم تداول عقود الخيار لأول مرة في بورصة منظمة عام 1973، ولقد انتشر استخدام هذه الخيارات فيما بعد على نطاق واسع عبر العالم، وتعود نشأة هذه العقود أساسا إلى سوق السلع حيث كان المنتجون يهدفون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار لذلك يشترون هذا الحق ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محددين مقابل تعويض للتجار[1].

أما فيما يتعلق بالخيارات المالية فإن الأصول موضع التعامل تتمثل في: الأسهم السندات، العملات الأجنبية أو حتى مؤشرات الأسهم.

كما تعتبر هذه العقود بديل عن المتاجرة مباشرة في الأسهم العادية[2] حيث بدلا من شراء أسهم يقوم المستثمرون بشراء هذه العقود التي تمثل حق استلام أو تسليم أصل ما في ظروف معينة.

1- مفاهيم عامة حول عقود الخيار:

نتناول في هذا العنصر المفاهيم الأساسية لعقود الخيار وأنواعها والمصطلحات الأساسية المتعلقة بها.

---

[1] عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية, الدار الجامعية، مصر، 2003-2004, ص: 559.

[2] طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2003, ص: 53.

1-1- مفهوم عقود الخيار:

عقد الاختيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد, ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل[3] وتتوفر هذه الرغبة في حالة ما إذا كانت التغيرات السعرية للأصل محل العقد عند التاريخ المحدد في صالح المشتري، ويحصل المشتري على العقد لقاء علاوة (مكافأة) يدفعها للبائع (محرر العقد) عند إبرام العقد.

وتعبر عقود الخيار عن القدرة أو الحق في الاختيار بين بديلين هما: إما ممارسة هذا الحق أو الامتناع عن تنفيذه.

ويعرف عقد الخيار أيضا على أنه اتفاق بين طرفين البائع والمشتري يخول لحامله شراء أو بيع أصل معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد[4], يسمى السعر بسعر التنفيذ أو الممارسة، ويسمى التاريخ المستقبلي بتاريخ نهاية صلاحية العقد.

1-2- أنواع عقود الخيار:

يمكن تقسيم الخيارات إلى عدة أنواع أخذا بعدة معايير:

أولا: الأنواع الرئيسية: حيث تقسم إلى: خيارات الشراء وخيارات البيع.

- خيار الشراء: هو عقد بين طرفين (البائع والمشتري) يعطى فيه الحق للمشتري في الاختيار بين شراء أو عدم شراء أصل ما بسعر معين خلال فترة أو تاريخ مستقبلي، ويمنح المشتري هذا الحق لقاء مبلغ مالي يدفعه للبائع وهو المكافأة (سعر الخيار).

  ويقوم المشتري بتنفيذ حقه إذا كان السعر السوقي للأصل أكبر من سعر الممارسة.

- خيار البيع: هو أيضا عقد بين طرفين يمنح الحق لصاحب العقد في الاختيار بين بيع أو عدم بيع أصل معين بسعر ما وبتاريخ مستقبلي مقابل علاوة دفع تدفع للبائع, ويتم التنفيذ إذا انخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ.

ثانيا: حسب تاريخ التنفيذ: تقسم إلى:

- خيارات أمريكية: هي عقود يسمح فيها لصاحب العقد بأن يمارس حقه في شراء أو البيع في أي وقت في الفترة بين شرائه للعقد وتاريخ انتهاء صلاحية العقد.
- خيارات أوروبية: يكون فيها الحق لحامل العقد أن ينفذ عقده فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد (أي في يوم واحد).

---

[3] المرجع السابق, ص: 53.

[4] موسى مطر شقيري-نوري موسى-ياسر المومني، المالية الدولية, دار الصفاء للنشر والتوزيع, عمان, ص: 111.

1-3- المصطلحات الأساسية في عقود الاختيار:

- أولا: سعر الممارسة (سعر التنفيذ): هو السعر المحدد مسبقا في عقد اختيار الشراء والذي يسمح لمشتري العقد بشراء الأصل محل العقد بهذا السعر, أو هو السعر المحدد مسبقا في عقد اختيار البيع والذي يسمح لمشتري العقد ببيع الأصل محل العقد بهذا السعر.[1]
- ثانيا: تاريخ انتهاء صلاحية العقد: هو التاريخ المستقبلي المحدد للتنفيذ، وهو آخر موعد لممارسة حق البيع أو الشراء الآجل، أي أن حامل العقد إذا لم يقم بالتنفيذ في هذا التاريخ فإن العقد يصبح غير قابل للتنفيذ أو التداول فيما بعد.

  كما يعبر عن التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بتنفيذ أو ممارسة حقه[2]، إذا كانت الظروف ملائمة لذلك.

- ثالثا: المكافأة أو العلاوة: هي السعر المدفوع بواسطة مشتري العقد للحصول على حق الاختيار وتسمى أيضا سعر الخيار، وعليه فإن المكافأة تعني التضحية (التكلفة) التي يجب على مشتري الاختيار تقديمها، إذا هي غير قابلة للاسترداد مهما كانت التغيرات المستقبلية.
- رابعا: عقد الشراء/البيع المعياري: يعطى الحق لمشتري العقد في شراء (بيع) 100 سهم من أسهم شركة معينة بسعر ممارسة محدد.
- خامسا: خيار الشراء المغطى: هو العقد الذي يمتلك محرره أو بائعه السهم أو الأصل محل العقد. (دون أن يلجأ لشرائه من السوق في حالة تنفيذ العقد).

2- كيفية عمل عقود الخيار:

سوف نركز في هذا العنصر على العقود الخاصة بالأسهم, وقبل التعرض إلى الأمثلة نورد الجدول التالي الذي يمثل ملخصا لخيارات الشراء والبيع:

جدول رقم () : خصائص خيارات الشراء والبيع لطرفي العقد

نوع ا	خيـار ا	خيـار

[1] طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 50.

[2] محمود سحنون، الاقتصاد النقدي المصرفي، بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، 2003, ص: 142.

ري	1- حق شراء أسهم في تاريخ ال 2- ملزم بدفع مكافأة مقابل ا 3- تتحقق الأرباح من ارتفاع أسعار ا 4- الربح غير محدد ال 5- الخسارة م	ق بيع أسهم في تاريخ التنفيذ. زم بدفع مكافأة مقابل الخيار. حقق الأرباح من انخفاض أسعار الأسهم. بح غير محدد خسارة محددة.
	1- ملزم ببيع أسهم في تاريخ ال 2- له الحق في الحصول على الم 3- تتحقق الأرباح من ثبات أو انخفاض أ الأسه 4- الربح م 5- الخسارة غير م	زم بشراء أسهم في تاريخ التنفيذ. الحق في الحصول على مكافأة. حقق الأرباح من ثبات أو ارتفاع الأسعار. بح محدد. خسارة غير محددة.

2-1- أمثلة عن عمل عقود الخيار

أولا بالنسبة لخيارات الشراء: نعطي مثال شامل لكل من شراء وبيع عقد شراء آجل.

مثال[1]: مستثمر يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم لشركة معينة خلال شهرين فيقوم بشراء خيار شراء آجل أوروبي لـ 100 سهم من أسهم هذه الشركة، بسعر ممارسة 100 دج للسهم، وأن تاريخ انتهاء الصلاحية بعد شهرين، وسعر الخيار هو 5 دج للسهم.

[1] طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 19.

بالنسبة لهذا المثال فإن المستثمر يشتري الخيار بسعر 5 دج × 100 سهم = 500 دج (العلاوة) ويتفق مع البائع على سعر ممارسة (السعر المذكور في العقد) هو 100 دج.

وهنا يكون أمام هذا المستثمر ثلاث حالات للتصرف في نهاية صلاحية العقد.

الحالة (1): نفرض أن سعر السهم السوقي ينخفض إلى 98 دج عند تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

هنا يختار مشتري العقد عدم تنفيذ الخيار أو الحق المتاح له، لأنه لا يمكن أن يشتري سهم بـ 100دج في حين أنه يستطيع شراءه من السوق بـ 98 دج فقط ولو قام بالتنفيذ يتكبد خسارة متمثلة في 2 دج للسهم بالإضافة إلى العلاوة.

أما في حال عدم تنفيذه يخسر فقط العلاوة أو المكافأة المبدئية وهي 500دج.

الحالة(2): بفرض ارتفاع سعر السهم السوقي إلى 115 دج في تاريخ نهاية الصلاحية, في هذه الحالة يقوم المستثمر بتنفيذ حقه في شراء 100 سهم بسعر100 دج في حين يباع في السوق بمبلغ 115 دج, وهنا يحقق ربحا يتمثل في:

115 – 100 = 15 دج للسهم العائد (الربح) = 15 × 100 سهم = 1500 دج

أما الربح الصافي = العائد – العلاوة

= 1500دج – 500 = 1000 دج

الحالة (3): يمكن لصاحب العقد أن يبيع عقد الخيار في البورصة وذلك في حالة ارتفاع أسعار الأسهم حيث ترتفع معها قيمة الخيار في حد ذاته.

هذا بالنسبة للمشتري أما البائع:

في الحالة الأولى يتحصل على عائد أو ربح ثابت وهو العلاوة أي 500 دج .

في الحالة الثانية: يتكبد خسارة متمثلة في 1000 دج

الخسارة = العلاوة – الخسارة الكلية = 1500 –500

ويمكن تمثيل المثال بالمنحنى التالي:

شكل رقم (7) : طبيعة عمل عقود خيار الشراء

نقطة التعادل = سعر الممارسة + العلاوة (المكافأة)

= 100 + 5 = 105 دج.

سعر الممارسة <نلاحظ من خلال المنحنى (1) أن: مشتري العقد لا يقوم بتنفيذ العقد إذا ما كان سعر السهم السوقي وبالتالي يخسر العلاوة فقط.

في حالة ارتفاع السعر السوقي عن سعر الممارسة يقوم بالتنفيذ رغم تعرضه لخسارة في المجال [100–105[فمثلا إذا كان السعر السوقي 102 دج فإن الربح يتمثل في: 2 دج × 100 سهم = 200 دج والربح الصافي = 200 – 500 = –300 (خسارة) إلى أن يبلغ السعر السوقي نقطة التعادل حيث لا يحقق المشتري أي ربح ولا خسارة وبعد ارتفاع السعر عن نقطة التعادل فإن المشتري يبدأ في تحقيق أرباح.

مثال[1]: عند السعر 106 العائد = 6 × 100 = 600 دج

الربح الصافي= 600 – 500 = 100 دج.

أما بالنسبة للمنحنى (2): فإن البائع يحصل على أرباح متمثلة في العلاوة إذا لم ينفذ العقد أي إذا كان سعر السهم السوقي أقل من سعر الممارسة.

وتبدأ أرباحه في الانخفاض إذا ما بدأ المشتري في تنفيذ عقده وذلك إذا كان سعر السهم السوقي أكبر من سعر الممارسة, لأن البائع هنا يقوم ببيع الأسهم بسعر أقل مما هو موجود في السوق, أما عند نقطة التعادل فلا يحقق لا ربح ولا خسارة.

عند نقطة التعادل : 105 دج – 100 (سعر الممارسة) = 5 دج (قيمة الخسارة).

5×100 (سهم) = 500 دج الربح (الخسارة) = 500 – 500 = 0

علاوة خسارة

ثانيا: بالنسبة لخيارات البيع:

مثال: نفترض أن بائع العقد يبيع خيار بيع آجل لأسهم شركة معينة بسعر ممارسة هو50 دج وبعلاوة 75دج (كلية) وهنا يقوم مشتري العقد بدفع علاوة يستلمها البائع وهي 75 دج, نأخذ الحالات التالية:

1. إذا كان سعر السهم السوقي 45 دج: هنا يقوم المشتري بتنفيذ عقده لأنه سيحصل على الأرباح فهو يبيع 100 سهم لبائع العقد (محرره) بسعر50 دج في حين يستطيع شراءها من السوق بـ45 دج للسهم.
   50– 45 = 5 دج الربح = 5 × 100 = 500 الربح الصافي = 500 – 75 = 425

   في حين أن بائع العقد يتكبد خسارة متمثلة في (500–75=425 دج)

2. إذا كان سعر السهم السوقي أكبر من 50 دج مثلا 60 دج: في هذه الحالة لا ينفذ المشتري حقه في البيع ويخسر فقط العلاوة وهي75دج.
   أما البائع فيحصل على ربح ثابت وهو العلاوة.

ويمكن تمثيل هذا المثال أيضا بمنحنيات بيانية:

---

[1] المرجع السابق، ص: 61.

شكل رقم (8) : طبيعة عمل عقود خيار البيع

= سعر الممارسة – العلاوة نقطة التعادل

= 50 – 0.75 = 49.25

نلاحظ من خلال المنحنيات أنه إذا كان السعر السوقي للأسهم أقل من سعر الممارسة فإن مشتري العقد يقوم بتنفيذ حقه ببيع 100 سهم بسعر 50 دج.

مثلا عند السعر40 دج: يربح المشتري 10 دج للسهم × 100 سهم = 1000 دج

الربح الصافي: 1000 – 75 = 925 دج

بالنسبة للبائع فإنه يخسر قيمة الربح الصافي للمشتري لأنه يشتري أسهم بسعر50 دج في حين تباع في السوق بـ40 دج فقط, أي الخسارة 1000دج.

أما عند بلوغ نقطة التعادل وهي سعر الممارسة – العلاوة فإن كل من المشتري والبائع لا يحققان ربحا ولا خسارة, لأنه في نقطة التعادل يكون سعر السهم السوقي 49,25.

50 – 49.25 = 0.75 الربح (الخسارة) = 0.75 – 0.75 = 0

الربح العلاوة

أما إذا ارتفع سعر السهم السوقي عن سعر الممارسة ففي هذه الحالة فإن المشتري لا ينفذ العقد ويتكبد خسارة متمثلة (العلاوة) أي 0.75 للسهم, أما البائع فيحقق ربحا وهو قيمة العلاوة. في سعر الخيار

ب–2–2– العوامل المؤثرة على سعر الخيار

قبل التطرق إلى العوامل المؤثرة على سعر الخيار نتطرق إلى بعض المعادلات الرئيسية:

- القيمة الحقيقية لخيار الشراء = سعر السهم السوقي – سعر الممارسة.
- القيمة الحقيقية لخيار البيع = سعر الممارسة – سعر السهم السوقي.
- القيمة الزمنية لخيار الشراء = سعر تداول الخيار في سوق رأس المال – القيمة الحقيقية لخيار الشراء.ونلخص هذه العوامل في الجدول التالي:

جدول رقم (16) : تلخيص العوامل المؤثرة على سعر الخيار

لمتغير	الشراء	البيع
السهم السوقي		•
الممارسة		
المتبقي من حياة الخيار		
الأسهم		
الفائدة		
ات الأرباح		

سعر السهم السوقي: يلاحظ أن لمستوى السعر تأثير مباشر على القيمة الحقيقية فأي زيادة في أسعار الأسهم لها تأثير موجب على القيمة الحقيقية لخيار الشراء وسلبي لخيار البيع.

- سعر الممارسة: له تأثير مباشر أيضا ففي سعر ممارسة منخفض خيار الشراء أكثر تكلفة من لو أن السعر مرتفع.[1]
- المدة: كلما زادت المدة كان المشتري مستعد لدفع مبلغ أكبر للحصول على الخيار كما تزيد المخاطر بالنسبة للبائع لذلك يطلب ثمن أكبر.
- تقلب السهم: كلما زادت درجة حساسية السهم للتقلب تزيد أسعار الخيارات.

[1] عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 590.

المبحث الثاني : العقود المالية المستقبلية Financial futurs:[2]

عرفت هذه العقود منذ أكثر من 100 عام حيث كانت تتداول في بورصات شيكاغو ولندن، وكانت السلع مثل: البن والسكر والكاكاو والذهب والفضة والبلاتين ... 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 انشاء أول بورصة للتعامل في العقود المالية المستقبلة 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 والسنتات والنقد الأجنبي ومؤشرات سوق الأوراق المالية. وفي لندن تطورت سوق العقود المستقبلة London International Financial Futurs Exchange (بورصة لندن للعقود المالية الدولية) (LIFFE) حيث يجري الاتجار بعقود الخيار والعقود المستقبلة.

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 أذون خزانة أمريكية في جوان 2005 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- خصائص العقود المستقبلية:

1- 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 سمسرة.

2- 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.

3- إن التسليم الفعلي للأدوات المالية التي تم التعاقد عليها بموجب العقود المالية المستقبلة نادر الحدوث، وذلك على عكس السوق الفورية، فأغلب العقود المالية المستقبلة تأخذ اتجاها 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.

---

[2] مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، ص: 177.

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

3- 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 المستقبلة، وتتغير حسب التغيرات التي تطرأ على الأسعار في السوق، وحسب ما ينص عليه العقد.

وتتراوح نسبة هذا الهامش بين 0.1 و10 % من القيمة الاسمية للعقد, ويستخدم الهامش في تغطية الخسائر في قيمة العملية عند إعادة تقييمها في نهاية كل يوم.

فمثلا : 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 المستقبلة يجري تقييم العقود القائمة في نهاية اليوم على أساس أسعار الإقفال.

فلو حدث أن انخفض سعر الإسترليني إلى 1.98 دولار مثلا فإن المشتري يحقق خسارة قدرها 500 دولار في الصفقة، هنا لا يطلب من المشتري زيادة قيمة الهامش، حيث ما زال الهامش المبدئي فائضا 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 % و80 % من قيمة الهامش المبدئي وعلى عكس ذلك إذا أسفرت نتيجة التقييم اليومي عن تحقيق أي ربح فإنه يتم سداده 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.

4- غرفة المقاصة: (Clearing House):

يوجد لكل سوق من أسواق العقود المالية المستقبلية بيت أو غرفة للمقاصة لتسوية الصفقات المالية بين أعضاء السوق وتسهيل تدفق الأرصدة الناجمة عن تنفيذ العقود. وتلعب غرفة المقاصة دورا هاما لتحملها المخاطر الائتمانية التي تنتج عن العقود المستقبلية عن طريق تقديم الضمان لتنفيذ التزامات كل من البائع والمشتري.

وتؤمن غرفة المقاصة نفسها ضد مخاطر تأخر أحد أطراف التعاقد عن الوفاء بإلتزامه باستخدام هامش الصيانة.

في الصفقات المالية المستقبلية لا تكون التزامات كل من البائع والمشتري تجاه أحدهما الآخر –على الرغم من أن الصفقة قد أبرمت بينهما– وإنما يكون التزام كل منهما تجاه غرفة المقاصة التي تلعب دور البائع بالنسبة إلى المشتري ودور المشتري بالنسبة إلى البائع، وهذا يتطلب من غرفة المقاصة متابعة انتقال العقد من يد إلى أخرى بالبيع والشراء.

فعندما يتقدم المشتري الأصلي الأول (الأصلي) لبيع العقد الذي يملكه، تؤدي غرفة المقاصة دور المشتري وتدفع له قيمة العقد حسب الأسعار الجارية، ثم يلي ذلك أن تقوم غرفة المقاصة بدور البائع ويحرر عقد بيع جديد باسم المشتري الثاني بالسعر الجاري وهكذا..., ومن ذلك يتضح أن السعر في العقد الجديد قد يختلف عن السعر في العقد الأول إذا ما اختلفت الأسعار الحالية عن تلك التي كانت سائدة وقت تحرير العقد الأول, وعندما يحل تاريخ التسليم المحدد في العقد تقوم غرفة المقاصة بوضع الترتيبات لكي يقوم البائع الأصلي الذي باع العقد للمشتري الأصلي بتسليم المشتري الأخير الأصل محل العقد.

وليس من الضروري استعلام فرقة المقاصة عن الجدارة الائتمانية للطرف الذي عقدت الصفقة لصالحه، لأن مثل هذا الاستعلام يبطئ من حركة الإجراءات الخاصة بالعقود المستقبلية والتي تتميز بالسرعة.

5- استخدامات العقود المستقبلية:

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

5-1- استخدام العقود المستقبلية للتجارة (المضاربة):

" على تغيرات الأسعار في المستقبل مما يتيح الفرصة للمضاربين Speculationالمقصود بالتجارة هنا المضاربة " 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).

5-2- 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 مناسبا وذلك بشراء عقود مستقبلية, بحيث إذا ارتفع السعر في السوق الحاضرة في تلك الفترة (أي انخفض المردود المالي) فإن أية خسارة ستنجم 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 IMMفرع لبورصة شيكاغو التجارية أو بورصة لندن للعقود المالية المستقبلية الدولية (LIFFE) بتنميط شروط التعاقد في العقود المستقبلية كما يلي:

1. وحدة التعامل Unit of Trading
2. شهور التسليم Delivery Months
3. تاريخ التسليم Delivery Date
4. الحد الأولي لتقلب السعر (النقطة) Minimum Price Movement (Tick)
5. قيمة النقطة Tick value

6. الهامش المبدئي Initial Margin

والشكل التالي يوضح نموذج العقود المالية المستقبلية على العملة والمتداولة في بورصة لندن للعقود المالية المستقبلية الدولية(LIFFE) .

جدول رقم (17) : العقود المستقبلية على العملة LIFFE currency futures contracts

شروط ا	العملة للمقابلة الدولارCurrency Against us dollar			
	الاستر ling	ال tsche Mark	الفرنك السو ss Franc	الين الب nese Yen
التعامل	000£	5.000D.M	.000 S.F	.500.000
شهور ال	مارس، جوان، سبـ ديسمبـ	مارس، جوان، سبـ ديسمبـ	مارس، جوان، سبـ ديسمبـ	مارس، جوان، سبـ ديسمبـ
تاريخ ال	الأربعاء الثالث من التسلـ	الأربعاء الثالث من التسلـ	الأربعاء الثالث من التسلـ	الأربعاء الثالث من التسلـ
ا	£الدولار بالنس	DMالدولار بالنـ	SFrالدولار بالنـ	الدولار لـ 00
الحد الأدنى لتقلب ا	0.01£ بالـ	0.01DM بالـ	0.01SFr سنت بالـ	0.01 بالنسبة 00
حجم النقطة وق	50	50	50	50
الهامش الم	00	00	00	00

والفرنك DM والمارك £من النموذج المذكور نلاحظ أن عقد العملة المستقبلي يغطي عملات مختلفة الإسترليني مقابل الدولار.Y والين SFrالسويسري

ويجري تسعير العقود وفقا لأسعار الصرف السائد، فالعقد المستقبلي يتم تسعيره على النحو المتبع في سوق الصرف الأجنبي، كما يتضح أن النقطة الواحدة أي أن الحد الأدنى لتقلب السعر في العقد تعادل 0.01 سنت فإذا افترضنا

أن أحد التجار اشترى ثلاثة (03) عقود بالإسترليني بسعر 1.6800 للدولار وأن السعر وصل خلال أسبوع إلى 1.7300 دولار فإنه يكون بذلك قد حقق 500 نقطة في كل عقد نتيجة تغير السعر، ولما كانت قيمة النقطة حسب العقد النمطي هي 2.50 دولار فإن إجمالي الربح المحقق يبلغ 3750 دولار أحتسب على النحو التالي: (1.7300−1.6800)/0.0001 × 2.5 دولار قيمة النقطة × 3 عقود = 3750 دولار (إجمالي الربح).

مثال على تغطية مخاطر أسعار الفائدة قصيرة الأجل:

يجري تسعير عقود أسعار الفائدة قصيرة الأجل كعقود أذون الخزانة أو عقود شهادات الإيداع على أساس القيمة القياسيةIndex Value Basis − 100)، فسعر العقد المالي المستقبلي الخاص بأداة مالية قصيرة الأجل يساوي (100 − سعر الفائدة السنوي المستقبلي) والتسعير على هذا النحو يجعل العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة وأسعار العقود ثابتة، فكلما كان سعر الفائدة الحالي مرتفعا، كلما كان سعر العقد المستقبلي منخفضا.

سنويا لوديعة تستحق في مارس إذا ما اشتريت وديعة لأجل %فعلى سبيل المثال، يمكن تثبيت سعر فائدة قدره 13.5 استحقاق شهر مارس بسعر 86.5 (100−13.5) فإذا تحرك السعر إلى 86.25 فإن سعر الفائدة على الوديعة يرتفع إلى 13.75 (100−86.25) وتستخرج قيمة النقطة في عقود العملة بالدولار والتي تبلغ قيمتها عادة 1.000.000 دولار لمدة 3 أشهر وذلك بالكيفية التالية 0.01 × 12/3 × 1000000 = 25 دولار فإذا اشترى أحد التجار (10) عقود مستقبلية باليورودولار، كل عقد لمدة 3 شهور بسعر 84.15 وبعد مضي عشرة أيام تحرك السعر ليصبح 84.05 فإن الربح أو الخسارة تحتسب كالآتي:

10 عقود × 10 نقاط خسارة × 25 دولار للنقطة = 2500 دولار (إجمالي الخسارة)

) في لغة النقد الأجنبي جزء من مائة من السنت في عملية التسعير فإذا قيل أن سعر الصرف Point Pipالنقطة (للإسترليني مقابل الدولار ارتفع من 1.5426 $ إلى 1.5427 $ فمعنى ذلك أن السعر ارتفع بنقطة واحدة وهي 1.5427 − 1.5426 = 0.0001 نقطة.

والنقطة في سعر الفائدة تساوي 1 %، فإذا تغير سعر الفائدة من 9 % سنويا إلى 9.5 % سنويا فإن ذلك يعني ارتفاع سعر الفائدة بنصف نقطة ($\frac{1}{2}$ نقطة).

£	25.000
الدولار الكندي	100.000
FF	62.500
SF	125.000

Y 12.5 مليون
EURO 125.000

مثال على العقود المستقبلية على العملات الأجنبية:

لنفترض أن شخصا يرغب في شراء عقد مستقبلي لعملة الين الياباني حيث العقد النمطي 12.5 مليون ين، وتعرض قيمة العقد بالسنت الأمريكي لكل ين فإذا افترضنا أن هذا الشخص قام بشراء عقد مستقبلي لديسمبر وذلك في شهر مايو، كما أن سعر العقد هو(0.010387 $/ ين) وعلى ذلك يصبح:

القيمة الكلية للعقد بالدولار الأمريكي = 12.5 مليون × 0.010387 = 129837.50 $.

الهامش المعتاد على عقد الين هو 2300 دولار.

فإذا افترضنا أن قيمة الين قد تصاعدت بالنسبة للدولار (بسبب انخفاض في معدلات الفائدة بالولايات المتحدة، وبسبب التضخم في اليابان أو (أي سبب آخر) وأصبحت قيمة الين (0.010485 $ / ين) فإن ذلك يعني أن قيمة العقد قد ارتفعت الآن لتصبح بالدولار الأمريكي = (12.5 × 0.010485) = 131062.50, وبمقارنة ذلك بالوضع السابق تكون الزيادة الصافية في قيمة العقد هي 1225 $.

القيمة الجارية = 131062.50

القيمة الأصلية = 129837.50

المكسب = 1225.00

ولما كان متطلب الهامش الأصلي هو 2300 $ فإن معدل الفائدة المحقق على العقد المستقبلي عن هذه التسوية × 100 = 53.3%.

وبالطبع عند تقدير هذا المعدل على أساس سنوي فإنه سيكون عاليا عن ذلك.

ومن الناحية الأخرى إذا افترضنا أن الين قد هبطت قيمته قابل الدولار (نتيجة لارتفاع معدلات الفائدة في الولايات المتحدة أو تزايد التضخم في اليابان) وليكن المعدل الجديد هو 0.010325 $ / ين) فإن الموقف يصبح كما يلي:

القيمة الجارية = 12.5 مليون × 0.10325 = 129062.50

القيمة الأصلية = 12.5 مليون × 0.010387 = 129837.50

الخسارة = −775.00 $

وبالطبع معدل الخسارة = × 100 = 33.7 %

ويصبح من المتعين إضافة مبلغ 775 دولار حتى يبقى الهامش على قيمته الأصلية.

ويسعى مديرو التمويل في الغالب نحو تغطية مراكزهم المكشوفة في معاملات الصرف الأجنبي، من خلال أسواق العقود المستقبلية على العملة فمثلا إذا أنهى المدير الأمريكي اليوم صفقة ليستلم القيمة بعد ثلاثة أشهر بالين

الياباني، فإذا هبط الين مقابل الدولار فإن متحصلاته ستنخفض، ومن ثم يمكن للمدير المالي أن يلجأ إلى سوق العقود كأحد الحلول من أجل بيع الين بعقد مستقبلي (أي يأخذ مركز قصير) فإذا حدث وانخفض الين فإنه سيحقق قدر من الكسب (الربح) على العقد المستقبلي يمتص به الخسارة من المقبوضات التي ستحدث بنهاية الشهرين.

مثال: إذا كانت صفقة تقدر بمبلغ 50 مليون ين ياباني، وكان سعر الصرف الجاري 0.009462 $/ين بينما سعر التسوية الراهن لعقد مستقبلي على الين الياباني لثلاثة أشهر (0.009382 $/ين) في حين أن معدل الصرف الحاضر المتوقع بعد ثلاثة أشهر هو (0.009284 £/ين)، فإن أقام مدير الشركة أحد البديلين:

الأول هو عدم قيامه بأي تصرف والحصول على مستحقاته من الين بنهاية الأشهر الثلاثة حسب سعر الصرف السائد عندئذ، وهنا فهو يتحمل مخاطرة انخفاض قيمة الين مقابل الدولار.

والبديل الثاني هو بيع عقد مستقبلي لمدة 3 أشهر بسعر التسوية الراهن

والجدول التالي يوضح نتائج البديلين:

جدول رقم (18) : بدائل التعامل في عقد مستقبلي

الأول	**الثاني**
ول على المستحقات بالمسار الطبيعي	**ل في عقد مستقبلي**
لصفقة بالدولار الآن: $473100=0.009462 × 50.000	لصفقة بالدولار الآن: $473100=0.009462 × 50.000 قد مستقبلي بسعر تسوية 0.009382 $/ين لعقد المستقلبي بعد 3 أشهر: $ 469100= 0.009382 × 50.000
لصفقة بعد 3 اشهر من الان بالدولار: $464200=0.009284 × 50.000	
رة الناتجة عن انخفاض الين: $ 8900 =464200 – 473	رة الناتجة عن انخفاض الين: $ 4000 = 469100 – 473

وهكذا يتضح أن استخدام العقد المستقبلي قد أدى إلى تخفيض الخسارة من 8900 $ إلى 4000 $.

فطالما أن السوق يعطي مؤشرا على هبوط الين، فإن بيع الحصيلة المتوقعة بعد 3 أشهر من الآن من خلال عقد مستقبلي يعني تجنب المزيد من الهبوط وبالتالي تخفيض الخسائر المحتملة.

وبالطبع إن لم يتحقق هذا التوقع، وحدث تصاعد في تاريخ التسليم في سعر الين، فإن الفرق بين المتحصلات وبين حصيلة بيع العقد ستكون أعلى بسبب تزايد الين، وسينظر إليه على أنه بمثابة ثمن مدفوع لتجنب المخاطرة.

ومن ناحية أخرى، إذا افترضنا أن هذا المدير الأمريكي ملزم بدفع 50 مليون ين بعد 3 أشهر من الآن، وهناك توقع بتصاعد سعر الين مقابل الدولار، فعليه عندئذ شراء عقد مستقبلي على الين لتحجيم (تقليل) مخاطر تصاعد الين.

فإذا كان السعر الحاضر 0.009462 $ /ين، وسعر التسوية بالعقد المستقبلي لثلاثة أشهر هو 0.009548 $ /ين، فإن هذا المدير يكون قد اشترى المخاطرة بقيمة محددة من الآن وفقا للحساب التالي بافتراض أن سعر الصرف

الحاضر المتوقع بعد ثلاثة أشهر 0.009605 $/ين:

قيمة المدفوعات حاليا: 50.000.000 × 0.009462 = 473100 $.

قيمة المدفوعات لسعر الصرف المتوقع: 50.000.000 × 0.009605 =480250 $.

قيمة العقد المستقبلي على الين: 50.000.000 × 0.009548 = 477400 $.

وهكذا فإن مدير الشركة يكون قد تجنب المخاطرة بتكلفة قدرها:

[477400 – 473100] = 4300 $ ، كما أنه إذا تحقق السعر المتوقع فيكون المدير قد خفض خسائر العملة من ($7150) = [480250 – 473100] إلى ($4300)

وتحدد الإشارة إلى أن المضاربين ينجذبون إلى سوق العقود المستقبلية للعملة عندما يعتقدون أن السعر الجاري للعقود المستقبلية يختلف بشكل ملموس عن ذلك السعر الخاص الذي يتوقعونه في تاريخ التسليم.[1]

6- مقارنة بين العقود المستقبلية وعقود الخيار:

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

6-1- أوجه التشابه:

- لا يخول 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.

6-2- 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.

7- مقارنة بين سوق العقود المستقبلية و سوق العقود الآجلة:

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

---

[1] بهاء الدين سعد, التمويل الدولي لمنظمات الأعمال الجزء (2)، 2002, ص: 234. نقلا عن:
William F. Sharpe and Gordon J. Alexander, Investments, Forth Ed. Prentice-Hall, 1990 p 613

7-1- مكان التعامل: يتم التعامل في السوق المالية المستقبلية في البورصة وهي سوق مركزي منظم ولا يجوز للطرف المتعامل إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت سمسرة، مثل مؤسسة ميريل لينش الأمريكية Merrill Lynch، أما التعامل في سوق العقود الآجلة فيكون بين العميل والبنك.

7-2- أسلوب التعامل: يكون على شكل جلسة مفتوحة بالمزاد العلني, أما في سوق العقود الآجلة فيكون عن طريق الهاتف والفاكس.

والجدول التالي يوضح أهم أوجه المقارنة بينهما:

جدول رقم (19) : مقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

	المستقبلية	**الآجلة**
ب التعامل	مفتوحة بالمزاد العلني	ب والفاكس بين العميل والبنك
التعامل	وق مركزي منظم ولا يجوز للطرف المتعامل م الصفقات إلا عن طريق بيوت السمسرة	ريق البنوك المختلفة ويتم إبرام العقد مباشرة ل العميل والبنك الذي يتعامل معه.
العقود	قود نمطية والمبالغ نمطية حسب العملة، ريخ التسليم نمطية، والشهور محددة، العمولة ددة, لها سوق ثانوي بعض المضاربين.	شخصية يتم التوصل إليها بالتفاوض بين راف العقد, والعمولة تكون محلا للتفاوض ل العميل والبنك ولا يتم اعلانها, ليس لها وق ثانوية لأنها عقود شخصية ولا مجال ضاربة.
ب المتعاقد	غرفة المقاصة بدور الطرف المتعاقد فهي ي تبيع وتشتري من الأطراف المتعاقدة وهي ي تتحمل المخاطر الائتمانية للعقد في حالة لال أحدهما بالتزاماته.	ة بين البنك وعمليه علاقة شخصية مباشرة لك فإن المخاطر الائتمائية تتحملها أطراف عاقد.
ن	م الهامش كضمان ضد مخاطر تأخر لرف المتعاقد عن الوفاء بالتزاماته.	ن هو الجدارة الائتمائية للعميل كما يقدرها ك.
ة	لسيولة من خلال الهامش المدفوع.	السيولة من خلال الحد الائتماني الذي حه البنك لعميله.
ة	ل خلال غرفة المقاصة ويجري دفع الأرباح ميل وتحصيل الخسائر منه يوميا والذي عل التقييم اليومي للعقود يعكس قيمتها وقية الفعلية.	التسوية على الترتيبات التي تم الاتفاق يها بين البنك وعميله، كما أنه لا يتم تسديد مدفوعات قبل إتمام التسوية النهائية للعقد.

الأصل محل عاقد	عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل أو الشيء ضوع العقد وأن النسبة لا تتجاوز 2% من قود يتم إنهاؤها بالتسليم.	هاء العقد عادة بالتسليم.

المحاضرة 15المبحث االثالث: اسواق الاستبدالات (عقود المبادلة)

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 استرليني 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 نقس 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 السنت 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.

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 يبيعها 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-ستخدامات عقود المباد لة:

1 وتمارس عمليات المبادلة في الأحوال التالية:

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

2 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 العلاوة أو الخصم (الذي يعكس فروق أسعار الفائدة علىالعملتين) لصالح المتعامل.

3 تستخدم عمليات المبادلة في خلق وضع مضاد للوضع المشار إليه في البلد 2 أعلاه بعد جني الأرباح المحققة نتيجة تغير أسعار الفائدة لصالح المتعامل.

4 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 يبيعها في تاريخ آجل بحيث تكون المدة الفاصلة بين التاريخين تتفق مع مدة القرض المطلوب, ويتم هذا من خلال عمليات المبادلة.

5 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.

6 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.

3-أمثلة على عملية المبادلة:

نفترض أن مستثمرا أمريكيا متميزا يمكنه الحصول على قرض طويل الأجل بالدولار الأمريكي بسعر فائدة تفصيلي) غير أنه يريد تمويل استثمار له في اليابان قدره10 مليارات ين ياباني، وكانت تكلفة تدبيره Prime Rate"مميز" (وهي %لهذا المبلغ عن طريق طرح سندات بالين الياباني لمدة 10 سنوات في سوق رأس المال اليابانية هي 7.75 , كما %تكلفة مرتفعة وذلك بالمقارنة بسعر الفائدة الذي يدفعه المقترض الياباني على قرض مماثل وليكن 7.25 سنفترض أن مستثمرا يابانيا يرغب في تمويل استثمار له في الولايات المتحدة الأمريكية بمبلغ 100 مليون دولار وكانت تكلفة تدبيره لهذا المبلغ من خلال طرح سندات بالدولار لمدة 10 سنوات في سوق رأس المال في نيويورك

وهي تكلفة مرتفعة نظرا لعدم سبق تواجد المستثمر الياباني في السوق الأمريكية وذلك بالمقارنة إلى سعر %تبلغ 7 يدفعه المقترض الأمريكي على قرض مماثل والذي يبلغ 6.5.%الفائدة الذي فقط

في هذا المثال تتحقق منفعة متبادلة لكل من هذين المستثمرين إذا ما اتفقا سويا واقترض كل منهما من معرفة المحلي 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 الإئتمانية التي تترتب على اخفاق 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 $\frac{1}{8}$% (0.125 %) مثلا، وبذلك يكون كل من الطرفين المتعاقدين قد حقق وفرا في تكلفة الاقتراض على النحو التالي:

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

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

مثال2: 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) أن لدى كل منهما مركزا مكشوفا بالنقد الأجنبي، B) و (Aبالإسترليني) في هاتين الحالتين، سيجد المستثمران (وأنه معرض للخسارة في حالة تغيير سعر الصرف في غير صالحه.

) سوف يتعرض للخسارة في حالة ارتفاع قيمة الإسترليني مقابل الدولار، إذ أنه سيعيد شراء الاسترليني Aفالمقترض ( ) أنه سوف يتعرض لنفس المخاطر إذا ما ارتفع Bبسعر أعلى لتسديد مدفوعات الأقساط والفوائد، وسيجد المقترض (الدولار مقابل الاسترليني، ولتجنب هذه المخاطر يتم عقد صفقة مبادلة من خلال أحد البنوك بحيث يتعهد المقترض) من خلال البنك، كما يتعهد المقترض B) بتسديد الأقساط والفوائد المستحقة على القرض بالدولار للمقرض (A( ) من البنك الذي يقوم بدور الوسيط A) بتسديد الأقساط والفوائد المستحقة على القرض بالاسترليني للمقترض (B(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, وهذا حسب الشكل التالي:

شكل رقم (9) : عملية مبادلة عملتين مع توسيط البنك

وكما تجري مبادلة الالتزامات على نحو ما رأينا في المقال السابق، 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 (معومة) فإذا كان المقترض غير قادر على

الحصول على قرض بسعر فائدة ثابت نظرا لعدم كفاية جدارته الإئتمانية أو لارتفاع نسبة سعر الفائدة الثابت بحيث تفوق مقدرة المقترض, لهذا لم يكن أمامه سوى الحصول على القرض بسعر فائدة متغير، ونظرا لخشيته من ارتفاع هذا السعر الذي يتم تحديده مقدما كل (3) أشهر مثلا، فإنه سيحاول مبادلة التزامه القائم بسداد سعر الفائدة المتغير على القرض مقابل إلتزامه 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) وفقا للآتي:Aبالاقتراض بسعر فائدة ثابت ثم يبادل إلتزامه مع إلتزام المقترض (

شكل رقم (10) : عملية مبادلة أسعار فائدة مع توسيط بنك

وهذا معناه N/A في نهاية المدة المحددة للعقد (أي في نهاية 5 سنوات) يقع أمامها LIBORويوضح الجدول أن سعر أن السعر غير مطلوب لأنه لن يطبق وذلك لأنه لن يستخدم في تحديد أي تدفقات نقدية متعلقة بعقد المبادلة.

جدول رقم (20) : التدفقات النقدية لمبادلات سعر الفائدة

الرقم	$LIBOR_T$	A إلى Bإلتزام الفائدة المتغيرة الذي يدفعه	إلتزام الفائدة الثابتة الذي يـ

A إلى B			
90.000	$LIBOR_0$ x 1000 000 =	%8.75	0
90.000	0.0875 x 1000 000 = 87500	$LIBOR_1$= ?	1
90.000	$LIBOR_1$ x 1000 000	$LIBOR_2$= ?	2
90.000	$LIBOR_2$ x 1000 000	$LIBOR_3$= ?	3
90.000	$LIBOR_3$ x 1000 000	$LIBOR_4$= ?	4
90.000	$LIBOR_4$ x 1000 000	$LIBOR_5$= ?	5
	$LIBOR_5$ x 1000 000		