

## ملخص المحاضرة الثانية - المشتقات المالية التقليدية

### تمهيد:

ان التقلبات الكبيرة و غير المتوقعة في الأسعار شكلا خطرا على المؤسسات ، مما أدى للبحث عن ابتكارات مالية (الهندسة المالية) لتحويل المخاطر ، سميت **بالمشتقات المالية** .

وكانت في بداية الأمر وسيلة للتغطية ضد المخاطر ، مقارنة بالوسائل التقليدية التي قد يستحيل استخدامها للتغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية و في مقدمتها التأمين .

ان التعامل في المشتقات المالية يستهدف للحد من مخاطر التقلبات في أسعار الصرف و أسعار السلع، ومعدلات العائد ، الا أن انتقال فكرتها التي أنشئت لأجلها وتطورت الى بيع وشراء العقود المنشئة لها من الاصل وبطبيعة هذه الأدوات وارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها.

### 1- تعريف المشتقات المالية :

#### التعريف الأول:

تعرف المشتقات المالية بأنها عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع...) لتنشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة.<sup>1</sup>

#### التعريف الثاني:

عرفها **بنك التسويات الدولية** على أنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المالي لهذه الأصول. وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فان أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري.<sup>2</sup>

#### التعريف المستخلص:

المشتقات المالية هي **عقود مالية** ، و قيمتها السوقية تشتق أو تتوقف على القيمة السوقية **لأصل** آخر يتداول في سوق حاضر.

**مثلا:** فقيمة **عقد خيار لبيع سند** ما تتوقف على القيمة السوقية لهذا السند في سوق الأوراق المالية، و **سعر العقد المستقبلي لشراء القطن** يتوقف على سعر القطن في السوق الحاضر الذي يتداول فيه.

1 - مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبييلية للنشر و التوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2005، ص 917.

2 - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 59-60.

## 2- المتعاملون في المشتقات المالية :

يصنف المتعاملون في المشتقات المالية إلى فئتين<sup>1</sup>:

**الفئة الأولى:** المستخدمون النهائيون، وهم الذين يقومون بإبرام عقود المشتقات المالية، إما لغرض الإحتياط، وإما لغرض المضاربة، وتشمل هذه الفئة مجموعة واسعة من المؤسسات ، مثل المصارف، و شركات التأمين، و شركات الاستثمار، و صناديق الإستثمار، و صناديق التقاعد.

**الفئة الثانية:** فئة الوسطاء و صناع السوق الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين، من خلال استعدادهم الدائم للبيع أو الشراء، محققين أرباحهم من خلال الفروق بين أسعار البيع و أسعار الشراء التي يعرضونها، و تشمل هذه الفئة شركات الاستثمار، و المصارف الفاعلة في الأسواق العالمية.

## 3- أدوات المشتقات المالية:

للمشتقات المالية أربع أدوات رئيسية تتمثل في:

### 3-1- العقود المستقبلية:

#### 1- تعريف :

يمكن تعريف العقود المستقبلية على أنها عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (قد يكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم و التسلم في وقت لاحق في المستقبل<sup>2</sup>.  
العقود المستقبلية هي: **عقود** يتم الاتفاق فيها عند إبرام العقد على الأصل محل البيع، من حيث السعر والكمية على أن يتم التسليم و دفع الثمن في تاريخ لاحق في المستقبل .

### 2- أركان العقود المستقبلية<sup>3</sup>:

#### أ- السعر في المستقبل :

هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل .

#### ب- تاريخ التسليم أو التسوية:

هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل .

1 - مبارك سليمان ال سليمان، مرجع سابق ، ص 919.

2 - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريث و المشتقات المالية، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 631.

3 - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 369.

**ج - محل العقد :**

يقصد بمحل العقد (الأصل): الشيء المتفق على بيعه و شرائه بين طرفي العقد و الذي قد يكون بضائع ،أوراق مالية، مؤشرات ، عملات...

**د- مشتري العقد:**

هو الطرف الملزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع ) في التاريخ المحدد في المستقبل .

**هـ- بائع العقد : (بداية الخراف العملية الإشتقاقية)**

هو الطرف الملزم بتسديد الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.

**3- أغراض المستثمرين في العقود المستقبلية:**

ينقسم المستثمرون في العقود المستقبلية إلى فئتين ،فئة المحتاطون، و الذين يتعاملون بهذه العقود لغرض الحماية من التغيرات السعرية في المستقبل في غير صالحهم، و فئة المضاربون و الذين يتعاملون بها لغرض تحقيق الأرباح .

**أ- استخدام العقود المستقبلية لغرض التغطية :**

يقصد بالتغطية(الاحتياط )هنا، إبرام عقود بيع أو شراء بتواريخ تنفيذ مستقبلية بأسعار محددة، و ذلك بغرض الحد من الخسائر التي من الممكن التعرض لها بسبب التغيرات العكسية التي قد تطرأ في المستقبل على أسعار السلع. و تتمثل أهم صور التغطية في:

**1 - التغطية بمركز طويل :**

إذا كان هناك مستثمر في حاجة إلى أصل ما مستقبلا، فيمكنه أخذ مركز طويل ،بالتعاقد على شراء ذلك الأصل من خلال سوق العقود المستقبلية، و هو ما يطلق عليه التغطية الطويلة<sup>1</sup>.

**مثال-1-:** نفترض أن مؤسسة منتجة للحليب أبرمت اتفاقا مع محلات لتبيعها كميات من الحليب شهريا، على أساس التسليم بأسعار معينة متفق عليها ، فإذا انتظرت هذه المؤسسة لتقوم بشراء احتياجاتها من بودرة الحليب من السوق الحاضر(الفوري) في التواريخ المحددة ،فقد تفاجئ بأن سعر البودرة قد ارتفع ارتفاعا كبيرا في شهر ما، مما قد يعرضها لخسائر قد تنتهي بها إلى الإفلاس، فالأسعار المتفق عليها لبيع الحليب قد لا تكفي لتغطية شراء البودرة.

<sup>1</sup> - محمد صالح الخناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 372.

و لمواجهة هذه المخاطر ، فقد تقوم المؤسسة بشراء عقود للبودرة بأسعار محددة، وبتواريخ تسليم تناسب توقيت الحاجة إليها، و على أساسها يمكنها إبرام عقود بيع الحليب و ذلك بأسعار تضمن لها تحقيق عائد مناسب ومستقر وزبائن دائمون.

فإذا ارتفعت أسعار البودرة في السوق الحاضر في تاريخ التسليم فان المؤسسة لن تخسر شيئاً، ذلك أن الخسائر الناتجة عن ارتفاع السعر في السوق الحاضر، تعوضها المكاسب الناتجة عن ارتفاع سعر **العقد المستقبلي**، فمخاطر تغير الأسعار سوف يتحملها الطرف الآخر في العقد أي البائع.

**الحالة الأولى(ارتفاع الأسعار):** اذا افترضنا أن المؤسسة قد تعاقدت على شراء عقدي تسليم نوفمبر(يتضمن العقد 5000 كلغ ) بسعر 350 دينار جزائري/ للكلغ، و في تاريخ التسليم ارتفع السعر في السوق الحاضر إلى 370 د ج للكلغ، هنا ستقوم المؤسسة بشراء احتياجاتها من القمح من السوق الحاضر بالسعر الجاري (370 د ج)، وتقوم في نفس الوقت بتسوية مركزها على **العقد المستقبلي تسوية نقدية**، تحصل بموجبها من بيت التسوية على 20 د ج لكل كلغ، و بهذا يكون السعر الصافي لشراء الكلغ الواحد هو السعر المنصوص عليه في العقد أي 350 د ج / للكلغ، بقيمة صافية قدرها 3500000 د ج (10 آلاف \* 350 د ج/ للكلغ) و هكذا فان المؤسسة لن تتأثر بالارتفاع الحاصل في سعر البودرة في تاريخ التسليم، ذلك أن الخسائر الناتجة عن هذا الارتفاع تم تعويضها من خلال حصيلة التسوية النقدية للعقد المستقبلي مع بيت التسوية.

**الحالة الثانية(انخفاض الأسعار):** أما إذا انخفض السعر و ليكن 340 دج/ للكلغ، هنا ستقوم المؤسسة بشراء البودرة من السوق الحاضر بسعر يقل عن السعر المنصوص عليه في العقد، الأمر الذي يترتب عنه تحقيق مكاسب في السوق الحاضر، غير أن المؤسسة ستخسر من تسوية مركزها في سوق العقود المستقبلية مبلغا يساوي 100000 د ج، و بما أن الشراء من السوق الحاضر بقيمة كلية تساوي 3400000 د ج، فان صافي التدفق النقدي الخارج يساوي 3500000 د ج ، أي أن القيمة الصافية المدفوعة لشراء القمح تساوي قيمة الصفقة و فقا للعقد الذي تم إبرامه.

ومنه نستنتج: أن التغطية **بمركز طويل** تحقق للمؤسسة الحماية من ارتفاع الأسعار أو تصيها ببعض الأضرار اذا ما انخفضت الأسعار و هو ما يعرف ب **تكلفة التغطية** (أي تكلفة تأمين مركز المؤسسة ضد مخاطر ارتفاع الأسعار).

## 2- التغطية بمركز قصير:

يقصد بالتغطية بمركز قصير، أخذ المستثمر لمركز بائع على عقد مستقبلي لمواجهة مخاطر انخفاض سعر أصل يمتلكه أو يتوقع أن يمتلكه<sup>1</sup>.

**مثال (انخفاض الأسعار):** اشترى أحد المستثمرين في شهر جانفي 1000 أوقية من الفضة من السوق الحاضر بسعر 7000 د ج للأوقية، و خشية انخفاض الأسعار قام ببيع عقد مستقبلي (يتضمن العقد 1000 أوقية ) تسليم شهر ديسمبر بسعر 7400 د ج /للأوقية. و بافتراض أن سعر الأوقية في السوق الحاضر في تاريخ التسليم قد انخفض إلى 6800 د ج .

يمكن القول في هذه الحالة أن المستثمر سيجبر لبيع صفقة الفضة بقيمة 6800000 د ج أي بخسائر تساوي 200000 د ج . و ذلك إذا لم يتم بالتغطية.

أما في ظل التغطية فقد باع صفقة الفضة بالسعر الجاري في السوق الحاضر بمبلغ 6800000 د ج، غير أنه حقق عائدا من التعامل في سوق العقود المستقبلية قدره 600000 د ج ، ليصبح إجمالي التدفق النقدي الداخل 7400000 د ج ، وهو نفسه السعر المنصوص عليه في العقد المستقبلي .

**مثال (ارتفاع الأسعار):** إذا ارتفع سعر الأوقية في تاريخ التسليم و أصبح مساويا لـ 7800 د ج للأوقية، في هذه الحالة يكون المستثمر قد تعرض للخسائر نتيجة التغطية، فلو لم يتبع إستراتيجية التغطية لكانت عوائد بيع الصفقة في السوق الحاضر 7800000 د ج ، و نتيجة لإتباع إستراتيجية التغطية فقد كانت العوائد 7400000 د ج ، أي أنه خسر 400000 د ج في سوق العقود المستقبلية.

ومنه يمكن القول أن هذا النوع من التغطية يحقق للمؤسسة الحماية ضد انخفاض الأسعار و يصيها بالضرر عند ارتفاع الأسعار.

### ب- استخدام العقود المستقبلية لغرض المضاربة:

إن الدافع من تعاملات المضاربين في أسواق العقود المستقبلية هو اغتنام الفرص لتحقيق الأرباح، فلو أن تنبؤاتهم تشير إلى أن أسعار العقود المستقبلية على أصل ما بتاريخ تسليم ما، ستكون أقل من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر في نفس تاريخ تنفيذ العقد المستقبلي ، فسوف يسعون إلى شراء تلك العقود أي يأخذون مركزا طويلا

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 242.

عليها. أما إذا كانت توقعاتهم تشير إلى أن أسعاراً لعقود المستقبلية في تاريخ التسليم، سوف تكون أعلى من السعر الذي سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر في ذات التاريخ، فسوف يأخذون مركزاً قصيراً، أي يبيعون عقوداً مستقبلية<sup>1</sup>.

في سوق العقود المستقبلية يمثل المضاربون الجانب الأكبر من المتعاملين.

نستعرض أنواع المضاربين الأكثر نشاطاً في العقود المستقبلية بالأسواق المالية<sup>2</sup>:

### مضاربو الأرباح الصغيرة:

و هم المضاربون الذين يشترون و يبيعون في أوقات قصيرة جداً بهدف الاستفادة من تذبذبات الأسعار في السوق ، فالمضارب يشتري عقد مستقبلي و بعد لحظات قد يبيع عقد مستقبلي آخر.

### 2- المضاربون اليوميون:

هؤلاء المضاربون بعيدو النظر مقارنة بمضاربي الأرباح الصغيرة، حيث يحتفظون بالعقود لفترة أطول، لكن هذه الفترة لا تتعدى عادة يوماً واحداً.

### 3- مضاربو المراكز:

هؤلاء المضاربون يحتفظون بمراكز قد تستمر لعدة أيام أو أسابيع أو ربما أكثر من ذلك. و هناك عدة أصناف من هذا النوع من المضاربين فمنهم من يبيع أو يشتري عقوداً مستقبلية تستحق كلها في يوم واحد، حيث يكون مستوى المخاطرة عالي جداً، و منهم من يقوم بتوزيع المخاطرة بين عدة تواريخ استحقاق أو بين عدة أنواع من السلع أو الأوراق المالية.

### 4- أنواع العقود المستقبلية:

أشهر العقود المستقبلية هي:

أ- العقود المستقبلية على السلع

ب- العقود المستقبلية على أسعار الصرف

ج- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة (العقود المستقبلية على الأصول المالية ذات الدخل الثابت).

د- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم.

### 3-2- العقود الآجلة: (العقود الأمامية):

1 - منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف ، الإسكندرية، 1999، ص: 645.

2 - حسني علي خريوش و آخرون ، الأسواق المالية ، مفاهيم و تطبيقات ، دار زهران ، عمان ، 1998، ص ص 180-181.

العقود الآجلة أو الأمامية هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ<sup>1</sup>.

هي عقود على أصول مالية كالأسهم أو أصول مادية كالسلع، تسلم في تاريخ لاحق في المستقبل، كما يؤجل تسليم الثمن إلى ذلك التاريخ، فهي عقود لا تختلف من حيث حقيقتها عن العقود المستقبلية.

و تجدر الإشارة إلى أن العقود الآجلة هي عقود شخصية، حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين، بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية و التي قد لا تناسب غيرهما.

و قد تستخدم العقود الآجلة للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع أو أدوات الخزينة أو السندات أو القروض أو حتى أسعار الفائدة، و عندها تسمى العقود الآجلة لأسعار الفائدة.

فبإمكان المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين مثلا أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار فائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقا، و أن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة في العقد، و بذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع سعر الفائدة .

كما تستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات، و ذلك بإبرام العقود الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية.

**مثال:** إذا قام (A) ببيع بضاعة على الحساب إلى (B) في دولة أخرى على أن يقبض ثمنها بعد ستة أشهر مثلا بالعملة الأجنبية، و توقع (A) أن تنخفض قيمة العملة الأجنبية مستقبلا فإن بإمكانه أن يبيع العملات الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آنيا على أن يتم التسليم بعد ستة أشهر، و بذلك فإن أي انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صافي المبلغ الذي سوف يقبضه بعملته المحلية<sup>2</sup>.

### 3-3- عقود الخيارات: ( الاختيارات)

#### 1- تعريف:

يعرف **عقد الخيار** بأنه عقد يمثل حقا للمشتري (و ليس التزاما) في بيع أو شراء شيء معين، بسعر محدد (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية محددة، و يلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى **بعلاوة الصفقة الشرطية**<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، مرجع سابق، ص: 668.

<sup>2</sup> - كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية

<sup>3</sup> - شعبان محمد إسلام البر واري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2001، ص: 222.

و تعتبر **سوق السلع** أساس نشأة **عقود الخيارات** ، حيث يهدف المنتجون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج و تدهور الأسعار، و بذلك يشترون هذا الحق (خيار البيع) ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر و بتاريخ محددين<sup>1</sup>.

## 2- أنواع عقود الخيارات:

تنقسم عقود الخيار إلى:

### أ - خيار البيع :

يتيح اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها<sup>2</sup>.

**مثال:** ليكن لدينا مستثمرا اشترى عددا من الأسهم بسعر 600 دج/للسهم الواحد، و تشير توقعاته إلى أنه قد يضطر إلى بيع هذه الأسهم في شهر ديسمبر القادم، كما تشير كذلك إلى احتمال انخفاض سعر هذا السهم في ذلك الشهر . و لتجنب المخاطر قام بالتعاقد مع طرف ثان لديه الاستعداد لشراء تلك الأسهم في شهر ديسمبر القادم و ذلك بالسعر السائد في السوق وقت إبرام العقد و الذي قد يكون مساويا للسعر الذي اشترى به المستثمر تلك الأسهم أي 600 دج/للسهم .

وحسب الاتفاق يتوجب على المستثمر دفع مكافأة للطرف الآخر و ليكن قدرها 40 دج/للسهم مقابل منحه الحق في التراجع عن تنفيذ العقد إذا أراد ذلك.

فإذا تحققت التنبؤات و انخفض سعر السهم في شهر ديسمبر ليصل إلى 530 دج/للسهم الواحد أو إلى أقل من ذلك ،في هذه الحالة سيطلب المستثمر (مشتري الخيار ) من الطرف الآخر(محرر الخيار) تنفيذ العقد و ستنحصر خسائره في قيمة المكافأة.

أما إذا ارتفع السعر في شهر ديسمبر عن السعر المتفق عليه (600 دج ) حيث بلغ سعر السهم 650 دج هنا سوف يستخدم المستثمر حقه في عدم تنفيذ العقد ، أي عدم بيع الأسهم لمحرر الخيار ،ذلك أنه سيفضل بيعها في السوق بسعر 650 دج ،و سيحقق صافي ربح بعد خصم قيمة المكافأة.

### ب - خيار الشراء :

خيار الشراء يعطي الحق للمشتري بأن يتسلم الأوراق المالية المتعاقد عليها ،أو أن يمتنع عن ذلك مقابل دفع مبلغ معين لمالك الأسهم لقاء منحه إياه هذا الحق<sup>3</sup> .

1 - عبد الغفار حنفي ،البورصات-أسهم ،سندات ،صناديق الاستثمار-المكتب العربي الحديث، 1995،ص357.

2 - منير إبراهيم هندي ،أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ،منشأة المعارف ،الإسكندرية،1999،ص70.

3 - أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي ،سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي ،ط 1، 1995،ص ص: 438-439.



**مثال:** نفترض أن مستثمرا يرغب في شراء عدد من الأسهم في تاريخ لاحق و ليكن شهر أكتوبر، غير أنه يتوقع ارتفاع سعر السهم في تلك الفترة وذلك مقارنة بالسعر الجاري ، وحتى يتجنب المستثمر المخاطر التي قد تنجم عن هذا الارتفاع فإنه يقوم بالتعاقد مع طرف ثان لديه الاستعداد لبيع الأسهم ذاتها خلال الفترة نفسها و بالسعر الجاري 600دج/ للسهم مقابل مكافأة يدفعها المستثمر ( مشتري الاختيار) للطرف الثاني ( محرر الاختيار ) قيمتها 40 دج/السهم .

فإذا صدقت التوقعات و ارتفعت القيمة السوقية للسهم في شهر أكتوبر إلى 660 دج ،حينئذ سيطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق ،أي أن يبيعه محرر الاختيار الأسهم المتفق عليها بسعر 600 دج/السهم ،و حيث أنه قد سبق للمستثمر دفع 40 دج عن كل سهم ( المكافأة ) للمحرر فإنه يكون قد حقق ربحا قدره 20دج عن كل سهم.

أما إذا لم تصدق توقعات المستثمر و انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى 530 دج للسهم، فلن يطلب المستثمر تنفيذ الاتفاق، إذ سيفضل شراء الأسهم من السوق ، و حينئذ سوف تنحصر خسائره في قيمة المكافأة المدفوعة. وهكذا يحقق اختيار الشراء حماية للمستثمر، فخسائره محددة بمقدار المكافأة ، أما أرباحه فلا حدود لها، إذ ترتفع مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم في وقت التنفيذ<sup>1</sup>.

### 3- عقود الاختيارات المستحدثة

مع تعدد احتياجات المستثمرين أضحت عقود الاختيارات النمطية غير كافية لتلبية هذه الاحتياجات فظهرت الحاجة إلى استحداث أدوات و عقود اختيارات جديدة ذات منافع أوسع وقادرة على مسايرة تطور حاجات العملاء ،فظهر ما يعرف باسم **exotic option** وهي عقود اختيارات مستحدثة أكثر تعقيدا من حيث احتساب العمولات التي يدفعها المستثمرون اذ تعتمد قيمة العقد على العديد من النماذج المعقدة و أهمها<sup>2</sup>.

عقود الاختيارات الآجلة، عقود الاختيارات المركبة ، عقود الاختيارات التفاضلية، عقود الاختيارات التبادلية ، عقود الاختيارات الحدودية ، عقود الاختيارات الثنائية، عقود الاختيارات بأثر رجعي ، عقود الاختيارات متوسط الأسعار.

### 3-4- عقود المبادلات:

#### 1- تعريف:

عقد المبادلة هو عقد يبرم بين طرفين ،يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية<sup>3</sup>.

#### 2-أنواع عقود المبادلة:

<sup>1</sup> - ضياء مجيد ،البورصات ،أسواق المال و أدواتها، مؤسسة شباب الجامعة ،الإسكندرية،2005،ص79.

<sup>2</sup> - لمزيد من التوسع راجع ،الأدوات المالية المستحدثة في سوق المشتقات، النشرة الاقتصادية بنك الاسكندرية، المجلد 34، 2002 ، ص: 59.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي ،الفكر الحديث في إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص: 9.

لعقود المبادلة أنواع عديدة نذكرها:

### أ- عقود مبادلة أسعار الفائدة:

تتم هذه العقود بين طرفين كل منهما يرغب في مبادلة نوع مختلف من التدفقات النقدية. ولهذه العقود ست أركان هي<sup>1</sup>:

#### 1- دافع الفائدة الثابتة:

يمثل الطرف الأول لعقد المبادلة، حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة الثابتة، و يهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى من معدل الفائدة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الثاني ( المحرر).

#### 2- دافع الفائدة المتغيرة:

يمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة، حيث يقوم بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة المتغيرة، و يهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر انخفاض معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا ما انخفض معدل الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول (المشتري).

#### 3- معدل الفائدة الثابتة:

هو سعر الفائدة الثابت في العقد و الذي يتفق عليه الطرفان، و يحصل عليه الطرف الثاني (المحرر) في مقابل أن يدفع للطرف الأول (المشتري) معدل الفائدة المتغير.

#### 4- معدل الفائدة المتغيرة :

قد يتفق طرفي عقد المبادلة على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة، و يعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس

أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداما في **LIBOR- (London Inter-Bank Offering Rate)**

عقود المبادلة، وهو معدل الفائدة على القروض بين البنوك في سوق الدولار الأوروبي.

#### 5- التسوية:

تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه ( ربع سنوي، نصف سنوي،...) وتصدر الإشارة إلى أن تسوية عقود المبادلة لا تتم يوميا لذلك يطلق على الأرباح أو الخسائر في عقد المبادلة أرباح أو خسائر ورقية، كذلك يلاحظ أن

1 - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص ص: 335، 336، 337.

عملية التسوية تتم على أساس معدل الفائدة المتغير في الفترة التي تسبق عملية التسوية مباشرة بالمقارنة بمعدل الفائدة الثابت ، فلو أن عقدا للمبادلة تتم تسويته مرتين سنويا في 15 مارس و 15 سبتمبر ، فإن التسوية في 15 سبتمبر تتم على أساس آخر سعر لمعدل الفائدة المتغير قبل يوم 15 سبتمبر .

### 6- قيمة عقد المبادلة:

هو المبلغ المتفق عليه بين طرفي عقد المبادلة ، و يمثل قيمة عقد المبادلة نفسه .

### - أنواع عقود مبادلة أسعار الفائدة:

لهذا النوع من العقود أنواع عديدة غير أن أهمها عقود مبادلة أسعارا لفائدة الثابتة بالمتغيرة:

### 1- عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة:

و يراد بها عقود المبادلة التي يكون موضوعها مبادلة أسعار فائدة ثابتة يدفعها طرف ما، في مقابل ما عليه من التزامات (ديون) بأسعار فائدة متغيرة يدفعها طرف آخر في مقابل ما عليه من التزامات أيضا، ويريد الطرف الأول أن يتحول التزامه بدفع الفائدة الثابتة إلى الطرف الثاني ، في مقابل أن يتحول التزام الطرف الثاني بدفع الفائدة المتغيرة إليه، من غير أن يكون هناك أي ارتباط بين عقد المبادلة و بين العقد السابق الذي نشأ عنه التزام كل منهما<sup>1</sup>.

و لتوضيح فكرة هذا النوع من العقود، نفترض أن إحدى شركات الاستثمار حصلت من أحد البنوك على قرض قصير الأجل قيمته 10 مليون دج يتم تجديده دوريا و يخضع لمعدل فائدة متغير، و تريد هذه الشركة استثماره في فرص استثمارية بعائد ثابت يبلغ 9 %، و نظرا للمخاطر التي قد تتعرض لها هذه الشركة إذا ما ارتفعت معدلات الفائدة على القروض، قامت بإبرام عقد مبادلة سعر فائدة ثابت بمتغير، مع إحدى المؤسسات المالية، حيث ينص الاتفاق على أن تدفع الشركة للمؤسسة المالية فائدة ثابتة قدرها 10 % في و تتم التسوية بشكل شهري LIBOR مقابل أن تدفع لها المؤسسة المالية فائدة متغيرة تحسب على أساس

على أساس 360 يوم في السنة. فإذا افترضنا أنه بعد مرور شهر على توقيع عقد المبادلة، بلغ معدل الفائدة 10.5 % فإن قيمة المدفوعات التي ستقوم بها شركة الاستثمار للمؤسسة LIBOR المتغير على أساس المالية تحسب عن طريق المعادلة التالية:

$$\text{قيمة المدفوعات} = [\text{معدل الفائدة المتغير} - \text{معدل الفائدة الثابت}] \cdot \text{قيمة عقد المبادلة} / 360$$

<sup>1</sup> - مبارك سليمان آل سليمان، مرجع سابق، ص 1096.

$$= [10.5\% - 10\%] \cdot 10000000$$

$$= \frac{360}{4166.7} \text{ د ج}$$

### ب- عقود مبادلة العملات :

تهدف **عقود مبادلة العملات** إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلا في أسعار صرف العملات . و في ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجرى عملية متزامنة في السوق الآجل ، وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها<sup>1(24)</sup>.  
و مثال ذلك أن يتفق شخص مع أحد البنوك على إجراء عقد مبادلة الدينار الجزائري بالدولار الأمريكي وفقا للخطوات والشروط التالية:

- 1- شراء 10000 دولار من البنك شراء حالا يعقبه تسليم الدولارات و تسلم الدينارات على أساس سعر الصرف الحالي و قدره 80 دينار/دولار (800000).
- 2- إعادة بيع الدولار الأمريكي - في الوقت نفسه- بالدينار الجزائري من البنك نفسه ،على أساس سعر الصرف الآجل و قدره 75 دينار/ دولار على أن يتم التسلم و التسليم بعد ستة أشهر من تاريخ العقد (750000) وتجدر الإشارة إلى أن تحديد سعر الصرف الآجل يتوقف على مقدار معدل الفائدة على الإقراض و الإيداع بالنسبة لكلا العملتين.

### 3-5- مشتقات القروض<sup>2</sup> :

يمكن تقسيم العبارة مشتقات القروض إلى قسمين:

**مشتقات** : من المنتجات المشتقة

**قروض**: من خطر القرض ،خطر عدم القدرة على السداد

وعليه يمكن أن يعتبر **ك مشتق قرض** كل أداة مشتقة تسمح بالحماية من خطر القرض للأصل محل التعاقد، هذا الأصل قد يكون سندا أو قرضا بنكيا أو مبادلات، وبما أنه توجد الكثير من أدوات التحوط ضد هذا الخطر فمصطلح مشتقات القروض هو مصطلح عام يشمل كل هذه الأدوات ،وخطر القرض المقصود هنا هو مزيج خطر عجز أحد الطرفين

1 - محمد صالح الحناوي ،جلال إبراهيم العبد ،مرجع سابق ،ص:358.

2 - للتوسع يرجع الى سميرة محسن ، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2005-2006، ص ص : 91-93

وتكلفة هذا العجز المحتمل، وتستجيب مشتقات القروض لاحتياج أساسي للمتدخلين في أسواق رأس المال وذلك من خلال قدرتها على تغطية خطر القرض، فبدل بيع الأصل يباع فقط الخطر المرتبط بهذا الأصل ولها عدة أنواع نذكر منها:

- مشتقات القروض على خطر عدم القدرة على السداد
- المبادلات على خطر عدم القدرة على السداد على سلة القروض
- المبادلات على خطر عدم القدرة على السداد القابل للإلغاء بعد فترة معينة
- المشتقات على هامش القروض

- حظ موفق للجميع-