

**توظيف استراتيجيات المستقبليات لأغراض التحوط  
والمضاربة  
دراسة استشرافية في شركات قطاع التأمين العراقي الخاص**

**أ.م.د. جليل كاظم العارضي**

**إدارة الأعمال / كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة الكوفة**

- المجلد السادس
- العدد الحادي عشر
- تشرين الثاني 2013
- استلام البحث: 2012/12/01
- قبول النشر: 2012/12/30

## توظيف استراتيجيات المستقبليات

### لأغراض التحوط والمضاربة

دراسة استشرافية في شركات قطاع التأمين

العراقي الخاص

أ.م.د. جليل كاظم العارضي

### المستخلص

كان الاهتمام بموضوع المستقبليات في الأسواق العالمية الكفوءة واضحا ومتميزا، لما له من اثر عميق في إدارة الخطر والتقليل منه قدر المستطاع ، فضلا عن اهميته في المضاربة وتحقيق الأرباح وما يترتب على ذلك من منافع كثيرة على المستوى الفردي او الشركات بل حتى على مستوى الاقتصاد الوطني وتقدمه، الا إن الاهتمام هذا كان يتركز أساسا على المستوى العالمي حيث الأسواق المالية الكفوءة في حين كان ينحصر جدا على المستوى المحلي الذي جاء بدراسات تتسم بالندرة والمحدودية، الامر الذي يتطلب لفت انظار الباحثين الى هذا الميدان الثر، وعلى هذه الأساس جاءت هذه الدراسة للإسهام بتعريف المستقبليات واستراتيجيتها وما يتعلق بها من مفردات مالية اخرى، و التي يأمل الباحث أن تكون عنصرا لسد بعض من النقص الحاصل في الجانب النظري او الميداني في بلدنا العزيز .

وقد سعى الباحث في هذه الدراسة إلى التطرق بشيء من التفصيل لبعض الجوانب النظرية للمستقبليات والاليات التي تتضمنها، كما أمكن بيان مفهوم وأبعاد كل من استراتيجية التحوط واستراتيجية المضاربة وما تتضمنه من استراتيجيات كاستراتيجية زيادة العوائد واستراتيجية تغير فترة المحفظة ، فضلا عن تقويم وقياس هذه الاستراتيجيات بهدف تطبيقها في الواقع المحلي، من خلال تبني ادوات مالية متطورة في البيئة العراقية التي تفتقر إليها كليا ، وقد اعتمدت الدراسة قطاع التأمين العراقي الخاص بجميع شركاته (المساهمة الخاصة) المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية، للسنوات (2010 - 2011) كمجال للدراسة .

وقد توصل البحث الى جملة من الاستنتاجات اهمها : إمكانية تطبيق استراتيجية التحوط في القطاع المشمول بالبحث ضد هبوط اسعار الاسهم وراس المال وفي مجال الاستثمار ، فضلا عن الاقتراض والاقتراض بأسعار الفائدة ، مع إمكانية تطبيق استراتيجية المضاربة باعتماد استراتيجيتين فرعيتين ، هما

استراتيجية زيادة العوائد واستراتيجية تغير فترة المحفظة, والتي بنيت عليها بعض التوصيات والمقترحات التي تفيد موضوع البحث وكيفية تطبيقه في البيئة العراقية .

## مقدمة :

تهتم الهندسة المالية بابتكار أدوات مالية جديدة تسهم في معالجة المشاكل المالية المعاصرة, وقد مرت الهندسة المالية عبر ثلاث مراحل أساسية في تطورها , أولها وصفي ,الثاني تحليلي والثالث هو الهندسة المالية , وخلال عام 1980 اصبح هذا التحول خدمة للعديد من الممارسين غير المعتادين على الدقة التحليلية اللازمة للتمويل , كما انه خلق تحدي جديد للمنظمين في السوق الذين لديهم استمرار في إتباع مدخل مؤسسي بتنظيم عالي لدقة الادوات والاليات التي تتضمنها, وكان ظهور (الهندسة المالية) في بدايته قد استند على مدخل وظيفي كبير مبني على اساس الادوات المالية المشتقة.

وينطوي موضوع البحث (المستقبلات) تحت اطار الادوات المالية للمشتقات .وتعد الادوات المالية المشتقة (المشتقات) , أحد أهم ابتكارات الهندسة المالية , و تمثل إحدى التطورات الرئيسة في الأسواق المالية التي ظهرت في القرن العشرين , إذ نشأت وتطورت بشكل ملحوظ في الربع الأخير منه ضمن إطار ما يسمى بأسواق المشتقات المالية , وقد نشأت من علم الرياضيات , وكان ظهورها بسبب حاجة المؤسسات العالمية في الماضي لها , ولاسيما التي تتعامل بحجم كبير من العمليات المالية مما جعلها عرضة لمخاطر كبيرة بسبب تقلبات أسعار العملات وأسعار الفائدة بنسب عالية.

وتتبع أهمية الدراسة من أهمية الموضوع الذي تتناوله والمتعلق باستراتيجيات المستقبلات ذات الدور المؤثر في جوانب عدة سواء في إدارة الخطر وكيفية الحيطة منه وتجنبه ومن ثم تقليل الخسائر بشكل كبير , أو من خلال العمل على تطبيق استراتيجية المضاربة بزيادة العوائد وتحقيق أرباح كبيرة للشركات , أو التحكم بفترة المحفظة من خلال سيطرتهم على آلية زيادة او تخفيض فترة المحفظة بحسب توجهات أو أهداف الشركات.

ويهدف البحث إلى دراسة استراتيجيات المستقبليات وكيفية توظيفها لأغراض التحوط والمضاربة ، باعتماد اليات متقدمة ، وتحديد كيفية قياسها وتقويمها والعمل على تحليلها لإعطاء هيكل عملي يمكن من خلاله اعتماد هذه الاستراتيجيات في بيئة الاقتصاد الوطني . كما يسعى الباحث من خلال هذه الدراسة إلى توجيه أنظار المهتمين بالدراسات المالية في العراق إلى دراسة عمل النماذج الكمية المطبقة في الأسواق المالية العالمية ومعرفتها نظريا وميدانيا وتوجيهها نحو خدمة الاقتصاد الوطني.

وعلى وفق ذلك امكن تعزيز الجوانب النظرية والميدانية لهذه التقنيات الحديثة وتوجيه أنظار الباحثين والمهتمين بالحقل المالي إلى الإسهام وبشكل كبير في تطوير الجانب المالي من خلال تبنيه للأدوات المالية ذات الاستعمال الكبير في الدول المتقدمة حيث الأسواق المالية الكفوءة ، وعند هذه النقطة أمكن معالجة المشكلة التي تقوم عليها الدراسة الحالية والوصول إلى هدف البحث، وكانت هذه المنهجية العلمية بمجملها ضمن المبحث الأول، في حين خصص المبحث الثاني للاطار النظري ولمفاهيمي للبحث، اما المبحث الثالث فقد تضمن الجانب التحليلي للاستراتيجيات المستقبلية وكيفية توظيفها لأغراض التحوط والمضاربة ، والتي على ضوءها أمكن تحديد مجموعة من الاستنتاجات التي بنيت عليها بعض التوصيات ضمن المبحث الرابع من هذه الدراسة. والله ولي التوفيق ..

## المبحث الأول

### منهجية البحث

#### أ. مشكلة الدراسة :

أمكن للفكر المالي من تقديم نماذج مالية متقدمة يمكن استعمالها وتوظيفها في أمور مالية مختلفة , فضلاً عن تطبيق أدوات مالية مشتقة كان وما يزال اعتمادها ينحصر على المستوى العالمي ذات الأسواق المالية الكفوءة مع انعدام تطبيقها في المستوى المحلي على الرغم من أهميتها, ومن هنا تبرز معالم مشكلة البحث الرئيسة , ويزداد الأمر تعقيداً عند تجاهل استراتيجية التحوط , ذلك إن التقلبات في الأسعار إذا كانت باتجاه معاكس فإنه لا يتحقق معها أرباح لشركات الاعمال , وهذا ما يقود منشأة الأعمال إلى اتجاهات تتصف بالمخاطرة العالية بتحقيقها خسائر مالية او انخفاض المردود المالي لها , فضلاً عن ان تجاهل استراتيجية المضاربة وتحقيق الأرباح , سوف يفقد الشركة منافع مالية كثيرة لا تتوقف على مستوى الشركات فحسب بل تتعداها حتى على مستوى الاقتصاد الوطني وتقدمه, الا إن الاهتمام هذا وعلى الرغم من اهميته المالية , كان ينحصر أساسا على المستوى العالمي حيث الاسواق المالية الكفوءة في حين كان ينعدم تطبيقها على المستوى المحلي , اما الدراسات المهمة بهذا الجانب فقد اتسمت بالندرة والمحدودية ايضا .

#### ب. أهمية الدراسة:

تأتي أهمية الدراسة من خلال ما يأتي :

- أ. جمعت الدراسة بين متغيرين أساسيين هما ( التحوط والمضاربة) ضمن إطار الأدوات المالية المشتقة , تحديداً استراتيجيات المستقبلات , وعلى هذا الأساس فان تطبيق هذه الدراسة يعود للمنظمة بالأرباح العالية والابتعاد عن المخاطر المالية كالخسائر المالية مثلا, وهذا ما يوفر لمنشآت الأعمال الدعم والترصين المالي .
- ب. اعتماد الدراسة نماذج مالية متقدمة انحصرت تطبيقها على البيئات والأسواق المتقدمة والكفوءة وانعدام تطبيقها في البيئة المحلية, ومحاولة توظيفها في سوق مالي ضعيف

الكفاءة , لا يستند في تعامله المالي إلى أدوات وصيغ مالية متقدمة , بل تسوده حالة من الفوضى والعشوائية.

ت. اعتمدت الدراسة استراتيجيات المضاربة التي تمكن المستثمرين من زيادة العوائد والتحكم بفترة المحفظة من خلال سيطرتهم على آلية الزيادة او تخفيض فترة المحفظة بحسب توجهات أو أهداف الشركة .

ث. سعت هذه الدراسة إلى توجيه أنظار المهتمين بالدراسات المالية في العراق إلى دراسة عمل النماذج الكمية المطبقة في الأسواق المالية العالمية ومعرفتها نظريا وميدانيا وتوجيهها نحو خدمة الاقتصاد الوطني.

### ج- هدف الدراسة :

يسعى البحث للوصول إلى هدف اساس يتمثل بدراسة استراتيجيات المستقبليات وكيفية توظيفها لأغراض التحوط والمضاربة باعتماد استراتيجيات زيادة العوائد وتغير فترة المحفظة في شركات قطاع التأمين العراقي الخاص, وتتفرع عن هذا الهدف المهام البحثية الآتية:  
أ. توضيح المفاهيم والأدبيات الخاصة باستراتيجيات المستقبليات واستراتيجيات التحوط والمضاربة.

ب. توضيح النماذج والأساليب الرياضية المتقدمة التي تشتمل عليها استراتيجيات المستقبليات وبالشكل الذي يمكن معه من توظيفها لأغراض التحوط والمضاربة في بيئة الشركات المشمولة بالبحث.

ت. توضيح اطر وافتراضات عملية من شأنها الإسهام في تطبيق الجوانب النظرية والكمية المذكورة في البيئة المحلية.

## المبحث الثاني

## المفاهيم النظرية للبحث

يحاول هذا المبحث تسليط الضوء على ادبيات عقود المستقبلات وما تتضمنه من استراتيجيات فضلا عن توضيح المفاهيم النظرية للتحوط والمضاربة , وكالاتي :

### أولاً: عقود المستقبلات : FUTURES CONTRACTS

#### أ - المفهوم والابعاد :

يرتبط مصطلح الهندسة المالية بالإبداع ,الابتكار والبحث عن الأدوات والحلول المناسبة للمشاكل المالية والذي يعنى بتصميم عقود مالية جديدة لإدارة المخاطر والمضاربة وتوفير أفضل الوسائل والأساليب في التعامل بين المستثمرين والشركات , والذي يؤدي بدوره إلى زيادة كفاءة النظام المالي في المؤسسة المعنية, ومن ابرز ادوات ( الهندسة المالية ) هي الادوات المعروفة ب (المشتقات) , والتي شهد استعمالها ضمن اطار الهندسة المالية نمواً واسعاً منذ بدء التعامل التجاري بها عام 1973 حيث انهيار نظام "بريتون وودز" وبدأ نظام تعويم أسعار العملات , إذ أصبحت تتحرك أسعار العملات هبوطاً وصعوداً بحرية كاملة حسب العرض والطلب (Bell , 1993 , 1-3) , كذلك بدا التعامل في عقود أسعار الفائدة المستقبلية عام 1975 من قبل (Chicago Board of Trade) (CBOT) , اذ ازداد حجم استعمالها بصورة كبيرة في العقدين الأخيرين من القرن الماضي لتكون ما قيمته ثلثي تجارة العالم بالسلع والاوراق المالية المختلفة على وفق الاحصائيات الدولية لعام 1994 (الشيخلي, 2002:481) . وقد نشأت هذه المشتقات كأداة لتغطية المخاطر ومن ثم تطورت لتصبح احدى ادوات الاستثمار , إلا إن التطبيق الخاطئ لها ادى الى افلاس العديد من المؤسسات , سواء أكانت مالية أم تجارية (Emanuel, 2005,p: 321) , وبذلك فأن أي جانب من جوانبها يتطلب المزيد من الايضاح لغرض فهمها من أجل الوصول الى مفهوم الادوات المالية المشتقة وبرز أنواعها. ويعد العقد المستقبلي احد آليات أو أدوات المشتقات المالية وتشتق قيمته من موجود أساس , يمثل سلعة مادية , مؤشر أسهم , أسعار فائدة أو عملات أجنبية ( Brealy & Myers ,2000 ,763) .

ويمكن تعريف العقد المستقبلي على انه اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع موجود أساسي في وقت محدد وبسعر محدد في المستقبل (HULL, 2007, P:6) , ويتم تداول العديد من السلع والمعادن والاوراق المالية في اسواق العقود المستقبلية واهم انواع العقود المستقبلية هي المتمثلة بالحبوب, الزيوت, الماشية, اللحوم, السلع الغذائية, القطن, النفط الخام, الغاز الطبيعي والاشخاب (مطرو تيم, 2005, 271) , وقد ركزت اسواق العقود المستقبلية في دورها التقليدي على اسواق تجارة المواد اعلاه, والان تغيرت هذه العقود بشكل كبير , إذ أمكن ادخال التجارة لغير السلع الملموسة كأسعار الفائدة ومؤشرات الاسهم والتأمين وغيرها من ضمنها. ومن مميزات العقود المستقبلية انها ليست وسيلة مهمة لاكتشاف السعر , وإنما هي وسيلة بديلة لاتخاذ المواقف , وللتحوط من مخاطر الاصول الاساسية . ويؤثر وقت التسليم في العقود المستقبلية في حجم التداول وربما ايضا على السعر. (Sukanto, et al, 2011, P:98) , كما انها التزام تعاقدى نمطي ( Standardized ) لبيع أو شراء موجود معين بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل, أي إنها تمثل التزامات قانونية بين البائع والمشتري , من خلالها يتفق الطرفان على تبادل شيء ما بسعر معين عند نهاية الفترة المحددة , اذ يوافق المشتري على اخذ الشيء المتفق عليه, بالمقابل يوافق البائع على تحرير أو إطلاق ذلك الشيء لصالح المشتري ( Fischer , 1996 , 474 ) .وهي بهذا الشكل تعد عقودا آجلة ولكن لها حجم وشروط نمطية وتاريخ نمطي , ولأن المستقبلية هي التزامات لفترة زمنية محددة في المستقبل, عليه لا يمكن بيع أو شراء عقودها بسبب عدم تحقق دفع الأموال فيها أثناء إبرامها , وبهذا فان العقد المستقبلي يمكن الغاءه عند تاريخ الانتهاء فقط , كما أن ما يشار إليه بالبائع والمشتري في عقود المستقبلية يأخذ معان أخرى, اذ أن الذي يقوم بشراء العقد المستقبلي يتخذ مركزا طويلا Long position أما الذي يبيع أو يحرر العقد المستقبلي فيتخذ مركزا قصيرا short position ( Jones ,1999 , 488 )

ان العقود المستقبلية في التطبيق العملي هي عقودا نمطية ( كما تمت الإشارة الى ذلك) , اي ان لها مقاييس معيارية تبعا لنوع الأداة الأصلية للعقد ومن حيث الحجم وتاريخ التسليم ونوعية العقد المبرم ( Choices et.al, 2003 ,p:214) , وذلك من اجل تسهيل



متطلبات التجارة وتقرير الأسعار , فمثلا حجم العقد المستقبلي للذهب في أسواق العقود المستقبلية هو (100) أو نصفه من الذهب وهذا يعني أن العقد مستقبليا وباجل واحد من الاستحقاق, وبالمقابل فإنه يتطلب من المشتري قبول الطلبية ودفع المبلغ المتفق عليه عند تاريخ الاستحقاق. (الدوري, 2010, 341) , ويمكن لمشتري العقد ان يبيع عقدا مماثلا للعقد الذي سبق أن أبرمه للموجود نفسه وفي شهر الاستحقاق نفسه ولكن بسعر مختلف, وبذلك قد أغلق مركزه والغى التزامه بالعقد. (Howells & Bain, 2000, p:290) .

ويتم التعامل بعقود المستقبلية في الأسواق المالية الرسمية المنظمة , و تسمح العقود المستقبلية للمضارب او المستعمل لها من اجراء عقد لقبول او جعل تسليم السلعة او نوع من انواع الاصول المالية في المستقبل على موعد معروف, وتحت شروط محددة, للحصول على سعر تعاقدى محدد. (Gary et.al, 2011, p:2) , وهي عقود موحدة يتم تداولها في تبادل يتعلق بمستقبل المنظمة وازالة الخطر الافتراضي عنها. (Berger, 1997, p:7) , وليس من الضروري معرفة الطرفان احدهما الاخر , اذ ان التبادل يعطي آلية لكلا الطرفين بان يكون هناك ضمان حتى بتنفيذ العقد .

إن اكبر البورصات التي تتعامل بالعقود المستقبلية هي هيئة تجارة شيكاغو ( Chicago Board Of Trade), كذلك بورصة شيكاغو التجارية ( Chicago Mercantile Exchange ) , وغيرها من البورصات التجارية عبر العالم التي تتعامل بمجالات واسعة من السلع والاوراق المالية التي تعد موجودات ضمنية في عقود عدة (Hull, 2007, P:6) . ويمكن التفريق بين ثلاثة مفاهيم أساسية للعقود هي , العقود الفورية (Spot contract) والعقود الآجلة (Forward Contract) والعقود المستقبلية (future contract) , فالعقود الفورية تعني اتفاق ما بين طرفين (المشتري والبائع) لشراء او بيع موجود معين بسعر متفق عليه الان , اذ يقوم البائع بالتسليم عند التعاقد ويوافق المشتري على منح قيمة الموجود فورا حال التعاقد (Saunders, 2004, p:556) , اما العقود الآجلة فهي عقود يلتزم المشتري والبائع على تجارة اصل معين بسعر محدد في تاريخ لاحق (Acha et.al, 2011)

509:p) والسعر الذي يتفق عليه الطرفان وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ (Exercise Price) (هندي, 2002, 668)

ويمكن إجمال أهم ما تمتاز به المستقبلية من الصفات كالآتي: ( حبش ، 1998 ، 291 ) ، ( Fischer , 1996 , 474 ) .

أ. لا تكون المتاجرة بالعقود المستقبلية بين البنوك ،انما تكون فقط في الأسواق المالية

التي حددت مواصفاتها وأوقات المتاجرة بها ومواعيد الاستلام والتسليم فيها .

ب. يلتزم كلا الطرفين ( البائع والمشتري ) في تنفيذ العقد على عكس الخيارات التي يتحدد بالبائع فقط .

ت. الالتزام بتنفيذ العقد يتم مستقبلا ولكن بشروط يتفق عليها في الوقت الحاضر .

ث. لا يدفع مشتري المستقبلية اية علاوة ( premium ) للبائع على عكس الخيارات .

ج. ان العقود المستقبلية متجانسة ومتماثلة ( Standardized ) مما يسهل فهمها والتعامل بها وبشكل واسع، اذ بلغ معدل عدد العقود اليومية خلال عام 1993 في بورصة شيكاغو ( 300000 ) عقد يومي وبحجم 30 بليون دولار .

ح. يتمكن حامل العقد المستقبلي من تخفيض المخاطر الناشئة عن تقلب الأسعار والحصول على أعلى ما يمكن من العوائد ، أما في الخيارات فان المشتري يتعرض إلى مخاطرة احتمال فقدان العلاوة المدفوعة للبائع وأيضا يحتفظ بالاحتمال التصاعدي للعائد .

الجدير ذكره ان العقود المستقبلية هي امتداد طبيعي للعقود الآجلة ، بل يمكن القول بان العقود المستقبلية ما هي الا عقودا آجلة تم تمييزها من حيث مستوى الجودة ، عدد الوحدات داخل العقد وتاريخ التسليم وغيرها ( هندي , 2004 , 487 ) ومع ذلك كله نجد هنالك اختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية والخيارات ، وكما يأتي :

#### جدول (1)

مقارنة بين العقود الآجلة ، المستقبلية والخيارات

ت	الخصائص	العقود الأجلة	المستقبليات	الخيارات
1	طبيعية العقد	غير نمطي وملزم للطرفين	نمطي وملزم للطرفين	نمطي وملزم لمصدر الخيار/البائع فقط
2	مدة العقد	عقود قصيرة الاجل تتحصر بين 1-2 سنه	عقود قصيرة الاجل تتحصر بين 1-2 سنه	عقود قصيرة الاجل اقل من سنة عادة
3	طبيعية الاسواق	غير نظامية	نظامية في البورصة	نظامية في البورصة
4	المخاطر	كبيرة لعدم وجود دور للمقاصة	محدودة او معدومة لعدم وجود دور للمقاصة	يتمتع بتركيبية توافقية من (العائد/المخاطرة)
5	الالتزام	ملزم للطرفين	ملزم للطرفين	ملزم لمصدره فقط
6	الاسواق الثانوية	تكون غير فعالة ولا يمكن إلغاؤها الا بموافقة طرفي العقد المبرم	فعالة ويمكن إلغاؤها من دون موافقة الطرف المقابل	تكون مرنة نظامية
7	تسوية العقد	تتم التسوية في نهاية العقد في تاريخ التسليم او الاستحقاق فقط	تتم التسوية يوميا وتضمن بيوت التسوية (المقاصة بين الطرفين)	حسب نوع الخيار الأوربي- محدد بينما الأمريكي - خلال العقد
8	متطلبات العقد	دفع علاوة محدودة, ولا وجود للهامش	ايداع هامش مبدئي لدى السمسار	لا وجود للهامش , دفع علاوة محددة
9	طبيعية التعامل	مباشر بين طرفي العقد	مباشر / غير مباشر	مباشر بين طرفي العقد
10	الكلفة	كبيرة لتداولها في الاسواق	قليلة لتداولها في الاسواق	قليلة لتداولها في الاسواق

تجدر الاشارة, إلى انه يتم فرض هامش مبدئي ( Initial margin ) على كل عقد مستقبلي ويتم دفعه من قبل البائع والمشتري , ويمثل نسبة تتراوح بين ( 5 - 10% ) من قيمة مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة البصرة

العقد وتقوم بإدارته غرفة المقاصة التي يتم التعاقد من خلالها , وذلك لغرض ضمان تنفيذ الطرفين للعقد، فضلا عن إمكانية تحديد هامش إضافي آخر يسمى هامش الصيانة (Maintenance Margin) تتراوح نسبته بين ( 75 - 80%) من قيمة الهامش المبدئي، كما يمكن استرداد الهامش المبدئي بالكامل عند تنفيذ العقد المستقبلي على وفق تاريخ استحقاقه ( هندي ، 1994 ، 362 )

**ب- خصائص العقود المستقبلية : (Allayanins&Weston,2001,P:273)**

أ- الكمية : وهي الكمية أو الوحدة التي تقاس بها مكونات العقد المستقبلي , إذ تختلف مكوناته باختلاف الموجود محل التعاقد , فمثلا العقد على النفط الخام يتضمن (1000) برميل , وعلى نפט التدفئة والغازولين (42000) غالون , ولا يجوز بكميات كسرية لهذه العقود .

ب- أشهر التنفيذ : وهي الأشهر التي يلتزم فيها بائعو العقود المستقبلية بتسليم الموجود إلى مشتري هذه العقود , بمعنى آخر الأشهر التي تنفذ فيها هذه العقود المتداولة في كل سنة, فمثلاً أشهر تداول العقود المستقبلية للحنطة في تموز ،أيلول، كانون الأول ،أذار ،مايس . في حين ان أشهر تداول هذه العقود للنفط الخام هي جميع شهور السنة .

ت- شروط التسليم : وتتضمن هذه الشروط تسليم الموجود محل العقد , وهي الأشهر التي سيتم التعامل فيها على العقد والفترة الزمنية التي ينبغي فيها التسليم ودرجة الجودة للموجود محل التعاقد والوسيلة الفعلية التي يمكن للبايع فيها من تسليم الموجود .

ث- تاريخ التسليم : هو التاريخ الذي فيه يسلم البائع الموجود ويدفع المشتري قيمة ذلك الموجود ويمكن أن يكون هذا التاريخ في أي يوم عمل في شهر التسليم .

ج- أدنى تقلب سعري : هو أدنى تقلب مسموح به ويشار إليه بحجم التحرك Tick Size.

ح- حدود أسعار اليومية : وهو السعر الذي يحد من حركات السعر اليومية ويعرف بأنه " الحد الأقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد " فإذا ارتفع أو أنخفض بمقدار الحد الأقصى في لحظة ما خلال اليوم فلا يمكن أن يتخطى السعر تلك الحدود .

خ- أيام وساعات التداول : تحدد أسواق المستقبلية أوقات التعامل بالعقود المستقبلية من حيث ساعات التداول بعقد المستقبلية من أول يوم وحتى اليوم الأخير لتداول العقد .

ج- **أركان العقود المستقبلية : ( Murshall,2002,P:85 )**

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 .

ج- **محل العقد :**

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

د- **مشتري العقد:**

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

هـ- **بائع العقد :**

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

و- **أنواع عقود المستقبلية : Types of Futures Contracts**

تتنوع عقود المستقبليات بحسب أنواع البضائع الخاضعة للمتاجرة في سوق المستقبليات والموجودات المالية الاخرى , وكما يلي :

( Saunders ,2004 ,p:178 ) , (Popov & Stutzman ,2003 ,P:122)

1 . عقود السلع الزراعية والمعدنية (Agricultural and Metallurgical Contract) في المجال الزراعي تتم المتاجرة في الحبوب (الشوفان ،الحنطة ) وفول الصويا وبذور زهرة الشمس ثم المواشي والخنازير الحية والأبقار ومنتجات الغابات ( الأخشاب ،الخشب الرقائقي ) ثم المنسوجات مثل القطن والمواد الغذائية مثل الكاكاو والقهوة وعصير البرتقال والرز والسكر ، وبخصوص العديد من هذه السلع تتوفر عقود عديدة ومختلفة بخصوص أنواع ودرجات مختلفة من السلعة . كما أن هنالك أيضاً عدداً من الأشهر المتعلقة بالتسليم ،تتلاءم عادة هذه الأشهر المختارة لتسليم المحاصيل الزراعية الموسمية مع أنماط الحصاد الخاصة بها وعلى عدد أشهر التعاقد وبخصوص كل سلعة على مستوى النشاط التجاري ، فبالنسبة لبعض عقود المستقبليات الخاملة نسبياً ربما تجري المتاجرة بها خلال شهر واحد فقط أو شهرين كوقت تسليم في السنة الواحدة ، وبالمقارنة فالسلعة النشيطة مثل فول الصويا كقطع تجري المتاجرة فيه في ثمانية أشهر يتم فيها التسليم . وأما المنتجات المعدنية فأنها تشمل على المعادن والعقود المتعلقة بالبترول ، وهذان النوعان من البضائع هما أكثر تشابهاً مع بعضهما مما يبدوان في الواقع ، إذ إنه يمكن التعامل معهما بطريقة متماثلة ، لأن البترول والمعادن يشتركان في خاصية مهمة هي أنهما قابلان للخرن بصفة واضحة ، وفي مجال المعادن تتم المتاجرة بعقود تتعلق بالذهب والفضة والبلاطين والنحاس والبلاديوم ، وفي مجال المنتجات البترولية ، هناك زيت التسخين والخام والغازولين ولبرويان والتي تتم المتاجرة فيها في أسواق المستقبليات .

## 2 . الموجودات الحاملة للفائدة Interest Earnings Assets

لم تبدأ المتاجرة في المستقبلات في مجال الموجودات الحاملة للفائدة إلا في عام 1975 غير إن نمو هذا السوق كان نمواً هائلاً وتتم الآن المتاجرة بعقود تتعلق بحوالات الخزينة والأوراق النقدية وسندات الدين وفي الودائع باليورو وفي سندات الدين والعقود التي تجري المتاجرة بها هي من جميع الاستحقاقات ، وتتاجر بورصة شيكاغو التجارية بعقودين لهما استحقاقات ذات ثلاثة شهور وهما حوالات الخزينة وودائع اليورو دولار ذات الأجل ، وهذا يجعل من الممكن اعتماد المتاجرة المستندة إلى فوارق متوقعة في سعر الفائدة ولنفس مدة الاستحقاق ، ويضاف إلى ذلك أنه تتم المتاجرة بعقود سندات الديون الأجنبية في بورصات المستقبلات الأجنبية ، فمثلاً إن العقود الكبيرة المتعلقة بسندات الدين الحكومية تتم المتاجرة فيها في البورصات الموجودة في لندن وباريس وفرانكفورت وطوكيو .

### 3 . العملات الأجنبية Foreign Currencies

يعود تاريخ تجارة المستقبلات النشطة في العملات الأجنبية إلى بداية العمل بأسعار الصرف العائمة بحرية في أوائل السبعينات وتتم المتاجرة بعقود متعلقة بالباون البريطاني والدولار الكندي والين الياباني والفرنك السويسري والمارك الألماني ، وتوجد أيضاً عقود متعلقة بالفرنك الفرنسي و الجيدر الهولندي والبيزو المكسيكي ، غير إن هذه العقود لم تحقق إلا نجاحاً محدوداً وقد توقفت المتاجرة فيها ، ويمثل سوق المستقبلات المتعلق بأسعار الصرف الحالة الواحدة من سوق المستقبلات في وجه سوق أجل (سوق عقود آجلة ) وهو يمثل سوق نشيط ، والسوق الآجل المتعلق بأسعار الصرف هو يكون أكبر مرات عدة من سوق المستقبلات ، ويعتقد الكثير من الناس إن وجود السوق الآجل أعاق تجارة المستقبلات في مجال أسعار الصرف ، وتتم المتاجرة أيضاً بالعقود المتعلقة بعملات مختلفة بواسطة عدد من بورصات مستقبلات أسعار الصرف .

### 4 . المؤشرات Indexes

الفئة الرئيسة الأخيرة من عقود المستقبلات هي العقود المتعلقة بالمؤشرات ، ومعظم هذه العقود تتعلق بمؤشرات الأسهم ولم تبدأ المتاجرة بهذه العقود إلا في عام 1982 ، وقد حققت هذه التجارة نجاحاً جيداً ، وتتاجر البورصات في عقود متعلقة بمؤشرات أسهم أربعة متباينة في

الولايات المتحدة هي : مؤشرات الأسهم الخمسمائة ( ستاندرد & بور ) والمؤشر السوقي الكبير ومؤشر بورصة نيويورك ومؤشر فاليو لاين , وتاجر البورصات الأجنبية في مستقبلات متعلقة بمؤشرات أسهم أجنبية مثل المتاجرة بمؤشر نيكي الياباني بواسطة بورصة المستقبلات في طوكيو وبواسطة البورصة النقدية الدولية في سنغافورة سيمكس, فضلا عن ذلك يمكن التعامل بالأدوات المالية الاتية : (خميسي,2009,4).

✚ العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة: ومنها يكون موضوع التعامل هو معدل الفائدة على الودائع او السندات او القروض .

✚ العقود المستقبلية لأسعار الصرف : ويتم فيها تداول العملات المحلية مقابل العملات الاجنبية.

✚ العقود المستقبلية لمؤشرات الاسهم : ويتم فيها تداول مؤشرات لمجموعة من الاسهم والسندات التي يتم تداولها في سوق الاوراق المالية .  
✚ العقود المستقبلية لمؤشر البورصة.

## ثانيا: استراتيجية التحوط Hedging Strategy

### أ. المفهوم والابعاد:

تستعمل المستقبلات كثيرا في عملية التحوط ,وهذا النهج لا يأخذ بنظر الاعتبار الطبيعة الديناميكية للمخاطر السوقية فحسب , بل يجمع ايضا بين التعامل النقدي والمستقبلي لتقليل تقلبات اسعار الأدوات المالية ( 2 , 2008 , Andani et.al ) , ويمثل التحوط الصفقات التي يبرمها المستثمر بتواريخ تنفيذ مستقبلية للحد من الخسائر التي يمكن ان يتعرض لها بسبب التغيرات العكسية للأسعار (للسلع او الاوراق المالية) محل التعاقد, فإذا كان التحوط يحقق الحماية للمستثمر فإنه ينطوي على تكاليف تتمثل بالفرق بين التدفقات النقدية للعقد في ظل التحوط , وبين التدفقات النقدية للعقد في غياب التحوط (هندي,2004: 687), فالتحوط يتطلب اتخاذ قرار لأكثر من مركز سواء أكان مركز طويل أو قصير, بمعنى اخر انه



يجب على المتحوظين أن يتخذوا قرارات مناسبة من حيث التوقيت المناسب لعملية التحوط ، اي متى يبدئون عملية التحوط ومتى ينتهون منها، فعندما تتغير الظروف، فإن المتحوظين يقومون بتعديل استراتيجية التحوط الخاصة بهم قبل التعرض للمخاطرة . والتحوط يشير الى اخذ موقع في المشتقات المالية معاكس لما يمكن ان تتعرض له ، وهذا التحوط يمكن ان يتم من خلال العقود المستقبلية ، لتقليل او تلافى المخاطر السوقية المحتملة نتيجة تقلبات الاسعار وتوفير الحماية من الخسائر التي قد يتعرض لها . (Popov&Stutzman,2003,P:22) .

وقد تبلور هذا المفهوم بعد ان اصبح متاحا امام المديرين الماليين عموما ومديرو المحافظ الاستثمارية خصوصا العديد من الطرق لتقليل او ازالة المخاطر سواء اكانت هذه المخاطر لها علاقة بتقلبات اسعار الاسهم او اسعار الفائدة او اسعار الصرف الاجنبي او تقلب اسعار السلع ( Vanhorne,1998,P:561 )، ويقصد بالتحوط بأنه عملية إلغاء او تقليل الخسائر التي تؤدي إليها تحركات الأسعار في الاتجاه غير المتوقع من المستثمر ( Bain , 2000 , 290 )، كما ان تغير الظروف يوجب وبشكل كبير اعتماد استراتيجية التحوط ( Jones , 1999 , 492 )، وعلى هذا الأساس فان المستثمر الذي يرغب باعتماد هذه الاستراتيجية عليه ان يحدد في البداية فيما إذا كان سيقوم بالتحوط لكل فقرات الميزانية بصورة مجتمعة وهو ما يطلق عليه بالتحوط الكلي ( Macro Hedging ) او ان يقوم بتحمل جزء من المخاطرة والتحوط لجزء محدود من فقرات الميزانية فقط ، كأن يتحوط لمخاطر تقلب سعر الفائدة لغرض محدد او لاستثمار معين والذي يسمى بالتحوط الجزئي ( Micro Hedging ) ( Morris & Merfeld , 1988 , 3 ) ولكي يصبح التحوط كاملا، فان قيمة العقود المستقبلية يجب ان تتغير بنسبة ( 1:1 ) ولكن باتجاه معاكس مع قيمة المركز للعمليات الأجنبية الذي تم التحوط لأجله.

وعليه فان التحوط المالي باستعمال المشتقات يمكن اعتماده كأداة لإدارة المخاطر المتعلقة بتحركات اسعار الصرف في الأجل القصير ، ويمكن استعمال عقود المشتقات المتمثلة في العقود الآجلة والمستقبليات والخيارات والمبادلات لأغراض التحوط المالي (Popov &

Stutzmann,2003,P:22) , فمثلا تستعمل مشتقات العملة بشكل فاعل في إدارة مخاطر الصرف الأجنبي , ويتفق (Aabo&simkius,2003,P:5) مع ما ورد , في انه وبشكل عام , يركز المديرون الماليون على مخاطر الصفقات عند قيامهم بالتحوط ضد مخاطر اسعار الصرف , ومن خلال الخبرة التي يمتلكها هؤلاء المديرون يمكنهم اجراء تحوطات فعالة, فضلا عن المهارات الاخرى الموجودة لديهم (Chance&Brooks,2008,P:354),(www.kantakgi.com,2012,P:2).

وسواء أكانت هذه المخاطرة متعلقة بأسعار الأسهم أم معدلات اسعار الفائدة او معدلات الصرف الأجنبي او حتى تقلب اسعار السلع، فإن لم يرغب المستثمر في تحمل احد الأنواع السابقة من المخاطرة فانه يستطيع نقل المخاطرة غير المرغوبة الى الآخرين الذين لديهم استعداداً لتحمل تلك المخاطرة لقاء ثمن محدد وهو العلاوة , وحسب نوع العقد , فالمستثمرون هم أولئك الذين يتصرفون تجاه مخاطر التغيرات السعرية محل التعاقد (العارضي، العبادي، 2012 : 185). ويكون المتعامل (dealer) صاحب مركز مكشوف من العملة المنوي حق شرائها أو ملتزم بدفعات مستقبلية من هذه العملات مع خشية من ارتفاع الأسعار التي قد ترتفع كثيراً , هذا مع حقه في الاستفادة من فرصة انخفاض الأسعار في حالة حدوثها. ففي حالة امتلاك مستثمر ما لمحفظة من الأسهم منوعة تنوعاً جيداً ويخشى من هبوط قيمتها السوقية، فإنه يلجأ إلى خيارات مؤشرات الأسهم لشراء خيار بيع على هذه المؤشرات (Eales, 1995: 174) لتوفر له حماية جزئية أو بيع خيار شراء على مؤشر يتفق مع ما هو محتفظ به من أسهم، والحصول على علاوة مناسبة تضاف إلى ما تحققه الأسهم من عوائد. (أسعد،1998: 211).

ويمكن من خلال اعتماد العقود المستقبلية ابتداع طرق جديدة لإدارة المخاطر , من خلال تجزئة المخاطر المتجمعة في الادوات المالية التقليدية , مثل مخاطر تقلب الاسعار , مخاطر سعر الفائدة ومخاطر اسعار صرف العملات الاجنبية , وادارة كل نوع من هذه المخاطر على حده من خلال عملية التحوط , ( 66 , 1987 , Cohen ) , ويستعمل المتعامل هذه الاداة لضمان بيع موجوداته بسعر لا يقل عن سعر التنفيذ , , ولاسيما اذا ما

انخفضت الاسعار باقل من هذا السعر في الاسواق المالية , وتتم هذه العملية من خلال اخذ موقع طويل ( شراء ) في السوق الاجل لمقابلة البيع في السوق النقدية الحالية , وهي تمثل عملية شراء بسعر يتفق عليه اليوم ولكن التسليم للموجود يكون في وقت محدد في المستقبل.

وعلى الرغم من ان المشتقات تستعمل كأدوات للتحوط من المخاطر الا ان الاستثمار فيها قد يؤدي الى مخاطر عده منها (الدوري، 2010 , 329).

#### أ- المخاطر الائتمانية: Credit Risk

وهي المخاطر الناجمة عن عدم وفاء أحد اطراف العقد بالتزاماته المالية المنصوص عليها بموجب العقد, ويبرز هذا النوع من المخاطر بشكل واضح عند التعامل بأدوات المشتقات في الأسواق غير الرسمية, مما ينشأ معه مشاكل في توثيق المعاملات وتسوية التغيرات في قيمة المراكز اليومية للمتعاملين فيها .

#### ب- المخاطر السوقية: Market Risk

تعتمد هذه المخاطر التي تواجهها المشتقات المالية على السلوك السعري عند تغير ظروفه وحدثت تغيرات غير متوقعة في القيمة العادلة للأدوات المشتقة ولاسيما التغيرات الحاصلة في مستوى الاسعار , كما هو الحال عند حدوث تغيرات في أسعار صرف العملات الاجنبية او اسعار الفائدة .

#### ج- المخاطر التنظيمية: Organizational Risk

يتمثل هذه النوع من المخاطر بالخسائر الناجمة عن غياب توثيق العقد وغياب الرقابة الداخلية لمنع المشاكل الناجمة عن القصور المنظم في ابرام وتنفيذ العقد او تلك المتعلقة بإعداد التقارير المالية .

ويرى الباحث ان أحد أهم أسباب مخاطر المشتقات المالية يعود الى عدم قدرة ادارة تلك المؤسسات في تقييم هذه الأدوات الجديدة وتبني استراتيجيات مناسبة لإدارة مخاطرها.

#### ب . أساليب وأشكال التحوط :

## 1- أساليب التحوط :

هناك أسلوبين ( طريقتين ) للتحوط هما : التحوط الساكن والتحوط المتحرك :

➤ التحوط الساكن Static Hedging : يقصد به التقييد في العمل على تغطية المخاطرة لحظة اتخاذ القرار فقط ومن دون متابعة , أي أن الهدف منه هو تثبيت الوضع الحالي عند القيام بالعملية حتى تاريخ الاستحقاق, وهذا يعني إن المتحوط لن يتابع سلوك الأسعار في أثناء عملية التحوط مما قد يكبده خسائر عندما تكون تحركات الأسعار السوقية للعقد المستقبلي والأسعار النقدية الحاضرة للسلعة الأساس في غير صالح مركز المتحوط ومن ثم احتمالية تجنبه مخاطرة السوق تكون قليلة .

➤ التحوط المتحرك Dynamic Hedging : يقصد به تعديل المراكز المتحوطة لتحقيق أرباح إضافية وتخفيض مخاطرة السوق نتيجة تغيير أسعار كل من أداة السوق النقدي وأداة التحوط عبر الوقت وهذا يعني أن يتابع المتحوط سلوك الأسعار (الحاضرة والمستقبلية ) في أثناء عملية التحوط مما يؤدي إلى وقوع الخسائر في حالة إن تحركات الأسعار في غير صالح مركز المتحوط وإن احتمالية تخفيض مخاطرة السوق أو تجنبها تكون كبيرة .

## 2. أشكال التحوط :

يتخذ التحوط شكلين رئيسيين هما التحوط الكامل والتحوط غير الكامل :

(Allayanins&Weston,2001,P:279)

➤ التحوط الكامل Perfect Hedging : بمفهومه العام يعني اتخاذ مركزين مختلفين على نفس الموجود لسلعة أو أداة مالية وينفس السعر , ومن ثم فإن الأرباح المتحققة لأحد المراكز تساوي الخسائر المتحققة للمركز الآخر . أما التحوط الكامل في العقود المستقبلية يعني دمج مركزين طويل وقصير متماثلة من حيث الموجود والسعر والكمية وتاريخ الاستحقاق . إن المالك لمركز تحوط كامل ملزم تعاقدياً أن يكسب ربحاً صفر وخسارة بنفس القدر .

✚ التحوط غير الكامل Imperfect Hedging : بمفهومه العام هو اتخاذ مركزين مختلفين على نفس الموجود (سلعة أو أداة مالية) وبأسعار مختلفة أي أن سعر البيع لا يساوي سعر الشراء وبهذا فإن الأرباح / الخسائر المتحققة لأحد المراكز قد تكون أعلى أو أدنى من الأرباح / الخسائر المتحققة للمركز الآخر. وعلى أساس ذلك فإن هذا النوع من التحوط باستعمال العقود المستقبلية يحدث عند الإخلال بأحد شروط التحوط الكامل , ومن ثم فإن الأرباح / الخسائر المتحققة في مركز المستقبلية قد تكون أعلى أو أدنى من الأرباح / الخسائر المتحققة في المركز النقدي . وهذا يعني إن مخاطرة السوق المتمثلة بتقلبات الأسعار في السوق لا يمكن إزالتها وإنما يمكن تخفيضها . وفي أغلب تطبيقات التحوط فإن السلع التي ستخضع له غير مماثلة للسلع التي يقوم عليها العقد المستقبلي ويدعى هذا النوع من التحوط بالتحوط المتقاطع ( Cross Hedging )

وفي الوقت الذي تجد فيه أصولاً مالية يمكن تغطية مخاطرها كاملة بواسطة عقود مستقبلية تجد هنالك أصول أخرى ليس من السهل إيجاد عقود مستقبلية تغطي مخاطرها بالكامل مثل الأوراق المالية متوسطة الأجل والسندات طويلة الأجل.

إن متابعة عمليات التحوط وجعلها متلائمة مع السوق باستمرار هي عملية ضرورية، إذ من الأفضل أن تكون عمليات التحوط متحركة ومتناسبة مع تحركات الأسواق، وليس من الحكمة إنشاء عمليات التحوط ونسيانها وذلك لسبب بسيط هو أن عمليات التحوط ليست دائماً آمنة بشكل كاف . ( حبش , 1998 , 297 ) , ( Francis , 1991 , 760 ) :

ولتوضيح ذلك :

نفترض إن قيمة التغير في السعر الآني = ن  
نفترض إن قيمة التغير في السعر المستقبلي = س

نفترض إن قيمة التغير في قيمة المحفظة = م

$$\therefore \Delta M = \Delta N - \Delta S$$

ويما إن:

$$\Delta M = \Delta S \text{ (بدون تغير)}$$

$$\therefore \Delta N = \Delta S$$

ويدعى الفرق بين السعر الآتي والسعر المستقبلي بالفرق الأساسي (Basis) ولهذا

فإن:

$$\text{الفرق الأساسي} = \Delta N - \Delta S.$$

ويصبح الفرق الأساسي ثابتا إذا تحركت الأسعار الآتية والمستقبلية بنفس النسبة، ولكن في العادة لا تتحرك هذه الأسعار بنفس النسبة مما يسبب وجود مخاطر أساسية بسبب تحرك الأسعار بنسب مختلفة ولهذا يوجد الفرق الأساسي أعلاه والذي يدل على أن عمليات التحوط ليست آمنة بشكل كاف .

وقد امكن حساب ربح أو خسارة السعر الآتي في هذا البحث من خلال الفرق بين ( سعر الافتتاح لعام 2011 - سعر الافتتاح لعام 2010 ) . وكذا الحال بالنسبة لربح أو خسارة السعر المستقبلي الذي حسب ايضا من خلال الفرق بين ( سعر الإغلاق لعام 2011 وسعر الإغلاق لعام 2010 ) ، وأخيرا جاء صافي الربح أو الخسارة للشركة والذي يمثل الفرق بين [ ربح أو خسارة السعر الآتي و ربح أو خسارة السعر المستقبلي ( رأس المال ) . ( حبش , 1998 , 297-299 ), ( Francis,1991, 760 ) .

وهناك عدة عوامل يجب على الشركات أن تأخذها بعين الاعتبار عند صياغة

استراتيجية التحوط من المخاطر هي ( Haven ,2010 ,P: 13 ) :

✚ قرارات التحوط مقابل الانتاج والتجارة: بالنسبة للشركات المتعددة الجنسيات هو تخصيص رأس مال بين مختلف مستويات الانتاج والمبيعات، وفي نفس الوقت التحوط من تعرضهم لتباين اسعار الصرف الاجنبي (Broll,1993,P:425).

✚ تكلفة التحوط : تكون من خلال التحوط في سوق المشتقات المالية او من خلال أسواق المال, وفي كلتا الحالتين يجب ان تكون تكلفة التحوط هي الفرق بين القيمة التي وردت من التحوط والقيمة التي حددتها الشركة للتحوط . إن التكاليف المتوقعة لتغطية المخاطر في سوق المال هي تكلفة المعاملات فضلا عن الفرق بين سعر الفائدة والقيمة المتوقعة من الفرق بين السعر الحاضر والمستقبل, وينبغي ان يتضمن كلا النوعين من التحوط نتائج مماثلة في نفس التكاليف , ذلك لان اسعار الفائدة وأسعار الصرف الآجلة هي قرارات في وقت واحد (Hiren,2010,P:14) .

### ثالثا: استراتيجية المضاربة : Speculation Strategy

لا يوجد تعريف متفق عليه للمضاربة في الأسواق المالية , وحسب الاصطلاح الشائع ينصرف مفهوم المضاربة إلى شراء وبيع الأوراق المالية لغرض تحقيق الربح الناجم عن التغيرات السريعة في أسعارها , والمضاربة بهذا المفهوم يمكن ان توجد في إي سوق مالي الا انها تتركز عادةً في أسواق المشتقات المالية ولاسيما (المستقبليات) , لان المشتقات تمنح المضارب قوة إضافية تسمح له بتحقيق أرباح كبيرة من تقلبات صغيرة في الأسعار خلال مدد زمنية قصيرة نسبيا, وهناك من يوسع من مفهوم المضاربة بشكل يطلقها على إي متداول يهدف لتحقيق الربح من التغيرات في الأسعار من دون التقيد بدرجة المخاطرة العالية أو فترة التداول القصيرة نسبيا(HARRIS,2003,P:19) , وعلى هذا فان المستثمر يكون غرضه الاساس الاستفادة من تقلبات الأسعار وتحقيق الربح جراء ذلك , عن طريق اقتناص الفرص التي ستحدث في الاسواق المالية والتي تعتمد على توقعاته لما ستكون عليه أحوال السوق والأسعار المستقبلية , فيشتري اليوم حق الحصول على أسهم بسعر محدد لبيعها مستقبلا عند ارتفاع أسعارها(فياض,1998,377), ولتحقيق هذا الهدف يلجأ المستثمرون إلى استعمال حقهم عند تحقق توقعاتهم بارتفاع سعر الأوراق المالية أو السلع أو العملات بسعر منخفض, وبيعها بسعر أعلى ليربح الفرق بين السعرين , ويقابل المضاربة في هذه الأسواق التحوط (Hull,2008,P:8), إذ لا تختلف دوافع

المضاربة عن دوافع الاستثمار من حيث مفهوم العائد والمخاطرة , ففي كلا الحالتين يكون الهدف هو تخفيض مخاطرة المحفظة مع بقاء العائد ثابتا, أو زيادة العائد مع بقاء مستوى المخاطرة على ما هو عليه, ويستهدف المضارب في سوق عقود السلع تنويع المحفظة الاستثمارية التي تتضمن أصولا متنوعة (أسهم, سندات, عملات, أراضي وما شابه) , ومما يشجعه على ذلك ضعف معامل الارتباط بين الأسعار والعوائد ضمن إطار عقد سلعه ما في السوق من جهة, وبين الأسعار والعوائد للأصول المالية المتداولة في السوق الحاضر كالأسهم والسندات, مما يعني إمكانية تخفيض مخاطرة المحفظة من دون المساس بالعائد, فالمضاربة تعني تحمل درجة عالية من المخاطر ولكنها مدروسة بشكل أو بآخر أملا في تحقيق أرباح رأسمالية في الغالب (رمضان, 2007, 14), وتنطوي هذه الاستراتيجية على درجة عالية من الرفع التشغيلي , وهو ما يجذب العديد من المضاربين , ذلك إن تغيرا بسيطا في سعر المؤشر بأقل من ( 1% ) يمكن أن يقود إلى تغير كبير بقيمة العقد تعادل (15%) أو أكثر (العارضى, العبادي, 2012, 126).

وعلى الرغم من ان استراتيجية التحوط هي الأكثر شيوعا في أسواق المشتقات , الا ان الأسواق الناجحة تتطلب أن يكون هناك طرف اخر من المعاملة وعادة ما يكون هذا الطرف ممثل بالمضارب speculator, فعلى العكس من المتحوظين, يسعى المضاربون إلى تحقيق بعض العوائد من بيع أو شراء العقود, إذ انهم يرغبون بتحمل مخاطر تقلبات الأسعار أملا في تحقيق الأرباح الناتجة عن هذه التقلبات , علما أنه ليس لدى المضاربين أي مركز في السوق الآتي, بعبارة أخرى لا يمتلك المضاربون السلعة أو الأداة المالية التي يتضمنها العقد في اغلب الأحوال (Jones,2000,P:493), وقد لجأ المليون إلى اعتماد نموذج التوازن العام والالتزامات الاحتمالية (Contingent Claims) لتحديد المضاربة , إذ جمع النموذج بين الاختيار للاستثمار وبين فترات زمنية متعددة بوجود حالة من عدم التأكد.



ومع زيادة شعبية تداول العملات الأجنبية في العالم ضمن اطر النظام المالي، وارتفاع حجم التداول اليومي فيها ، أصبح استعمال الأدوات المالية للمشتقات أكثر توظيفاً في مجالات المضاربة والتحوط من خلال عقود الخيارات، المستقبليات، الآجلة والمبادلات (Das,2004,p:1286)، ويمكن للإيرادات المتحصل عليها من عملية المضاربة في الأسواق الفورية أن تقسم إلى قسمين منفصلين من حيث المفهوم، الأولى تكون ايجابية وخالية من المخاطرة من خلال الفارق بين الدخل وبين القروض واستثمار العملات ، والثانية تعتمد على تحركات العملة، وهي محفوفة بالمخاطر التي تكون جزء من الية المضاربة، ومن ثم تسمح للمضارب من تحقيق العائد المطلوب من الاستثمار، أو أعلى عائد متوقع على مستوى معين من المخاطر وضمان الربح (CHing,2007,P:139).

وتعد المضاربة واحدة من المراهنات في سوق المشتقات المالية المبنية على أساس وجهات نظر بشأن إمكانية حركة سعر السهم الأساس باتجاهات متوقعة، والمضاربة ذات مخاطرة كبيرة ومحسوبة، لأنها تعتمد بناءً على توقعات حركة أسعار الأسهم في المستقبل، ويأمل المضاربون في الحصول على مكاسب سريعة، لكن لا تكون دائمة المضاربة ناجحة وذلك لوجود التحوط الذي يكون احياناً بديلاً عن المضاربة ، وتحصل أرباح المضاربة من خلال تحرك سعر السهم حسب توقعات المضاربيين، في حين إن تحرك سعر السهم بالاتجاه المعاكس من تقييمهم تكون الخسارة (Nse,2011,P:21) .

عليه فان المضاربة هي القوة المنشطة لسوق رأس المال، ومن دونها تظل السوق راكدة، كما أنها تحد من تقلبات التغيرات الشديدة في الأسعار، وتعد ضرورة اقتصادية لاسيما في البورصة، إذ إن المضاربون لا يهدفون سوى الى تحقيق الأرباح الشخصية الذي يكون السبب الرئيس لكل مشروع اقتصادي والمحرك لكل عملية إنتاج ، ويعتمد الربح دائماً على اختلاف الأسعار .

ومن أهم الإضرار التي قد تحصل بسبب المضاربة، انه تؤثر على أسعار السوق من خلال العرض والطلب غير الحقيقي والذي يكون مفتعل ويؤدي إلى تقلبات غير حقيقية للأسعار، وقد سببت البورصات في فترات معينة من تاريخ العالم الاقتصادي إلى ضياع الثروات الضخمة في وقت قصير، بينما كانت في اوقات اخرى غنى للآخرين من دون جهد، وجميع ذلك كان ناجما عن اعتماد المضاربة (أبو موسى، 1998، 383)، ومع ذلك فإن هناك منافع و فوائد عدة يمكن إن تتحقق من خلالها، ومن أهم هذه المنافع (Jones,2000,P:493) :

- أ- الرفع (leverage) إذ قد تزيد من المكاسب أو الخسائر بسهولة.
  - ب- سهولة التعامل، فالمستثمر الذي يتوقع زيادة في أسعار الفائدة (على سبيل المثال) فانه سيجد صعوبة في بيع السندات بيعا قصيرا، ولكن من السهل عليه إن يتخذ مركزا قصيرا لسندات الخزينة.
  - ج- انخفاض كلف التعامل، إذ غالباً ما تكون كلف التعامل منخفضة جدا في سوق المستقبليات والخيارات لوجود بيوت تسوية.
  - د- التفاعل في التعامل بين المتحوظين والمضاربين يساعد في توفير أسواق تنافسية نشطة وذات سيولة.
- ولإنجاح استراتيجية المضاربة وتحقيق المنافع والأهداف المتوخاة منها، ينبغي إن يكون القائمون عليها محترفون وذوي خبرة، فضلا عن القدرة على التنبؤ بدقه باتجاه السوق مع وجود الأموال الكافية للتغلب على الخسائر قصيرة الأمد الناجمة عن الصفقات الخاسرة (Bhalla,1999,P:644).
- وتعتمد المضاربة في اسواق المستقبليات استراتيجيتين اساسيتين، هما:

#### استراتيجية زيادة العوائد: Yield Enhancement Strategy

بإمكان الكثير من المتعاملين بالأوراق المالية في سوق النقد من تحديد موقع في عقود المستقبليات بهدف تحقيق العوائد التي تكون مساوية للعوائد المترتبة على الأوراق المالية لسوق النقد، أما في حالة وجود اختلافات بين هذين العائدين، فان الفرق بينهما يمكن توظيفه

في زيادة عائد المحفظة. ( Fischer , 1996 , 450 )، وفي الأسواق الكفوءة، فإن  
الفرص لزيادة العوائد قد لا تكون ممكنة في كل الأحوال، بل حتى في حال تحققها فإنه يمكن  
اعتمادها لأغراض أخرى غير المضاربة كأغراض التحوط مثلاً.

ويمكن اعتماد الإلية الآتية لتحديد عوائد المستقبلات المالية والتي على ضوءها  
يمكن إعطاء تصور كاف لشركات الأعمال بتحديد وجهات النظر المستقبلية بما يتعلق  
بزيادة العوائد المترتبة على عقود المستقبلات المالية وعلى النحو الآتي: ( Fischer ,  
480 , 1996 )

الأرباح من بيع عقود المستقبلات في الاجل القصير: ( Profit From Short  
( Sale of futures

+ المقسوم النقدي للأرباح على الأموال المستثمرة : ( Cash dividends  
( received on worth  
- الفائدة: ( Interest )

- خسائر المبيعات لمحفظة الأسهم : ( losses of sales to stocks , s  
portfolio)

= الأرباح الكلية ( قبل تكاليف المعاملات ) : ( Total profit ( before )  
( transaction costs

إذ يتم جمع الأرباح من بيع عقود المستقبلات مع المقسوم النقدي للأرباح على  
الأموال المستثمرة ومن ثم تطرح من الناتج خسائر المبيعات لمحفظة الأسهم والفائدة  
للوصول للأرباح الكلية ( قبل تكاليف المعاملات ).

## 2 - استراتيجية تغيير فترة المحفظة: Changing the Duration of the portfolio Strategy

أن التوقعات الدقيقة للمستثمرين حول التوجه المستقبلي لمعدلات الفائدة تحدد فترة  
محافظهم ورسملتها بحسب توقعاتهم، فإذا توقعوا إن معدلات الفائدة ستزداد مستقبلاً فإنهم  
سوف يقصرون فترة المحفظة والعكس في حالة توقعاتهم بتناقص معدلات الفائدة التي توجب  
إطالة فترة المحفظة، ويكون ذلك من خلال عقود المستقبلات التي في حالة شراءها على

سندات الخزينة يمكن أن يزيد من فترة المحفظة، وبالعكس يمكن تخفيض فترة المحفظة من خلال بيع عقود المستقبليات على سندات الخزينة أو غيرها. ( Fischer , 1996 , ) ( 499 )

إن الصيغة التي يمكن إن تعتمد في حساب عدد عقود المستقبليات اللازمة لتحديد تغير فترة المحفظة من المستوى الزمني الحالي لمستوى زمني جديد هي : (499, Fischer,1996) .

$$N.F.C = \frac{(Dt - Di)Pi}{D_f p_f}$$

اذ إن :

$$N.F.C = \text{عدد عقود المستقبليات}$$

$$Dt = \text{الفترة المستهدفة للمحفظة}$$

$$Di = \text{الفترة الاولى للمحفظة}$$

$$D_f = \text{الفترة المعدلة لعقد المستقبليات}$$

$$Pi = \text{القيمة السوقية الاولى للمحفظة}$$

$$p_f = \text{القيمة السوقية لعقد المستقبليات}$$

يلاحظ ان المستثمر اذا كان يرغب بزيادة الفترة، فان  $Dt$  سوف تكون اكبر من  $Di$ ، ومن ثم فان اشارة المعادلة اعلاه سوف تكون موجبة، وهذا يشير الى التوجه لشراء عقود المستقبليات، والعكس تماما في حالة تخفيض فترة المحفظة.

أما بالنسبة  $p_f$  فيمكن حسابها كالآتي : ( Fischer , 1996 , 479 )

$$p_f = I + [I \langle br \rangle T] - [t \langle D \rangle T]$$

اذ إن:

$$I = \text{مؤشر الأسهم}$$

$$br = \text{معدل الفائدة على سندات الخزينة}$$

$$T = \text{مدة عقد المستقبلات ويقاس بالسنة}$$

$$\mathcal{T} = \text{الفرق في التغيرات المستقبلية}$$

$$D = \text{مقسوم العائد السنوي}$$

وتستعمل استراتيجية تغير فترة المحفظة لزيادة القيمة السوقية الاولية للمحفظة، إذ كلما ازدادت الفترة المستهدفة للمحفظة نسبة للفترة الأولية لها ، كلما قاد الى زيادة القيمة السوقية المذكورة، وبهذا تتمكن الشركة من تحقيق المكاسب الرأسمالية الناجمة عن تغير القيم السوقية للمحفظة ( تغير سعر السهم) .

ومن الأدوات المالية الأخرى المستعملة في البحث هو مؤشر شارب الذي يستعمل لقياس اداء المحفظة الاستثمارية خلال مدة زمنية معينة وتكون صيغة قياسه كما يأتي ( Sharp,1966 ,119-138 )

$$Sh.I = \frac{TR_p - TR_f}{S.D_p}$$

اذ إن:

$$Sh.I = \text{العائد الإضافي لتعويض التغيرات في عائد المحفظة (مؤشر شارب) .}$$

$$TR_p = \text{المتوسط الاجمالي لمتوسطات عوائد المحفظة الاستثمارية .}$$

$$TR_f = \text{متوسط معدلات العائد الخالي من المخاطرة .}$$

$$S.D_p = \text{الانحراف المعياري لعوائد المحفظة .}$$

## المبحث الثالث

### الجانب التطبيقي للمبحث

### أولاً: عينة الدراسة:

اعتمدت الدراسة عينة من الشركات المساهمة الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والتي تمثل بدورها قطاع التأمين العراقي الخاص ، وقد تم اختيار هذه العينة للأسباب الآتية:

أ- ان هذه الشركات مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ويتم تداول أسهمها فيه لمدة لا تقل عن خمس سنوات.

ب- ان هذه الشركات لم يتم إيقاف التداول بأسهمها خلال مدة البحث (2010-2011)

ج- تقارب قيم رأس مالها وحجم موجوداتها.

د- تجانس نشاطها المالي , بحكم عملها في جوانب التأمين .

والجدول ( 2 ) يوضح قطاع التأمين العراقي الخاص , وكالاتي :

### جدول ( 2 )

توزيع الشركات المقررة للبحث من حيث تاريخ التأسيس و رأس المال وحجم الموجودات وعدد الفروع كما في عام 2011.

المبالغ بملايين الدينانير

ت	اسم شركة التأمين	تاريخ التأسيس	رأس المال	حجم الموجودات
---	------------------	---------------	-----------	---------------

2030	1000	2000/7/31	الامين	1
3226	2420	2000/6/11	دار السلام	2
2159	1508	2000/6/19	الاهلية	3
3067	1500	2001/1/7	الحمراء	4
1215	2000	2004/9/1	الخليج	5

المصدر: من عمل الباحث اعتمادا على النشرات السنوية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية وشركات التأمين.

يظهر الجدول ( 2 ) شركات عينة الدراسة، ومنه يتبين بان شركة دار السلام جاءت في مقدمة القطاع ، إذ استثمرت موجودات بقيمة ( 3226 ) مليون دينار وراس مال بمبلغ ( 2420 ) مليون دينار، في حين حققت شركة الخليج اقل قيمة لموجوداتها ضمن القطاع ، إذ بلغت ( 1215 ) مليون دينار ، وكانت اقل قيمة لرأس المال قد بلغت (1000) مليون دينار في شركة الامين ، وقد جاءت بقية الشركات بينهما من حيث قيمة موجوداتها الكلية ورأس مالها.

ولابد من التنويه هنا إلى إن الفترة قد احتسبت على أسس سنوية وليس شهرية بقصد الابتعاد عن التغيرات الكبيرة في الأسعار والوصول إلى الدقة في النتائج ، وأيضا لغرض الاختصار وتشمل فترة عقود المستقبلات على السنة 2011 والسنوات التي تسبقها.

## ثانيا: تحليل البيانات :

### أ. تحليل استراتيجية التحوط :

سيتم تحليل استراتيجية التحوط من خلال الاستراتيجيات الفرعية الاتية :

1. استعمال استراتيجية التحوط ضد هبوط أسعار الأسهم وبعض فقرات الميزانية:

يظهر الجدول (3)\* رأس المال وأسعار الأسهم ( سعر الافتتاح ) الذي عبر عنه بالسعر الآتي و(سعر الإغلاق ) الذي عبر عنه بالسعر المستقبلي , أما العمود الذي يبين ربح أو خسارة السعر الآتي فإنه قد حسب من خلال الفرق بين ( سعر الافتتاح لعام 2011 - سعر الافتتاح لعام 2010 ) وكذا الحال بالنسبة لعمود ربح أو خسارة السعر المستقبلي الذي حسب ايضا من خلال الفرق بين ( سعر الإغلاق لعام 2011 - سعر الإغلاق لعام 2010 ) ، وأخيرا جاء صافي الربح أو الخسارة للشركة والذي يمثل الفرق بين ( ربح أو خسارة السعر الآتي - ربح أو خسارة السعر المستقبلي ) × رأس المال ] .

إن الهدف الأساس من كل مما ذكر , هو لغرض التحوط ضد هبوط أسعار الأسهم وهبوط راس المال الذي يمثل الجانب الدائن للشركات عينة البحث، والصيغة الأساسية التي تعتمد عليها شركات عينة البحث لغرض تبني استراتيجية التحوط هذه تكون من خلال قيام الشركات عينة البحث ببيع عقوداً مستقبلية مساوية تماما لرأس المال لديها، إذ باعت الامين عقوداً مستقبلية بقيمة ( 1000 ) مليون دينار ودار السلام بقيمة ( 2420 ) مليون دينار والاهلية بقيمة ( 1508 ) مليون دينار , الحمراء بمبلغ ( 1500 ) مليون دينار والخليج (2000) مليون دينار, وكل ذلك لغرض تثبيت اقيام راس المال عند مستوياتها الحالية على الاقل والحيلولة دون تعرضها الى انخفاض , اذ ان أي انخفاض في هذه القيم سوف يتحمله مشتري العقد المستقبلي مقابل حصوله على علاوة .

ولغرض الوقوف على خسائر وأرباح السعيرين الآتي والمستقبلي للاسهم , على اعتبار ان راس المال في شركات قطاع التأمين يتكون من مجموعة من الاسهم العادية , فقد حسبت الأسعار الآتية للأسهم والأسعار المستقبلية لها على أساس سنوي للأعوام المذكورة انفا , والذي اتضح منه ان الشركات قد تعرضت الى انخفاض في اسعار اسهمها المستقبلية ( سعر الاغلاق ) للعام 2011 بالمقارنة مع اسعارها في العام 2010, مما جعلها تحقق اقيام سالبة في جميع الشركات باستثناء شركة الحمراء, كما يظورها عمود (ربح أو خسارة السعر المستقبلي), وهذا ما عرض الشركات الى خسائر رأسمالية كبيرة, الا ان الخسائر الرأسمالية التي تعرضت لها الشركات المبحوثة قد تم تعويضها من خلال الارتفاع في الاسعار الآتية

( حبش ، 1998 ، 298 ) \*



لعام 2011 بالمقارنة مع عام 2010، وبذلك لم تتعرض الشركات المبحوثة الى خسائر، إذ ان النتائج التي تحققت على مستوى الشركات كانت جميعها قيم موجبة، جاءت دار السلام في مقدمتها، إذ حققت مكاسب رأسمالية بلغت ( 2662 ) مليون دينار، تليها الحمراء والخليج بمبلغ ( 300 )، ( 200 ) مليون دينار على التوالي، إلا إن الملاحظ على الامين قد حققت اقل المكاسب، إذ بلغت ( 120 ) مليون دينار .

الجدير ذكره هنا، ان الأرباح او المكاسب الرأسمالية التي حققتها الشركات المبحوثة (عند غض النظر عن التضخم الذي يشهده البلد ) كانت منخفضة بسبب تعرض اسهم هذه الشركات الى خسائر رأسمالية بسبب تغيرات اسعار الاغلاق لهذه الاسهم ، وبما ان مشتري عقد المستقبلية للتحوط ضد انخفاض قيم راس المال سوف لا يخسر شيء بسبب ارتفاع قيم راس المال وعدم انخفاضها، الا انه من الواجب على الشركات ان تبقى متحولة ضد انخفاض راس المال لديها، فضلا عن اعتماد استراتيجية التحوط ضد انخفاض اسعار الاسهم الذي عند حدوثه (وهو ما حصل فعلا) قد يعرض الشركات الى خسائر رأسمالية تتعكس سلبا على قيم راس المال الإجمالية .

وهنا يتوجب التنويه إلى انه بإمكان الشركات المشمولة بالبحث من التحوط ضد مخاطر فقرات الميزانية الأخرى وايضا بنفس الاسلوب اعلاه ( الاسلوب الجزئي في التحوط ) او من خلال تعميم هذا الأسلوب على كل فقرات الميزانية ( الاسلوب الكلي في التحوط)، كذلك يمكن اعتماد الدينار العراقي بدلا من الاسهم ويكون التحوط هنا للحيلولة دون حدوث مخاطر انخفاض صرف الدينار مقابل الدولار او بقية العملات الأخرى.

### جدول (3)

استعمال استراتيجية التحوط ضد هبوط أسعار الأسهم وراس المال

ت	اسم الشركة	راس المال (مليون دينار)	عام 2010	عام 2011	ربح أو خسارة السعر المستقبلي	ربح أو خسارة الشركة (مليون)

توظيف استراتيجيات المستقبليات لأغراض التحوط والمضاربة

	(دينار)	(دينار)	الآني (دينار)							
				سعر الإغلاق (السعر المستقبلي (دينار)	سعر الافتتاح (السعر الآني) (دينار)	سعر الإغلاق (السعر المستقبلي (دينار)	سعر الافتتاح (السعر الآني) (دينار)			
120	(0,13)	0,25	1,22	1,35	1,35	1,1	1000	الامين	1	
2662	(1,05)	2,15	3,3	4,65	4,35	2,5	2420	دار السلام	2	
166	(0,24)	0,03	0,89	1,13	1,13	1,1	1508	الاهلية	3	
300	0,7	0,5	2,2	1,5	1,5	1	1500	الحمراء	4	
200	(0,7)	0,6	0,74	1,16	1,44	1,1	2000	الخليج	5	

المصدر: من عمل الباحث اعتماداً على النشرات السنوية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية وشركات التأمين.

\* الأكواس تشير إلى الأقيام السالبة .

## 2. استعمال استراتيجية التحوط في مجال الاستثمار:

يشير الجدول (4) إلى اعتماد استراتيجية التحوط في مجال الاستثمار بأسعار الفائدة ضمن الشركات المبحوثة التي تتوقع انخفاض أسعار الفائدة خلال الفترة القادمة، ولغرض تثبيت مستوى دخلها فأنها قد اشترت في الوقت الحالي عدداً من العقود، إذ اشترت الامين (192,4) عقد ودار السلام (81) عقد وكذلك في شركة الاهلية والحمراء بمقدار (110,4) ، (504) عقد على التوالي، واخيراً اشترت شركة الخليج (180,9) عقد، وكانت قيمة هذه العقود (100) الف دينار لكل عقد ، كما ان معدل الفائدة الحالي كان بمقدار (0.12) ، لذا سيكون سعر العقد (88) الف دينار :  $(100 - 12) = (88)$ ، فلو انخفض سعر الفائدة وأصبح (11.0) فان سعر العقد الجديد سوف يكون  $(100 - 11) = (89)$  الف

دينار لكل الشركات المبحوثة , عليه فان الأرباح التي تحققها الشركات نتيجة ارتفاع أسعار العقود المشتراة من ( 88 – 89 ) الف دينار تعوض خسارة استثمار الاموال بسعر فائدة منخفض ( 0.11 ) والتي تحقق عندها خسارة بمقدار ( 1 ) الف دينار لكل عقد ، وهذا الحال ينطبق تماما عند ارتفاع أسعار الفائدة لتصل الى ( 0.13 ) فان أسعار العقود تبعاً لذلك سوف تنخفض الى ( 87 ) ( 100-13 ) الف دينار وتحقق خسارة بمقدار ( 87 – 88 = 1 ) الف دينار لكل عقد , الا ان هذه الخسارة سوف تعوضها الأرباح التي ستترتب جراء استثمار الأموال بأسعار فائدة مرتفعة بمقدار 1 الف دينار ( 0.13 – 0.12 ) , ويكون الاستثمار في هذه الشركات من خلال توظيف اموالها في ال اقراض طويل الاجل . وعلى هذا الأساس يمكن القول بان شراء العقود المستقبلية مقابل استثمار الاموال بأسعار فائدة معينة سوف يثبت مستوى الدخل في حالتها ارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة. والجدول ( 4 ) يوضح استعمال استراتيجية التحوط ضد مخاطر الاستثمار بأسعار الفائدة ,

#### جدول ( 4 )

استعمال استراتيجية التحوط ضد مخاطر الاستثمار بأسعار الفائدة

ت	اسم الشركة	عائد الاسهم	عدد الاسهم ( بالماليين )	* مبلغ العائد الكلي	عدد العقود المشتراة بسعر	سعر العقد المشتري ( قيمة )	سعر العقد الجديد بعد	الأرباح أو الخسائر الناتجة	الأرباح أو الخسائر الناتجة
---	------------	-------------	--------------------------	---------------------	--------------------------	----------------------------	----------------------	----------------------------	----------------------------

توظيف استراتيجيات المستقبليات لأغراض التحوط والمضاربة

عن تغيير أسعار الفائدة 1000 دينار	عن تغيير أسعار العقود لكل عقد 1000 دينار	تغيير أسعار الفائدة (العقد- الفائدة - 11) ألف دينار	العقد- الفائدة (100 - 100) الفائدة (12 ألف دينار	(100) ألف دينار لكل عقد	(بالملايين)	(	دينار		
		89	88	192,4	19,24	481	0,04	الامين	1
		89	88	81	8,1	81	0,1	دار السلام	2
		89	88	110,4	11,04	138	08,0	الاهلية	3
		89	88	504	50,4	252	2,0	الحمراء	4
		89	88	180,9	18,09	603	0,03	الخليج	5

المصدر: من عمل الباحث اعتمادا على النشرات السنوية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية وشركات التامين.

\* مبلغ العائد الكلي = عائد السهم مضروبا في عدد الأسهم .

أ - استعمال استراتيجية التحوط في مجال الاقتراض:

الجدول ( 5 ) ومنه يتبين اعتماد الشركات المبحوثة على استراتيجية التحوط ضد مخاطر الاقتراض، كما يظهر مبلغ القرض ( المبالغ بالملايين )، إذ بلغ في الامين بمقدار ( 312 ) وفي دار السلام ( 57 ) وفي الاهلية ( 120 ) وأخيرا في الحمراء بمقدار (510)، وعند تغيير أسعار الفائدة التي يتوقع انخفاضها من [ 11 - 12 ] ألف دينار، أو ارتفاعها من [ 13 - 12 ] ألف دينار لكل عقد فان الشركة سوف تبيع عقودا مستقبلية لهذا الغرض

تبلغ ( 3120 ) في شركة الامين و ( 570 )، ( 1200 )، ( 5100 ) ( 1590 ) عقد في الشركات دار السلام، الاهلية، الحمراء و شركة الخليج على التوالي وبقيمة (100) ألف دينار لكل عقد ، والهدف من ذلك هو تحقيق أرباحا نتيجة اقتراض الشركة بسعر فائدة منخفض [ 11 ] بدلا من [ 12 ] وهذا يعوض خسارة بيع العقود المستقبلية بمبلغ ( 88 ) بدلا عن السعر الجديد ( 89 ) هذا من جانب، ومن جانب آخر فان الشركات قد تتعرض إلى حالة أخرى معاكسة أكثر مخاطرة وهي ارتفاع أسعار الفائدة، مثلا الى [13] وهذا سوف يولد خسائر نتيجة اقتراض الشركات بأسعار فائدة مرتفع، لكن هذه الخسارة سوف تعوض ببيع العقود المستقبلية بأسعار أعلى ، أي ببيعها بمقدار ( 88 ) ألف دينار بدلا عن ( 87 ) عند سعر فائدة 13، وبهذا فان ارتفاع اسعار العقود المستقبلية سوف تعوض انخفاض اسعار الفائدة. عليه نستنتج، بان بيع العقود المستقبلية في حالات الاقتراض بأسعار الفائدة سوف يثبت مستوى القرض في حالتي ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة.

والجدول ( 5 ) يوضح استعمال استراتيجية التحوط ضد مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة في الشركات المبحوثة .

### جدول ( 5 )

استعمال استراتيجية التحوط ضد مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة

ت	اسم الشركة	مبلغ القرض بالملايين	عدد العقود المبيعة ( 100 ألف دينار ) لكل	سعر العقد المباع (العقد-	سعر العقد الجديد بعد تغيير	الأرباح أو الخسائر الناجمة عن تغيير	الأرباح و الخسائر الناجمة عن تغيير أسعار الفائدة ( ألف
---	------------	----------------------	--	--------------------------	----------------------------	-------------------------------------	--

توظيف استراتيجيات المستقبليات لأغراض التحوط والمضاربة

دينار )	أسعرا لعقود ( ألف دينار )	سعر الفائدة (العقد- الفائدة) (11-100) ألف دينار	الفائدة ) (-100 (12 الف دينار	عقد			
		89	88	3120	312	الامين	1
		89	88	570	57	دار السلام	2
		89	88	1200	120	الاهلية	3
		89	88	5100	510	الحمراء	4
		89	88	1590	159	الخليج	5

المصدر: من عمل الباحث اعتمادا على النشرات السنوية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية وشركات التأمين.

ب. تحليل استراتيجية المضاربة :

سيتم تحليل استراتيجية المضاربة من خلال الاستراتيجيتين الاتيتين :

1. تحليل استراتيجية زيادة العوائد :

يظهر الجدول ( 6 ) البيانات ذات العلاقة باستراتيجية زيادة العوائد، إذ بلغت قيمة مؤشر ( شارب) ( 530 ) لشركة الامين، ولشركة دار السلام بمقدار ( 540 )، الاهلية ( 495 ) ، الحمراء ( 576 ) و(565) في شركة الخليج ، كذلك يبين أسعار الفائدة على سندات الخزينة والمحسوبة كنسبة مئوية وبمقدار ( 6.5 % ) والتي ينحصر تداولها بين الشركات العراقية دون غيرها من شركات الأعمال، اما مقسوم العائد السنوي لمؤشر الأسهم فقد كان بمقدار ( 0.09 ) لقطاع البحث باستثناء الاهلية إذ بلغ ( 0.08 ) وكانت مدة العقد المستقبلي سنة

واحدة هي 2011، اما قيم مؤشر الاسهم التي كانت متوقعة في العام السابق (2010) ، فقد امكن من خلالها توقع مؤشرات الاسهم لعام (2011) ، فقد بلغت أعلى قيمة متوقعة لهذا المؤشر في شركة الحمراء بمقدار ( 576 ) والخليج بمقدار ( 565 ) ثم شركة دار السلام والامين بمقدار ( 540 ) ، ( 530 ) على التوالي، وفي الاخير شركة الاهلية بمقدار (495) ، كذلك تُظهر قيمة مؤشر الأسهم عند نهاية عقد المستقبليات ، كما تظهر أيضا الاقيام الفعلية، وهذه الاقيام تبين ما وجد عليه عقد المستقبليات فعلا او ما اغلقت عليه قيمة عقد المستقبليات في نهاية الفترة البالغة سنة واحدة أي في عام ( 2011 ) ، وهذا ما تظهره النشرات السنوية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية ، واخيراً عدد العقود المستقبلية والمحسوبة من خلال [ قسمة مبلغ الاستثمار (الموجودات المأخوذة من جدول 2 السابق) / (قيمة المؤشر في بداية المدة × القيمة المتوقعة) ] = [ 2مليار / (524 × 530) ] = 7 الف عقد ، وهكذا البقية.

### جدول ( 6 )

البيانات ذات العلاقة باستراتيجية زيادة العوائد

ت	اسم الشركة	قيمة مؤشر	اسعار الفائدة على	مقسوم العائد	فترة عقد المستقبليات	قيمة مؤشر الاسهم عند	عدد العقود
---	------------	-----------	-------------------	--------------	----------------------	----------------------	------------

\* Fischer , 1996 , 479

توظيف استراتيجيات المستقبلات لأغراض التحوط والمضاربة

المستقبلية المباعة مليون العقود	نهاية عقد المستقبلات	( بالسنوات )	السنوي لمؤشر الأسهم	سندات الجزينة % *	Rvar Sharp			
7	المتوقع	524	1	0.09	6.5	530	الامين	1
	الفعلي	532						
17	المتوقع	320	1	0.09	6.5	540	دار السلام	2
	الفعلي	220						
8	المتوقع	520	1	0.08	6.5	495	الاهلية	3
	الفعلي	532						
10	المتوقع	522	1	0.09	6.5	576	الحمراء	4
	الفعلي	510						
3	المتوقع	521	1	0.09	6.5	565	الخليج	4
	الفعلي	525						

المصدر: من عمل الباحث اعتمادا على النشرات السنوية الصادرة عن سوق العراق  
للأوراق المالية وشركات التأمين.

\* ( الشماع ، 1992 ، 222 )

وعلى هذا الأساس أمكن بيان كيفية استعمال استراتيجية زيادة العوائد من قبل  
الشركات المبحوثة، من خلال البدء بحساب الأرباح من بيع عقود المستقبلات، ومن خلال  
الجدول ( 7 ) يتبين كيفية احتساب\* هذه الأرباح التي كانت من خلال الفرق ( المتوقع -  
الفعلي ) لقيمة مؤشر الاسهم عند نهاية عقد المستقبلات مضروبا في قيمة مؤشر الاسهم في

\* ( Fischer , 1996 , 480 )



بداية الفترة واخيرا يضرب بعدد عقود المستقبليات، ثم تضاف الى هذه الأرباح مقسوم الأرباح النقدي للأموال المستثمرة، والتي احتسبت هنا من خلال ضرب (المبلغ المستثمر (الموجودات) × مقسوم العائد السنوي لمؤشر الأسهم ) , بعد ذلك تطرح خسائر المبيعات لمحفظه الأسهم والناجمة من خلال ( طرح قيمة المؤشر الفعلية في نهاية المدة من قيمة المؤشر في بداية المدة مضروبا في قيمة مؤشر الاسهم في بداية المدة واخيرا يضرب في عدد عقود المستقبليات)، كذلك يطرح من الأرباح ومن مقسوم الأرباح النقدي الفائدة والمساوية [ المبلغ المستثمر × الفائدة على سندات الخزينة × الفترة الزمنية لعقد المستقبليات ] وذلك بهدف التوصل الى الأرباح الكلية والتي تمثل العوائد السنوية , إذ تعمل استراتيجية المستقبليات على زيادتها كما هو الحال في شركة الحمراء والتي ازدادت العوائد الكلية فيها لتصل الى ( 75 ) مليون دينار , ثم شركة دار السلام والامين بمقدار ( 72 ) مليون دينار، (50) مليون دينار على التوالي، وهذا يدل على امكانية تطبيق استراتيجية المضاربة في القطاع المبحوث باعتماد هذه الاستراتيجية من قبل الشركات المبحوثة.

### جدول ( 7 )

استعمال استراتيجية زيادة العوائد من قبل الشركات المبحوثة

البيان	الامين	دار السلام	الاهلية	الحمراء	الخليج
الأرباح من بيع عقود المستقبليات	[ 524 - ( 532 ) [ 7 × 530 × 29680 =	[ -320 ) ( 220 ) 17 × 540 × [ 918000 =	[ -520 ) ( 532 ) × ( 8 × 495 ) 47520 =	[ -522 ) ( 510 ) 576 × ( 10 × 69120 =	[ -521 ) ( 525 ) 565 × ( 3 × 6780 =
مقسوم الأرباح النقدي للمبلغ المستثمر (الموجودات)	2 مليار × = 0.09 18000000 0	270000000	160000000	270000000	90000000

توظيف استراتيجيات المستقبلات لأغراض التحوط والمضاربة

خسائر المبيعات لمحفظة الأسهم	]-530 ( ) 530×(532 [ 7× 7420 - =	]-540 ( ) ×540×(220 [17 3937600=	]-495 ( ) ×495×(532 [8 146520 =-	]-576 ( ) ×576×(510 [10 380160 =	]-565 ( ) ×565×(525 [3 67800=
الفائدة: المبلغ المستثمر×6.5 %×[سنة	13000000 0	195000000	130000000	195000000	65000000
الأرباح الكلية ( قبل تكاليف المعاملات ) (مليون دينار)	50	72	30	75	25

المصدر: من عمل الباحث اعتماداً على النشرات السنوية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية وشركات التأمين.

## 2. تحليل استراتيجية تغير فترة المحفظة :

يبين جدول ( 8 ) كيفية حساب القيمة السوقية لعقد المستقبلات التي تعد جزءاً أساسياً لا يتجزأ من آليات استعمال استراتيجية تغير فترة المحفظة، ويبين الجدول المذكور\* قيمة مؤشر شارب وأسعار الفائدة على سندات الخزينة ( المذكورة سابقاً )، وتم تحديد عمر العقد المستقبلي بسنة واحدة ( 2010-2011 ) أما العمود (t) فقد اشار الى الفروقات في التغيرات المستقبلية والتي حددت هنا على إنها بمثابة ( هامش ) لان الأمر يتعلق بالمستقبل الذي يشوبه عدم التأكد ومن ثم المخاطرة العالية، لذا فمن الواجب على شركات الاعمال وضع وتحديد هامش امان لمواجهة حالة المخاطر وعدم التأكد ، و يشير العمود D إلى مقسوم العائد المشار إليه سابقاً، وعلى ضوء هذه البيانات أمكن قياس وتحديد القيمة السوقية لعقد المستقبلات والتي جاءت باقيام عالية في شركة الحمراء وبمقدار ( 577 ) مليون دينار، تليها

\* ( Fischer , 1996 , 479 )

الخليج ثم دار السلام وبمقدار (565) ، ( 542 ) على التوالي ، اما بقية الشركات فكانت بينهما ، وهي قيم مقارنة او مساوية لقيم مؤشر الاسهم ( مؤشر شارب ) مما تظهر دقة النتائج التي توصل اليها البحث .

جدول ( 8 )

حساب القيمة السوقية لعقد المستقبلات

ت	اسم الشركة	I قيمة مؤشر Rvar Shar p	br أسعار الفائدة على سندات الخزينة %	T عمر العقد المستقبلي ي بالسنة	t الفرق في التغيرا ت المستقبلي ة	D مقسوم العائد السنو ي لمؤشر الأسهم	S I(br)(T) (	F I+(s t)(D)(T)] [(	Pf I+(s -f)
1	الامين	530	6.5	1	405	0.09	34,45	36,45	528
2	دار السلام	540	6.5	1	415	0.08	35,1	33,2	542
3	الاهلية	495	6.5	1	409	0.09	32,18	36,8	490
4	الحمراء	576	6.5	1	410	0.09	37,44	36,9	577
5	الخليج	565	6.5	1	407	0.09	36,73	36,6	565

المصدر: من عمل الباحث اعتمادا على النشرات السنوية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية وشركات التأمين.

وبعد حساب القيمة السوقية لعقد المستقبلات أصبح بالإمكان اعتماد استراتيجية تغير فترة المحفظة من قبل الشركات المبحوثة وكما هو مبين في جدول (9) الذي يوضح

\* ( Fischer , 1996 , 499 )

عددا من المتغيرات التي تبدأ بالمدة المستهدفة للمحفظة والتي كانت (4) سنوات لجميع الشركات المبحوثة خلال مدة البحث ، وابتدأ تنفيذ هذه الاستراتيجية لسنة واحدة وهي العام الفاصل بين ( 2010 – 2011 ) وكما هو مبين في العمود ( Di )، وبعد ذلك وكخطوة تدريجية أصبح بالإمكان تعديل فترة العقد الى ( 2 ) سنة، ذلك لغرض الوصول الى المدة المستهدفة للمحفظة في العمود الأول.

ويشير العمود ( Pi ) الى القيمة السوقية الأولية للمحفظة والمحسوبة من خلال ضرب حزمة الاسهم التي تكون محفظة الشركة الواحدة في متوسط الأسعار للأسهم المأخوذة من البيانات المنشورة عن سوق العراق للأوراق المالية، وقد جاءت شركة دار السلام في مقدمة الشركات المبحوثة، إذ سجلت القيمة السوقية الاولية للمحفظة مبلغا بمقدار ( 7986 ) مليون دينار، تليه الحمراء بمقدار (3300) ثم الامين والاهلية بمقدار (2440)، ( 2225 ) مليون دينار على التوالي ، واخيرا جاءت شركة الخليج محققة قيمة سوقية اولية للمحفظة تبلغ (1480) مليون دينار، فضلا عن القيمة السوقية لعقد المستقبليات المحسوبة في جدول (8) ، عليه امكن بالاعتماد على البيانات المذكورة من احتساب عدد عقود المستقبليات للشركات المشمولة بالبحث، إذ كان أعلى عددا من هذه العقود من نصيب شركة دار السلام بمقدار ( 22 ) مليون عقد ، وادنى عددا في شركة الخليج بمقدار ( 4 ) مليون عقد في السنة ( مدة البحث) وجاء بينهما بقية الشركات الاخرى المبحوثة .

عليه نستنتج بان الشركات المبحوثة كانت تعمل باتجاه زيادة عدد عقود المستقبليات وإطالة فترة المحفظة لتوقعاتها بانخفاض أسعار الفائدة خلال ذلك العام، ومما يؤكد ذلك العمود ( Dt )، الذي هو اكبر من ( Di ) ، وهذا إشارة إلى توجه الشركات المبحوثة باتجاه إطالة فترة المحفظة بحسب افتراضات البحث المعتمدة بهدف زيادة القيمة السوقية الاولية للمحفظة ، إذ كلما ازدادت الفترة المستهدفة للمحفظة نسبة للفترة الأولية لها ، كلما قاد الى زيادة القيمة السوقية المذكورة ، وبهذا تتمكن الشركة من

تحقيق المكاسب الرأسمالية الناجمة عن تغير القيم السوقية للمحفظة ( تغير سعر السهم )

جدول ( 9 )

استعمال استراتيجية تغير فترة المحفظة من قبل الشركات المبحوثة

ت	اسم الشركة	Dt المدة المستهدفة للمحفظة بالسنوات	Di المدة الأولية للمحفظ ة بالسنوات	Df المدة المعدلة للعقد المستقبلي ت بالسنوات	Pi القيمة السوقية الأولية للمحفظ ة بملايين الدنانير	Pf القيمة السوقية للعقد المستقبلي ت	S ( Dt - Di )× Pi مليون دينار	F × Pf Df مليون دينار	عدد عقود المستقبلي ت S/F مليون عقد
1	الامين	4	1	2	2440	528	7320	1056	7
2	دار السلام	4	1	2	7986	542	23958	1084	22
3	الاهلية	4	1	2	2225	490	6675	980	7
4	الحمراء	4	1	2	3300	577	9900	1154	9
5	الخليج	4	1	2	1480	565	4440	1130	4

من عمل الباحث اعتمادا على النشرات السنوية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية وشركات التأمين.

## المبحث الرابع

### الاستنتاجات والتوصيات

#### أولا : الاستنتاجات :

أ. أمكن تطبيق استراتيجية التحوط في الشركات المبحوثة باعتماد راس المال وأسعار الأسهم , وكان ذلك بقيام الشركات المذكورة ببيع عقوداً مساوية تماما لراس المال لديها, بأسعار عقود متجانسة على مستوى هذه الشركات.

- ب. ان الأرباح او المكاسب الرأسمالية التي حققتها الشركات المبحوثة كانت منخفضة بسبب تعرض اسهم هذه الشركات الى خسائر رأسمالية بسبب التغيرات السلبية في اسعار الاغلاق لهذه الاسهم .
- ت. بإمكان الشركات المشمولة بالبحث من التحوط ضد مخاطر فقرات الميزانية الأخرى وايضا بنفس الاسلوب المعتمد من قبلها ( الاسلوب الجزئي في التحوط ) او من خلال تعميم هذا الأسلوب على كل فقرات الميزانية ( الاسلوب الكلي في التحوط)، كما يمكن اعتماد الدينار العراقي بدلا من الاسهم ويكون التحوط هنا للحيلولة دون حدوث مخاطر انخفاض صرف الدينار مقابل الدولار او بقية العملات الأخرى.
- ث. ان شراء العقود المستقبلية مقابل استثمار الاموال بأسعار فائدة معينة سوف يثبت مستوى الدخل في حالتي ارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة، ذلك ان اي ارتفاع او انخفاض في اسعار الفائدة سوف يعوضه ارتفاع او انخفاض في اسعار العقود المستقبلية .
- ج. يؤدي تطبيق استراتيجية المضاربة من خلال استراتيجية زيادة العوائد الى تحقيق الأرباح التي تزداد بزيادة عدد عقود المستقبليات وقيامها وظروف سوق المال ودقة التوقعات حول قيمة مؤشرات الاسهم ومدى اقترابها من الاقيام الفعلية لهذه المؤشرات.
- ح. أمكن تطبيق استراتيجية المضاربة في الشركات المبحوثة أيضا من خلال تحديد الفرص الاستثمارية باعتماد عقود المستقبليات لديها، مع إمكانية جعل الخسائر المحتملة فرصا استثمارية أخرى عند التعامل المالي الصحيح معها.
- خ. توجه الشركات المبحوثة باتجاه إطالة فترة المحفظة بهدف زيادة القيمة السوقية الأولية للمحفظة ، إذ كلما ازدادت الفترة المستهدفة للمحفظة في القطاع المبحوث نسبةً للفترة الأولية لها (وهذا ما حدث فعلا) ، كلما قاد الى زيادة القيمة السوقية المذكورة ، وبهذا تتمكن الشركة من تحقيق المكاسب الرأسمالية الناجمة عن تغير القيم السوقية للمحفظة ( تغير سعر السهم) .
- د. تعد الفائدة والقيمة السوقية الأولية للمحفظة المرتكز الأساس الذي تدور حوله استراتيجية تغير فترة المحفظة، فعند التوقع بانخفاض أسعار الفائدة تعمل الشركة على زيادة فترة

المحفظة من خلال زيادة الفترة المستهدفة للمحفظة بشكل يفوق الفترة الأولية لها وأخيرا زيادة عدد عقود المستقبلات, على العكس منه عند توقع ارتفاع أسعار الفائدة .  
د. أمكن اعتماد استراتيجية المضاربة بشكل ملازم لاستراتيجية التحوط في الشركات المبحوثة في مجال الاستثمار بأسعار الفائدة (العائمة) باعتماد الشركة فروقات أسعار الفائدة على اقتراضها من خلال شراء عدد من العقود التي يمكن من تنفيذها عند انخفاض أسعار الفائدة على القروض التي لديها من تحقيق ارباح مؤكدة , والأمر نفسه ينطبق تماما, عند اعتماد استراتيجية المضاربة في مجال الاقراض الذي من خلالها ايضا, يمكن من تحقيق الأرباح نتيجة تغير أسعار الفائدة على هذه القروض .

### ثانياً: التوصيات :

- ضرورة التوسع في استعمال استراتيجية التحوط لتشمل فقرات عدة من الميزانية او جميعها في البيئة العراقية لغرض التعرف على آليات هذه الاستراتيجية بشكل اشمل وادق.
- أ- بما ان مشتري عقد المستقبلات للتحوط ضد انخفاض قيم راس المال سوف لا يخسر شيء بسبب ارتفاع قيم راس المال وعدم انخفاضها في الشركات المبحوثة, ومن ثم سيحصل على قيمة المكافاة (العلاوة) , الا انه من الواجب على الشركات ايضا ان تبقى متحوطة ضد انخفاض راس المال لديها , لئلا يحدث انخفاض كبير غير متوقع في اسعار اسهمها .
- ب- ضرورة اعتماد استراتيجية التحوط ضد انخفاض اسعار الاسهم ذاتها الذي عند حدوثه (وهو ما حصل فعلا) سوف يعرض الشركات الى خسائر رأسمالية تتعكس سلبا على قيم راس المال الإجمالية .
- ت- ضرورة الانتباه الى الحالة التلازمية احيانا بين التحوط والمضاربة في سوق المال , إذ يمكن احيانا من احلال استراتيجية التحوط كبديل عن استراتيجية المضاربة .
- ث- يوصي البحث بتطبيق النماذج المالية المتقدمة في بيئة الشركات العراقية الخاصة عند إجازة التعامل بالهندسة المالية وأدواتها المشتقة.

- ج- يوصي البحث الجهات التشريعية (مجلس النواب العراقي) وغيره من الجهات ذات العلاقة بإجراء الموافقات والتشريعات اللازمة لتنظيم عمل الأسواق المالية بالشكل الذي يمكنها من اعتماد الأدوات المالية المشتقة وبالشكل الذي يمكنها أيضا من إجراء تداولاتها المالية .
- ح- ضرورة التوسع باستعمال استراتيجية المضاربة بالشكل الذي يتعدى راس المال وأسعار الأسهم ليشمل فقرات أخرى من الميزانية , لما لها من أهمية في اغتنام الفرص الاستثمارية المربحة.
- خ- ضرورة التنبؤ الدقيق من قبل الشركات المبحوثة بأسعار الافتتاح والإغلاق للسنوات اللاحقة , إذ يمكن من التنبؤ تحديد فرق الاستثمار في أسهم الشركة أو على الأقل الابتعاد عن بيع أسهمها عند التنبؤ بارتفاعها مستقبلا, والأمر ذاته ينطبق على أسعار الفائدة على الإقراض أو الاقتراض .
- د- يوصي البحث بأجراء الدراسات المتنوعة المتعلقة باستعمال النماذج الكمية وتبيان الية عملها وكيفية استعمالها في تقويم ادوات المشتقات ومن بينها المستقبليات وما يتعلق بها من استراتيجيات.

## ثبت المراجع

### النشرات الرسمية :

1. النشرات الرسمية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية للسنوات 2007,2008,2009,2010,2011.
2. الكشوفات المالية الصادرة عن شركات قطاع التأمين العراقي الخاص للسنوات 2007,2008,2009,2010,2011.

### المصادر العربية :



- أ- أبو موسى، رسمية احمد،(الأسواق المالية والنقدية)، الطبعة الأولى، دار المعترف للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
- ب- اسعد، رياض، برنامج المشتقات المالية، الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية عمان ، الاردن، 1998.
- ج- حبش، محمد محمود، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة تطبيقات عملية، ط 1 ، الأردن ، بنك الأردن المحدود ، 1998 .
- د- خميسي، بن رجم محمد، المنتجات المالية المشتقة : أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر ام لصناعتها ؟، المؤتمر العلمي الدولي حول الازمة المالية، جامعة فرحات عباس - سطيف، الجزائر ، 2009.
- هـ- الدوري، مؤيد عبد الرحمن، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، الطبعة الاولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان ، الاردن، 2010.
- و- رمضان، زياد، (مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي)، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر عمان، الأردن، 2007.
- ز- الشماخ، خليل محمد حسن ، الادارة المالية، ط 4 ، مطبعة الخلود ، دار السلام ، 1992 .
- ح- الشخلي، فالح عبد الكريم، استعمال أدوات الهندسة المالية في إدارة فجوة الميزانية العمومية، مجلة الرشيد المصرفية ، العدد (7) ، السنة الثالثة، تشرين الثاني، 2002.
- ط- العارضي، جليل كاظم ،العبادي، هاشم فوزي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، الاردن، 2012.
- ي- فياض، عطية،(سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي)، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر،. 1998 .
- ك- مطر، محمد وتيم ، فائز، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر، عمان، الاردن، 2005.
- ل- هندي، منير صالح ، الفكر الحديث في الاستثمار ، الطبعة الثانية، منشأة المعارف بالإسكندرية ، 2004 .
- م- هندي، منير صالح، الاسواق الحاضرة والمستقبلية ، البحرين ، 1994 .

#### المصادر الأجنبية

1. Aabo, Tom & Betty J .Simkins , Interaction Between Real Option and Financial Hedging : Fact or Fiction in Managerial Decision Making , Special , Issue on Real Option, 2003.
2. Acha, Hedging of Foreign Exchange Risk by Corporate in India, Paper Presented, 6th Ed, Finance Conference, 2011.
3. Andani, A.,Lafuente, J.A. & Novels, A." Liquidity And Hedging Effectiveness Under Futures Mispricing International Evidence " December, 2008.
4. Andani. ,Waring, Buce, Financial Hedging, 4th Ed, New Jersey, 2008.
5. Bain, Keith & Howells, peter, Financial Markets an Institutions, Prentice Hall, 2000 .
6. Bell, Geoffery, " Derivatives: Modern Dav. Alchemy: International viewpoint", World Banking and Securities, June 1993.
7. Berger .A and L. Mester, Inside the Black Box: What Explains Differences in the Efficiencies of Financial Institutions?, Journal of Banking and Finance, Vol. 11. (January1997)
8. *Bhalla,V .K ."* Investment Management" *New Delhi, S .Chand & Compa LTD .,1999 .*
9. Brealy, Richard A. , & Myers, Stewart C. , Principles of Corporate Financial, International, 5th Ed, New York, McGraw- Hill, 2000
10. Broll, Udo , Foreign Production and International Hedging Firm, Open Economies Review 4: 425 – 432,1993.
11. Chance, Don M & Brooks Robert, An Introduction to Derivatives and Risk Management, 7th Ed, Thomson/South- Western, Canada, 2008.
12. *Ching, Hsueh Liu "* Foreign Exchange Hedging And Profit Making Strategy Using Leveraged Spot Contracts" *Victoria Gradate school of Baseness Faculty of Basins and law,2007 .*
13. Choices B. W. Brorsen, K. B. Anderson, & R. M. Small, Price Risk Management Alternatives for Farmers The Absence of Forward Contracts With Grain Merchants,23 (2), : 22 – 25, 2003.
14. Cohen, Edi, Capital Market New Buoyancy For the Floater , The Banker , Vol. 137 , Ni. 736 , June , 1987 . Cost of Equity Capital, Journal of Derivatives, August 2 ,2011.

15. Das, S, "Swaps/ Financial Derivatives: Products, Pricing, Applications And Risk Management", 3rd end, John Wiley & Sons (Asia), Singapore ,2004.
16. Eales, Brian A., Financial Risk Management, McGraw – Hill Book Company, 1995.
17. EmanuelDermanWhatIsFinancialEngineering?,(www.fenews.com/wh at-is-fe/what-is-fe.htm) (2005)
18. Fischer, E., Donald & Jordan, J. Ronald , Security analysis & Portfolio Management, Prentice Hall, N. Y, 1996.
19. Francis J.C., "Investment Analysis & Management, 5 ed. Mc Graw – Hill, Inc., 1991.
20. Gary, S. H. ,P. Garcia, D. L. Good & E. L. Kunda, Spreads and Non – Convergence in Chicago Board of Trade Corn, Soybean, and Wheat Futures: Are Index Funds to Blame ?, Applied Economic Perspectives and Policy 33(1) : 116 – 142 , 2011.
21. Harris, L ." Trading & Exchange: Market Microstructure For Practioner" Oxford University press,2003 .
22. Haven and D. Obrien , Hedging With Option, The Texas A and M University System,2010 .
23. Hiren ,Maniar, Hedging of Foreign Exchange Risk by Corporate in India, <http://www.pfn.org>, 2010.
24. Howells, Peter & Bain ,Keith, Financial Markets and Institution, 3rd, Prentice – Hall ,U. K. ,2000.
25. Hull ,John C., Option ,Futures and Other Derivatives, 7<sup>th</sup> Ed,Prentice – Hall of India, New Delhi,2007.
26. Hull ,John C., Forward And Futures Contracts" Financial Instruments, Spring,2008 .
27. Johns, Charles P." Investment “, John Wiley & Sons, Inc , 1999.
28. Jones, Charles "Investment :Analysis And Mangemen"7th Ed .,New York ,John Wiley& Sons ,Inc .,2000 .
29. Morris, Charles S. and Merfeld, Thomas, J." New Methods for Saving & Loans to Hedge Interest Rate Risk “ , Economic Review , Vol.73 , No.3, March 1988, pp 3-5 .
30. Murshall, G., Accounting Treatment of Hedging Transactions, Racunvodstvo, verija ,Vol .5 /No.1 ,61-75 ,2002 .

31. Nse "Certification IN Financial Markets" Derivatives Market(DEALERS)Module),2011 .
32. Popov, Viktor & Stutsman, Yann, "How If Foreign Exchange Risk Management An Empirical Study Applied to Two Swiss Companies, 2003.
33. Saunders, Anthony & Cornett, Marcia Millon, Financial Markets and Institutions: A Modern Perspective, 12th Ed, Irwin/McGraw – Hill, New York,2004.
34. Sharp, William “ Manual Funds Performance “ Journal of U.S.A , Business, January , 1966.

#### مواقع الانترنت

1. (www.kantakgi.com,2012,P:2