



JOURNAL OF ADMINISTRATION AND ECONOMICS
COLLEGE OF ADMINISTRATION AND ECONOMICS
UNIVERSITY OF KARBALA



أثر تطبيق استراتيجيات العقود المستقبلية للتحوّط من مخاطرة تقلبات أسعار الأسهم

دراسة تطبيقية لعينة من شركات قطاع الخدمات في سوق العراق للأوراق المالية (*)

**The effect of applying future contract strategies to hedge the risk of
stock price fluctuations Applied study of a sample of service sector
companies in the Iraqi Stock Exchange**

الباحث/ فارس تايه علوان

Faris Tayeh Alwan

faris.algiboury@gmail.com

كلية الصفوة الجامعة

م.د. مروة عبد الستار جبار

Marwa abdel sattar Jabbar

marwa.alsadi@alsafwa.edu.iq

كلية الصفوة الجامعة

المستخلص

تعد المشتقات المالية ومن ضمنها عقود المستقبلية من الأدوات ذات الأثر الكبير في تخفيض مستوى المخاطرة للتعاملات سواء كان في الموجودات الحقيقية او المالية خاصة في بيئة تمتاز بانها عالية الديناميكية مثل البيئة العراقية فالتغيرات السياسية والامنية والضوابط التشريعية لسوق العراق للأوراق المالية عوامل تجعله معرض لمستويات عالية من مخاطرة تقلبات الاسعار ومن ثمّ خسائر كبيرة بالنسبة للشركات المدرجة في السوق والمستثمرين فالتعامل بالعقود المستقبلية تساعد على التحوط وتجنب الخسارة والمضاربة من قبل العاملين في السوق ولكون سوق العراق للأوراق المالية لا يتعامل بأدوات الهندسة المالية بشكل عام والمستقبلية بشكل خاص خصص هذا البحث ليحاكي وبطريقة افتراضية العوائد المتحققة من استخدام المستقبلية وتأثيرها في التحوط من مخاطرة تقلبات الاسعار حيث يسعى إلى بيان أثر تطبيق استراتيجية التحوط بالعقود المستقبلية بنوعها الطويل والقصير - في بيئة قطاع الخدمات خاصة وباقي الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عموماً- في التحوط من مخاطرة تقلبات الاسعار وذلك من خلال بيان قدرة استراتيجيات التحوط باستخدام العقود المستقبلية على تجنب او التقليل من الخسائر الناتجة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية في السوق. وبالتالي حث السوق والشركات المدرجة فيه على ضرورة التفكير الجدي في اعتمادها لتلافي الخسائر التي تضر بالمستثمر والاقتصاد الوطني وتوصل البحث الى مجموعة من الاستنتاجات اهمها إنّ الشركتين عيّنة البحث، وكذلك باقي الشركات الخدمية التي تمثّل مجتمع البحث، يمكنها تعويض الخسائر التي يتعرض لها المركز النقدي في

المستقبل بالأرباح المتحققة من المركز المستقبلي إذا اعتمدت استراتيجية التحوط القصير في حالة انخفاض الأسعار الآجلة عن الأسعار الحاضرة.

الكلمات المفتاحية :- عقود المستقبلية , التحوط, تقلبات الاسعار , الاسهم , المضاربة , بيوت التصفية.

Abstract

Financial derivatives, including futures contracts, are among the tools that have a significant impact in reducing the level of risk for transactions, whether in real or financial assets, especially in a highly dynamic environment such as the Iraqi environment. The political and security changes and legislative controls of the Iraqi Stock Exchange are factors that make it exposed to high levels of risk Price fluctuations and consequently great losses for the companies listed in the market and investors. Dealing with future contracts helps to hedge and avoid loss and speculation by market workers, and because the Iraqi Stock Exchange does not deal with financial engineering tools in general and futures in particular, this research is devoted to simulating and hypothetically the returns achieved from using The futures and their role in hedging against the risk of price fluctuations, as it seeks to show the impact of the application of the strategy of hedging future contracts, both long and short – in the environment of the service sector in particular and the rest of the companies listed in the Iraqi Stock Exchange in general – in hedging against the risk of price fluctuations, by demonstrating the ability of hedging strategies using futures contracts In order to avoid or reduce losses resulting from fluctuations in the prices of securities in the market. Consequently, the market and the companies listed therein urged the need to think seriously about adopting it to avoid losses that harm the investor and the national economy. Profits from the future position if the short hedging strategy is adopted in case the forward prices are lower than the current prices.

Keywords:- futures contracts, hedging, price fluctuations, shares, speculation, liquidation houses.

المقدمة

لا زالت تتعرض الشركات العراقية بمختلف انواعها الى تحديات خطيرة وحقيقية ، بفعل عوامل البيئة الوطنية بمختلف انواعها وخاصة الامنية منها والسياسية والإدارية والقانونية التي كان لها الاثر الاكبر في هذه التحديات. فضلاً عن تأثيرات البيئة الدولية وخاصة فيما يتعلق بالعامل التكنولوجي الذي وضع كبريات الشركات العالمية أمام تحديات حقيقية مثلت تهديداً كبيراً بالرغم من أنها تمثل أيضاً فرصة يجب استغلالها، وإذا كان الأمر على هذا النحو من المخاطرة لشركات عالمية لها باع طويل فماذا عن الشركات العراقية التي كانت وما زالت تعمل بصيغ تقليدية اعتماداً على قوانين وتشريعات لا تتماشى مع التطورات التي تشهدها الأسواق العالمية في العصر الحالي ومن ثم أصبحت الشركات العراقية بأمر الحاجة لتطوير أدواتها للتحوط من المخاطر المتنوعة ، وخاصة المخاطرة السوقية (مخاطرة الاسعار) وتأتي ادوات المشتقات المالية ومنها العقود المستقبلية في صدارتها، بوصفها أداةً للتحوط لما توفره هذه الأدوات من حماية للمستثمرين في الأوراق المالية من مخاطرة تقلبات الأسعار غير المتوقعة ، على اعتبار ان الاوراق المالية هي الاشد تعرضاً للمخاطرة عامة ، و مخاطرة تقلبات الاسعار خاصة . وتعد الاسهم العادية هي اكثر انواع الاوراق المالية تأثراً، لذلك جاء هذا البحث لتوضيح الكيفية التي بموجبها يتم توظيف استراتيجيات تحوط مناسبة باستخدام العقود المستقبلية على عينة من شركات القطاع الخدمي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، للحد من المخاطرة التي تواجهها نتيجة تقلبات أسعار الأسهم باستخدام استراتيجيتي التحوط الطويل والقصير .

المبحث الاول :- منهجية البحث

أولاً: مشكلة البحث

تتمثل مشكلة البحث في زيادة المخاطرة السوقية التي يتعرض لها المستثمرون في أسهم الشركات العراقية التي تعمل في سوق العراق للأوراق المالية نتيجة التغيرات السياسية والاقتصادية والتشريعية (وضع البلد بصورة عامة) باحتساب أن أسعار الأسهم هي من أكثر الأدوات تأثراً بهذه التقلبات. وتقلبات الأسعار هذه قد تؤدي إلى تعرض المستثمرين أفراداً ومؤسسات إلى خسائر كبيرة ، يمكن تفاديها أو التخلص منها بالدخول في استراتيجيات التحوط المناسبة باستخدام أداة من الأدوات المالية المهمة، وهي العقود المستقبلية.

ثانياً: أهمية البحث

يكتسب هذا البحث أهميته من عدة جوانب أهمها:

- 1- أهمية موضوعه وهو (التحوط)، فلولا التحوط لما تمكنت الشركات من مواجهة التهديدات البيئية ومن هذا المنطلق حظيت العقود المستقبلية (التي تُعدُّ أداة من أدوات المشتقات المالية) باهتمام واسع من الأكاديميين والباحثين والمستثمرين ، فلا بد للمستثمرين أفراداً وشركات من التحوط لمخاطرة التقلبات في الأسعار عامة و الأوراق المالية خاصة .
- 2- كما ان هذا البحث يكتسب اهميته من الالهية البالغة لمخرجات التحوط وما لهذا التحوط في تطوير الاقتصاد الوطني وتحقيق التنمية.
- 3- أهمية هذا البحث في كونه يطبق على سوق مالي حديث ، أعيد فتحه في عام 2004 ويتسم بتقلب الأسعار وهذا يعني أن الشركات المدرجة فيه تواجه مخاطرة كبيرة.

4- أهمية الجانب النظري وما يوفره من معلومات تفيد القارئ ، سواء كان باحثاً أم مستثمراً من ناحية ، ومن ناحية أخرى يكون فهماً أوسع وأكثر عمقاً في كيفية استخدام الاستراتيجيات المناسبة للتحوط باستخدام العقود المستقبلية لغرض تقليل أو التخلص من مخاطر تقلبات الأسعار وحماية محفظة الأوراق المالية بطريقة افضل.

ثالثاً: أهداف البحث

يسعى البحث إلى بيان مدى أثر تطبيق استراتيجية التحوط بالعقود المستقبلية بنوعيهما الطويل والقصير - في بيئة قطاع الخدمات خصوصاً وباقي الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عموماً- في التحوط من مخاطر تقلبات الاسعار وذلك ببيان قدرة استراتيجيات التحوط باستخدام العقود المستقبلية على تجنب او التقليل من الخسائر الناتجة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية في السوق. ومن ثمّ حث السوق والشركات المدرجة فيه على ضرورة التفكير الجدي في اعتمادها لتلافي الخسائر التي تضر بالمستثمر والاقتصاد الوطني.

رابعاً فرضيات البحث

بناء على ما تقدم من مشكلة و أهداف، تضع الباحثة الفرضيات الآتية :-

- 1- إن تطبيق استراتيجية التحوط الطويل في حالة ارتفاع الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي إلى تحقيق ربح في المركز المستقبلي يعوض الخسارة الناتجة من المركز النقدي في المستقبل.
- 2- إن تطبيق استراتيجية التحوط الطويل في حالة انخفاض الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي إلى تحقيق ربح في المركز النقدي يعوض الخسارة الناتجة من المركز المستقبلي.
- 3- إن تطبيق استراتيجيات التحوط القصير في حالة انخفاض الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي إلى تحقيق ربح في المركز المستقبلي يعوض الخسارة الناتجة من المركز النقدي في المستقبل.
- 4- إن تطبيق استراتيجيات التحوط القصير في حالة ارتفاع الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي إلى تحقيق ربح في المركز النقدي يعوض او الخسارة الناتجة من المركز المستقبلي.

خامساً مجتمع وعينة البحث

1- مجتمع البحث

إنّ مجتمع البحث الذي اختير يمثل شركات قطاع الخدمات بوصفها شركات مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وهي (6) شركات تعمل ضمن قطاع الخدمات العراقي و اختير هذا القطاع بعده القطاع الاكثر خسارة بين قطاعات السوق في العام 2019 ومن ثمّ فقد تعرض للمخاطرة الاكبر بين باقي القطاعات حيث كانت أسهم جميع شركاته خاسرة في ذلك العام كما هو موضح في الجدول (1)

جدول (1)

شركات قطاع الخدمات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي تمثل مجتمع البحث

ت	اسم الشركة	التغير %	تاريخ الإدراج في السوق	راس المال في 31 / 12 / 2019
1	المعمورة العقارية	-40.05	15/6/2004	19,200,000,000
2	العاب الكرخ	-7.00	25/7/2004	1,000,000,000
3	النخبة للمقاولات العامة	-40.58	18/9/2004	2,065,000,000
4	العراقية للنقل البري	-15.25	4/9/2004	14,000,000,000
5	بغداد العراق للنقل العام	-14.33	8/7/2004	1,000,000,000
6	البادية للنقل العام	-20.65	20/12/2004	2,200,000,000

2- عينة البحث

اعتمد البحث على عينة تتكون من شركتين بوصفهما مؤسسات تعمل في القطاع الخدمي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية من مجتمع يتكون من (6) شركات، وقد جرى اختيارهما باحتساب انهما الأكثر خسارة في هذا القطاع كما هو موضح في الجدول (1) بل وفي السوق بأكمله في العام (2019) حيث تجاوزت نسبة خسائرها نسبة 40 % بالقياس الى العام 2018 وهذا يعني انهما الأكثر تعرضاً لمخاطرة تقلبات الاسعار ومن ثم فهما الأكثر حاجة لتطبيق استراتيجيات التحوط وهذا يعني أن العينة قصدية والشركتان عينة البحث هما:

1- شركة المعمورة العقارية (مساهمة خاصة)

2- شركة النخبة للمقاولات العامة (مساهمة خاصة)

سادسا الحدود الزمانية والمكانية للبحث

إنَّ الحدود الزمانية لهذا البحث تمتد من شهر كانون الثاني عام 2019 إلى شهر كانون الأول عام 2019 وفقاً إلى (12) مشاهدة شهرية لكل شركة أي ما مجموعه (24) مشاهدة شهرية لمجموع الشركتين وقد اختير هذا العام لأنه أحدث عام توفرت حوله البيانات والمعلومات اللازمة للقيام بهذا البحث .

سابعا الأساليب الكمية المستخدمة في التحليل

استخدم البحث اسلوباً كمياً مالياً لحساب الأرباح والخسائر عند تطبيق استراتيجيات التحوط الطويل والقصير وتحديدًا معادلة الأساسين الموجب والسالب وعلى النحو الآتي:

$$(التحوط القصير) = (ST - S_0) + (F_0 - FT)$$

$$(الأساس السالب) = bT - b_0 = (ST - FT) - (S_0 - F_0)$$

$$(التحوط الطويل) = (S_0 - S_T) + (F_T - F_0)$$

$$(الأساس الموجب) = b_0 - b_T = (S_0 - F_0) - (S_T - F_T)$$

حيث إن :-

- ST:السعر الحاضر في تاريخ التنفيذ .
- S0:السعر الحاضر في الوقت صفر .
- FT:السعر المستقبلي أو الآجل في تاريخ التنفيذ .
- F0:السعر الآجل أو المستقبلي في الوقت صفر .
- bT:الأساس في تاريخ التنفيذ .
- b 0:الأساس في الوقت صفر .

المبحث الثاني :- الجانب النظري للبحث

العقود المستقبلية (المستقبليات)

العقود المستقبلية موجودة من فترة طويلة ، وقد ابتدأت على أساس السلع الحقيقية والسلع الزراعية ، وأول من استخدم العقود المستقبلية هم المزارعون ، حيث كانوا يبيعون محاصيلهم قبل نضوجها الى المصانع والمعامل وبعدها تطورت هذه العقود لتشمل مواد طبيعية كالذهب والفضة والنحاس ، ثم الى المواد التي لها بورصات عالمية كالبن والقطن والبتترول. (Kolb,1997:15) بدأ التعامل بهذه العقود في عام 1972 من قبل السوق النقدي العالمي وهو فرع من بورصة شيكاغو ، التي كانت الرائدة لتطوير العقود المستقبلية للسلع الزراعية وتطبيقها على الأدوات المالية وتوسع التعامل بالعقود المستقبلية في الثمانينات والتسعينيات ، حيث تم إنشاء أسواق مالية في أوروبا والشرق والاقصى تتعامل بهذه الأدوات ، وأهم هذه الأسواق هي بورصة لندن العالمية للعقود والخيارات المستقبلية، والتي بدأت التعامل عام 1982. (Gitman&Joehnk, 2008:663). عرفت العقود المستقبلية على انها "التزام تعاقدى نمطي أما لبيع أو شراء موجود معين ، بسعر محدد ، بتاريخ معين في المستقبل . (Howells&Bain,2007:266) وعرفت ايضاً بأنها " اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد فالعقد المستقبلي "هو عقد بين المشتري والبائع ، يلتزم بموجبه البائع بتسليم كمية من السلع ، بسعر معين في وقت محدد ، ويلتزم المشتري بالاستلام بنفس الشروط . (Mayo, 2011:679) كما عُرف على " أنه التزام قانوني متبادل بين طرفين ، يفرض على احدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) ، وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة ، في مكان محدد وزمان محدد ، وبموجب سعر محدد (تيم ومطر، 2005: 270) . إن العقود المستقبلية أو المستقبليات هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (قد تكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد سابقاً على أن يجري التسليم والتسلم في تاريخ لاحق في المستقبل .

بيت التسوية أو المقاصة

تعد دار التسوية الجزء الأساس في تنظيم الاسواق المستقبلية ، إذ أنها تؤدي دوراً مهما في صفقة عكسية وهي مؤسسة مستقلة او مؤسسة حكومية او شركة مساهمة . وقد تكون مؤسسات ثانوية تابعة للسوق وتتوسط بين المشتري والبائع في كل العقود المستقبلية ، فبعد ان يتفق الطرفان على عقد الصفقة يدخل دار التسوية في عملية الشراء والبيع ، ويصبح المشتري لبائع العقد والبائع لمشتري العقد ، ويكون مستعداً للوفاء بالتزامات العقد إذا نكل أحد الطرفين (Kolb, 1997:8) وهناك طريقتان تُجنب بيت التسوية التعرض لمخاطرة عدم الوفاء ، هما: نظام الهامش الأولي والتسوية اليومية بحسب السوق، وفي ظل حدود التقلبات السعرية اليومية التي لا تزيد عن مقدار الهامش. وقد يكون بيت التسوية قسم من

الأقسام التنظيمية لسوق العقود المستقبلية كما هي الحال في هيئة تجارة شيكاغو كما ان شرط هامش صيانة يومي على المشتري والبائع للمحافظة على مستوى الهامش الأولي. (Chance & Brooks, 2008:266). يقصد بالهامش في العقود المستقبلية المبلغ الذي يجب على المستثمر في العقود المستقبلية إيداعه في حساب بنكي ، ولا يجوز له التصرف فيه إلا بعد انتهاء سريان مفعول العقد ، وتقوم دار التسوية عادة بتحديد قيمة الهامش والذي يتراوح عادةً بين 5 الى 10 % من قيمة العقد . والغرض الأساسي للهامش هو تحقيق مبدأ الإلزام في العقود المستقبلية ، حيث إن إيداع المبلغ يعبر عن حسن نية المستثمر ورغبته الجادة بالالتزام بشروط العقد. ويوجد عادة نوعان من الهامش: (Arnold,2012:415- 416)

1- الهامش المبدئي:- وهو مبلغ منخفض نسبياً بالقياس الى حجم العقد حيث يتراوح بين 5 الى 10 %.
2- هامش الوقاية:- وهو الحد الأدنى لما يمكن أن يصل اليه رصيد الهامش ، فاذا انخفض رصيد الهامش المبدئي عن هذا الحد فإنه وجب إيداع مبلغ إضافي بما يكفي لإعادة الرصيد الى المبلغ المطلوب حسب الهامش المبدئي.

العلاقة بين الأسعار المستقبلية والأسعار المتوقعة في السوق الانبي

في ظل حالة التأكد لا يكون هناك سبب للتعامل في سوق العقود المستقبلية؛ ذلك بأن الأسعار المستقبلية لا بد من أن تساوي السعر السائد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم المنصوص عليه في العقد، أما في عالم الواقع الذي تحلّ فيه حالة عدم التأكد، فإن هناك عدة تصورات للعلاقة بين السعيرين. أي العلاقة التي تربط أسعار العقود المستقبلية مع الأسعار الحاضرة المتوقعة و هناك ثلاث نظريات لتفسير العلاقة بين الأسعار المستقبلية والأسعار المتوقعة الحاضرة وهي :-

1 - نظرية التوقع المستقبلي :-

تفترض هذه النظرية أن الاسعار المستقبلية هي تقديرات غير منحازة للأسعار الحاضرة المتوقعة في المستقبل، وفي ضوء ذلك فان السعر المستقبلي يعادل السعر الحاضر المتوقع في المستقبل والمعادلة الآتية توضح ذلك:- (Alexander) 656-655,et-al.,2001

$$E(ST) = F0, T$$

حيث إن:-

F0,T : سعر العقد المستقبلي (أو الأجل).

E(ST): تمثل السعر الحاضر المتوقع في الوقت (T) وقت التنفيذ.

ومما تجدر الإشارة إليه أنّ هذه النظرية تفترض حالة التأكد ، وهكذا تتجاهل نظرية التوقعات وجود المخاطرة التي قد تجعل السعر المتوقع في السوق الحاضر يختلف عن سعر العقد المستقبلي. وإذا كانت نظرية التوقعات صحيحة لن تكون هناك فرصة أمام المضاربيين وسوف ينحسر نشاطهم، إذ لن تتاح لهم فرصة لتحقيق الربح طالما أنّ الفرق بين السعر المستقبلي والسعر الحاضر المتوقع يساوي صفرًا دائماً

إنّ الحجة الأساسية التي تستند اليها فرضية التوقعات هي أن المضاربيين لا يبالون بالمخاطرة ، وهم مستعدون بالتلاؤم مع المتحوظين من دون أية تعويضات بشكل علاوة مخاطرة. وهذا ناتج عن أنّ مخاطرة السوق المرتبطة بمركز معين في المستقبلات صغيرة جداً، ومن ثم فالمضاربون المالكون راغبون في تحمّل بعض المخاطرة نيابة عن المتحوظين على شكل علاوة مخاطرة. وهذا يعني أنّ السوق فيه شيء من التأكد. (Brown & Reilly, 2009:781)

2-نظرية التراجع الطبيعي

انتقدت هذه النظرية نظرية التوقع المستقبلي فإذا كان سعر المستقبلات هو توقع المستثمرين لما سيكون عليه السعر النقدي عند موعد التسليم، إذن فلم يكن الشخص مهتماً بالمضاربة؟ ويبدو أن بإمكان المتحوط التخلص من مخاطرة تقلبات الأسعار (المخاطرة السوقية) من دون تكلفة ، وأن المضارب يوافق على تحمل المخاطرة نيابة عن المتحوط من دون مقابل. هذا يبدو غير عملي في الواقع، تفترض هذه النظرية بان اسواق المستقبلات والاسواق الحاضرة يهيمن عليها المتحوطون الذين يحتفظون بمراكز طويلة ، ويرغب هؤلاء في الحماية المتوفرة ببيع عقود المستقبلات باتخاذ مراكز قصيرة ، فتفترض ان السعر المستقبلي هو تقدير متحيز للأسفل للسعر الحاضر المتوقع في تاريخ التنفيذ والمعادلة الآتية توضح ذلك :

(Jones, 2010:524)

$$F_{0,T} < E(ST)$$

والفرق بين السعريين يعادل العلاوة التي ينبغي أن يحصل عليها المضارب، والتي تُعد ثمناً للتحوط التي يقدمها المستثمرون المتحوطون ، وذلك على النحو الموضوع في المعادلة الآتية :-

(Chance , 1998:305)

$$E(ST) = F_{0,T} + P$$

حيث أن

E(ST): السعر الحاضر المتوقع عند تسليم العقد.

F_{0,T}: السعر المستقبلي.

P: علاوة المخاطرة التي يحصل عليها المضارب .

3-نظرية التقدم الطبيعي

تفترض هذه النظرية أن الاسعار المستقبلية يجب ان تكون أعلى من الأسعار الحاضرة المتوقعة بمقدار علاوة المخاطرة.(Chance & Brooks, 2010:312) وعادةً ما يكون المستثمرون المتحوطون الذين يأخذون مركزاً طويلاً أكثر من عدد المستثمرين المضاربيين الذين يأخذون مركزاً قصيراً ، بما يعكس زيادة الطلب على العرض. ولسد الفجوة وإعادة التوازن يصبح من الضروري دخول المضاربيين أطرافاً بائعة للعقود وحتى يمكن إقناع المضاربيين لأخذ مراكز قصيرة حتى نشجعهم على التعامل في مساعدة المستثمرين المتحوظين على تحوط مراكزهم و لابد من أن تنتهي لهم الفرصة لتحقيق أرباح ، أي أن المتحوظين يضعون فرصاً لإجراء وجذب المضاربيين باتخاذ مراكز قصيرة في العقود المستقبلية. والمعادلة الآتية توضح ذلك:- (Mitra , 2012:90).

$$F_{0,T} > E(ST)$$

وهذا ما يعوّضهم عن مخاطرة المركز القصير ، الذي يمثل الفرق مقدار علاوة المخاطرة التي يحصل عليها المضارب، ويجري توضيحها بالمعادلة الآتية:

$$F_{0,T} = E(ST) + P$$

التحوط واستراتيجياته

التحوط من وجهة نظر العلوم المالية المعاصرة هو اتخاذ مركزين متعاكسين في وقت واحد، بحيث أن الخسائر المتحققة لأحد المراكز ينبغي أن تساوي أرباح المركز الآخر، أي اتخاذ مركز طويل وآخر قصير على الموجود نفسه وبالعكس (Hull,2009:59) وعُرف أيضاً بأنه الصفقات التي يبرمها المستثمر بتواريخ تنفيذ مستقبلية، للحد من الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها، بسبب التغيرات العكسية لأسعار (السلعة أو الأوراق المالية) محل التعاقد. فإذا كان التحوط يحقق الحماية للمستثمر، فإنه ينطوي على تكاليف تتمثل في الفرق بين التدفقات النقدية للعقد في ظل التحوط، وبين التدفقات النقدية للعقد في غياب التحوط وبهذا يحاول المتحوط أن يزيل مخاطرة السعر بتثبيت سعر التبادل كي يجري التبادل بتاريخ لاحق، وبمعنى آخر فإن المخاطرة التي ينبغي تجنبها هي المخاطرة نظامية أو مخاطرة السوق، وبما إن السعر متغير خلال مدة العقد، فإن المتحوط سوف يحقق الربح أو الخسارة وتبعاً لتحركات الاسعار، فإذا كانت تلك التحركات بالاتجاه المتوقع والمرغوب فيه، فإن المتحوط سوف يحقق الربح، أما إذا كان بالاتجاه المغاير على مركز المتحوط فإنه سوف يحقق الخسارة (Gemmill, 1993:227).

أنواع التحوط

هناك نوعين رئيسيين للتحوط هما :- (Mayo,2011:683)

1- **التحوط الكامل (التام) :-** يقصد بالتحوط الكامل بمفهومه العام اتخاذ مركزين مختلفين على الموجود نفسه لسلعة او اداة مالية وبالسعر نفسه ومن ثم فان الارباح أو الخسائر المتحققة لأحد المراكز تساوي الخسائر المتحققة للمركز الاخر.

2- **التحوط غير الكامل :-** أما التحوط غير الكامل بمفهومه العام فهو اتخاذ مركزين مختلفين للموجود نفسه وبأسعار مختلفة، أي أن سعر البيع لا يساوي سعر الشراء، وبهذا فان (الارباح / الخسائر) المتحققة لاحد المراكز قد تكون أعلى أو أدنى من الارباح أو الخسائر المتحققة في المركز الآخر.

استراتيجيات التحوط

يلجأ المستثمر عادة إلى إتباع استراتيجيات معينة بهدف تحويط نفسه من مخاطرة تقلبات أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو تلك التي سيمتلکها في وقت لاحق، فقد يتوقع المستثمر انخفاض أو ارتفاع أسعار الأوراق المالية بعد ستة أشهر مثلاً، وبالوقت نفسه يتوقع في تلك المدة أن يحتاج إلى سيولة لمقابلة احتياجاته، وحتى يتجنب المستثمر هذه المخاطرة (الخسائر) ببيع أو شراء الأوراق المالية، فإنه يعمل على التحوط من تلك الخسائر بالدخول في العقود المستقبلية للحد من تلك الخسائر وهناك استراتيجيتين للتحوط هما :-

أ- **استراتيجية التحوط القصير :-** وهي الاستراتيجية التي يلجأ اليها المستثمر إذا ما توقع انخفاض في أسعار السوق النقدي ويرغب بالحماية ضد مخاطرة هذه الانخفاض وتعني هذه الاستراتيجية الدخول في مركز قصير (بيع) في

سوق المستقبلية ، والذي يكون معاكساً للمركز الطويل في السوق النقدي (شراء) (Chance&Brooks,2008:259).

ب- استراتيجية التحوط الطويل :- وتعني اتخاذ مركز طويل في سوق العقود المستقبلية (شراء) ، والذي يكون معاكساً للمركز في السوق الحاضر (بيع) ويستخدم هذا النوع من التحوط عندما يخشى المستثمر ارتفاع الأسعار للموجود الذي ينوي شراؤه في المستقبل ومن ثم يقوم بشراء عقد من سوق المستقبلية (اتخاذ مركز طويل) فاذا ارتفع سعر الموجود فان سعر المستقبلية يرتفع أيضاً ، مما ينتج عنه ربح من مركزه المستقبلي وهذا الربح سيعوض على الاقل جزءاً من الكلفة المرتفعة لشراء الموجود . (Charles& Jordan, 2000:468).

التحوط بالعقود المستقبلية

هناك اصول مالية يمكن تغطية مخاطرتها بالكامل بواسطة العقود المستقبلية وهناك أصول أخرى ليس من السهل تغطيتها بالكامل مثل ادونات الخزينة قصيرة الأجل والأوراق المالية متوسطة الأجل والسندات طويلة الأجل. لكي يصبح التحوط كاملاً فان قيمة العقود المستقبلية يجب أن تتغير بنسبة 1:1 ولكن باتجاه معاكس مع قيمة المركز الذي يجري التحوط لأجله ولتوضيح ذلك:- (Chance , 1998:371).

s السعر الانبي للموجود الاساسي

f السعر المستقبلي للموجود الاساسي

b فرق الاساس

b=s-t المعادلة

b = صفر (اي بدون تغير) وإذا كان

s=f فان

يدعى الفرق بين بين السعر الانبي والسعر المستقبلي الفرق الأساسي Basis ولهذا فان الفرق الاساسي $b=s-t$. ويصبح الفرق الأساسي ثابتاً إذا تحركت الأسعار الانبية والمستقبلية بنفس النسبة ، ولكن عادة لا تتحرك الأسعار بنفس النسبة مما يسبب وجود مخاطرة أساسية Basis Risks بسبب تحرك الأسعار بنسب مختلفة . بسبب وجود فرق أساسي ، فهذا يدل على أن عمليات التحوط ليست آمنة بشكل كافي. والتحوط يتعلّق بمخاطرة الأساس للمستقبلية المالية في وقت ما (t). وبحسب المعادلة الآتية:-

$$bt = St - Ft$$

إذ إن:

bt = الأساس في الوقت t.

S_t = السعر الحاضر في الوقت t .

F_t = السعر المستقبلي في الوقت t .

وإنَّ الأساس للعقود الآجلة والمستقبلية ينخفض وتصل قيمته إلى الصفر عند تاريخ التنفيذ، إذ يتعادل السعر الحاضر مع السعر المستقبلي على وفق المعادلة الآتية:- (Bodie et. al, 2004: 579)

$$0 = S_t - F_t$$

يتبين من المعادلة أنَّ الأساس يساوي صفرًا عند تاريخ استحقاق العقد المستقبلي ، أمَّا الأساس قبل تاريخ مدة انتهاء العقد فيكون هناك فرق بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي ، ومن ثمَّ تظهر مخاطرة الأساس التي يتحملها المتحوِّط، وذلك لأنَّ السعيرين لا يتحركان بالمقدار نفسه وبشكلٍ كاملٍ خلال عمر العقد. وبذلك فإنَّ المكاسب من الموجود الأساسي (المركز النقدي) لا تساوي الخسائر من العقد المستقبلي للموجود، وفي هذه الحالة يحاول بعض المضاربيين تحقيق الأرباح من تحركات الأسعار ، فهم يحاولون المراهنه على اتجاهات أسعار العقود المستقبلية أو الأسعار الحاضرة وعلى الفرق بينهما، فلو كان للمضارب مركز قصير في عقد المستقبليات والذي يقابل المركز الطويل (النقدي) السعر الحاضر، يحقق المضارب الأرباح حتَّى وإن كانت المخاطرة الأساسية ضئيِّلة أو قليلة.

الربح والخسارة من التحوط

في العقود المستقبلية تتحقق الأرباح أو الخسائر يوميًا. وإذا ما رغب المستثمر في الحصول مثلاً على تلك الأرباح، فيمكنه إغلاق مركزه بصفقة عكسية وبحصوله على الأرباح مبكرًا إنَّ الاحتفاظ بمركز قصير أو طويل في السوق الحاضر، وبمركز طويل أو قصير في أسواق العقود المستقبلية. فبالنسبة إلى المركز الطويل في السوق الحاضر ومركز قصير في السوق المستقبلي أو الآجل، فإنَّ الأرباح التي تتحقق من التحوط القصير في السوق المستقبلي هي:- (Levy & post, 2005:683).

$$\pi = (S_t - S_0) + (F_0 - F_t)$$

أمَّا بالنسبة للمركز القصير في السوق الحاضر ومركز طويل في الأسواق المستقبلية، فإنَّ الإشارة تتغير لكل حد من حدود المعادلة آنفة الذكر كالآتي:-

$$\pi = (S_0 - S_t) + (F_t - F_0)$$

إذ أنَّ:

S_0 = السعر الحاضر اليوم (الوقت صفر).

F_0 = السعر المستقبلي اليوم (الوقت صفر).

S_t = السعر الحاضر في الوقت t .

$F_t =$ السعر المستقبلي في الوقت t .

$\pi =$ الربح من استراتيجيات التحوط القصير أو الطويل.

هذا يعني أنّ الربح الذي يتحقق أو الخسارة التي تحدث في مركز التحوط، سواء أكان قصيراً أم طويلاً يعتمدان على الربح أو الخسارة المتحققة للمركز النقدي، وما يقابله من الربح أو الخسارة المتحققة للمركز المستقبلي .

المبحث الثالث :- الجانب العملي للبحث

تحليل أثر التحوط باستخدام العقود المستقبلية

سيجري تحليل ما سوف تكون عليه الحال في المستقبل بالنسبة لأسعار أسهم الشركتين عينة البحث وذلك في إطار عملية محاكاة للواقع الفعلي إذ جرى بيان سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية الفعلية لأسهم الشركتين مع بيان العائدات المتوقعة لأسهمهما، ومن أجل محاكاة الواقع صُممت الجداول التي تبيّن سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية ، وكذلك الجداول التي تبيّن تحليل أثر التحوط القصير والطويل باستخدام العقود المستقبلية في العائدات على وفق أسعار عام (2019) التي تعبر عما هو سائد في واقع الحال في تلك المدة من أسعار الأسهم، وقد اعتمدت مدة ثلاثة أشهر مدة العقد الواحد، أي أن تكون أربع مدد لكل شركة، لأنّ أشهر تداول العقود المستقبلية منمّطة في الأسواق العالمية التي تتعامل في مثل هكذا عقود وهي أشهر (آذار، حزيران، أيلول، كانون الأول) من كل عام وبهذا قسمت الجداول كل ثلاثة أشهر إذ تعبر هذه الأرقام عن أسعار محسوبة بالدينار العراقي. ولإجراء البحث عدّ السعر الحاضر قبل تاريخ التنفيذ هو السعر المستقبلي للشركتين عينة البحث ومما تجدر الإشارة إليه أنّ أغلب الأدبيات المالية تشير إلى ما هو معمول به في واقع الحال في البورصات العالمية وهو أن العقود المستقبلية نادراً ما تسلم وقت التنفيذ حيث إنّ أكثر من 95% من العقود القائمة في أسواق المال العالمية يجري تسويتها بالصفقات العكسية قبل تاريخ التنفيذ، وبهذا فإنّ تحليل أثر التحوط باستخدام العقود المستقبلية يكون على وفق ذلك أي يغلق العقد قبل تاريخ التنفيذ أي قبل الشهر الثالث من كل عقد.

1- تحليل أثر التحوط بالعقود المستقبلية في العائد لأسهم شركة المعمورة العقارية

لإجراء هذا التحليل اعتمد بيانات شركة المعمورة العقارية الفعلية الواردة في الجدول (5) الذي يعرض سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية إذ تكون تحركات الأسعار بالانخفاض تارة والارتفاع تارة أخرى ونتيجة ذلك سوف تحقق الشركة الأرباح والخسائر سواء كان للمركز النقدي أو المركز المستقبلي وإذا ما كانت التحركات لهذه الأسعار على وفق فرضيات البحث فتكون النتائج إيجابية أما إذا كانت خلاف ذلك فمن الطبيعي أن تكون نتائج تحليل أثر التحوط سلبية.

جدول (2)

سلوك الأسعار الحاضرة والأسعار المستقبلية- المعمورة العقارية

العقد	الأشهر	الأسعار الحاضرة	الأسعار المستقبلية
عقد آذار 2019	1	3.650	3.650
	2	3.340	3.340
	3	3.070	
عقد حزيران 2019	4	3.600	3.600
	5	2.100	2.100
	6	2.430	
عقد أيلول 2019	7	2.430	2.430
	8	2.130	2.130
	9	2.120	
عقد كانون الأول 2019	10	2.120	2.120
	11	2.180	2.180
	12	2.320	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد النشرة الإحصائية السنوية لسوق العراق للأوراق المالية

الحالة الأولى استراتيجية التحوط الطويل

إذا كان المستثمر في أسهم شركة المعمورة العقارية بحاجة إلى الأسهم لأي سبب من الأسباب بعد مدة ثلاثة أشهر، فسوف يتخذ استراتيجية تحوط طويل (شراء الأسهم من الآن)، حتى يتخلص من مخاطرة (خسائر) ارتفاع أسعار الأسهم في المستقبل. ويبيّن الجدول (3) تحليل أثر التحوط الطويل بالعقود المستقبلية في العائد المتوقع من الاستثمار بسلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية في شركة المعمورة العقارية، أي بيان الأرباح والخسائر المتحققة من المركز النقدي والمركز المستقبلي، ففي العقود (آذار ، حزيران ، أيلول) (2019) كانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية في تاريخ التنفيذ منخفضة وهذا عكس ما متوقع من المستثمر المتحوط لأن استخدام التحوط الطويل في حالة توقع المستثمر المتحوط بان الأسعار سوف ترتفع في المستقبل لكي يحقق الأرباح من هذه الاستراتيجية وفي هذه الحالة تحقق من استخدام العقود المستقبلية (آذار ، حزيران، أيلول) لعام (2019) خسائر بلغت على التوالي (0.310)، (1.500)، (0.300) دينار للسهم الواحد ، والمستثمر المتحوط في هذه الحالة يمتلك مراكز نقدية تقابل المراكز المستقبلية حقق منها أرباح

بسبب انخفاض أسعار شراء الأسهم في السوق الحاضر ، ومن ثمّ يمكن تعويض هذه الخسائر من أرباح المراكز النقدية . وهذا يحقق الفرضية الثانية التي مفادها (إن تطبيق استراتيجية التحوط الطويل في حالة انخفاض الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي إلى تحقيق ربح في المركز النقدي يعوض الخسارة الناتجة من المركز المستقبلي) أمّا عقد كانون الاول (2019) فقد كانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ مرتفعة عن الاسعار في بداية مدة العقد ، وهذا يعني أن توقعات المستثمر المتحوط بخصوص تحركات الأسعار في المستقبل صحيحة ، وبالنتيجة تحققت أرباح من عقد كانون الاول (2019) بلغت 0.060 دينار للسهم الواحد نتيجة استخدام استراتيجية التحوط الطويل ، ولكن بالمقابل تعرضت أسعار المركز الحاضر المقابل لهذا العقد المستقبلي إلى الانخفاض في اسعار بيع الاسهم ، ومن ثمّ نتجت عنه خسائر للمركز النقدي بنفس المقدار ، والتي يمكن تعويضها من أرباح العقد المستقبلي، وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الاولى التي مفادها (إن تطبيق استراتيجية التحوط الطويل في حالة ارتفاع الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي إلى تحقيق ربح في المركز المستقبلي يعوض الخسارة الناتجة من المركز النقدي في المستقبل).

جدول (3)

نتائج تحليل أثر التحوط الطويل بالعقود المستقبلية في العائد لشركة المعمورة العقارية

التحوط الطويل $(f_t - f_0) + (s_0 - s_t)$ أو من خلال الأساس $(b_0 - b_t) = (S_0 - F_0) - (S_t - F_t)$

العقد	المركز المستقبلي			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر المستقبلي اليوم F_0	السعر المستقبلي شهر التنفيذ F_t	الربح/الخسارة من المركز المستقبلي	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر شهر التنفيذ S_t	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
آذار 2019	3.650	3.340	(0.310)	3.650	3.340	0.310	صفر
حزيران 2019	3.600	2.100	(1.500)	3.600	2.100	1.500	صفر
أيلول 2019	2.430	2.130	(0.300)	2.430	2.130	0.300	صفر
كانون الأول 2019	2.120	2.180	0.060	2.120	2.180	(0.060)	صفر

ووفق هذه الاستراتيجية فإن المستثمر المتحوط قد تخلص تماماً من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم المستقبلية وهذا ما يحقق هدف استخدام العقود المستقبلية الذي تسعى البحث إلى إثباته ولفت الانتباه اليه والدعوة الى اعتماده.

الحالة الثانية: استراتيجية التحوط القصير

إذا كان المستثمر في أسهم شركة المعمورة العقارية يرغب بالتحوط وكان يمتلك الأوراق المالية وخوفاً من مخاطرة انخفاض أسعار الأسهم في المستقبل ؛ فإنه يتخذ استراتيجية تحوط قصير (بيع الأسهم من الآن) حتى يتخلص من مخاطرة الانخفاض في أسعار الأسهم التي يمتلكها وتحويل هذه المخاطرة إلى الطرف الآخر وهو المضارب. إذ بيّن الجدول (4) نتائج تحليل أثر التحوط القصير باستخدام العقود المستقبلية في العائدات التي يحصل عليها المستثمر في أسهم شركة المعمورة العقارية ، إذ حققت أسهم الشركة أرباحاً في عقود آذار حزينان، أيلول (2019) وكانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ لعقد اذار ، حزينان، أيلول (2019) منخفضة عن الاسعار في بداية مدة العقد ، وهذا يعني أن توقعات المستثمر بخصوص تحركات الأسعار في المستقبل صحيحة وبالنتيجة تحققت أرباح من العقود (اذار، حزينان، أيلول) لعام (2019) بلغت على التوالي 0.310 ، 1.500 ، 0.300 دينار للسهم الواحد نتيجة استخدام استراتيجية التحوط القصير ، ولكن بالمقابل تعرضت أسعار المراكز الحاضرة المقابلة لهذه العقود إلى الانخفاض في أسعار بيع الأسهم ، ومن ثمّ نتجت عنه خسائر للمراكز النقدية بنفس المقدار والتي يمكن تعويضها من أرباح العقود المستقبلية ، وبهذا استطاع المستثمر التخلص من مخاطرة تقلبات الأسعار المستقبلية، وهذا يؤيد قبول الفرضية الثالثة التي مفادها (إنّ تطبيق استراتيجيات التحوط القصير في حالة انخفاض الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي إلى تحقيق ربح في المركز المستقبلي يعوض الخسارة الناتجة من المركز النقدي في المستقبل). أما في عقد كانون الاول (2019) فقد كانت الأسعار الحاضرة والأسعار المستقبلية مرتفعة في تاريخ التنفيذ، وهذا يعني أن توقعات المستثمر المتحوط بخصوص الأسعار في المستقبل غير صحيحة ، لأنه عندما يتخذ المستثمر استراتيجية التحوط القصير يتوقع بان الأسعار تنخفض في المستقبل ،ومن ثمّ فإنه تعرض إلى خسارة مقدارها (0.060) دينار للسهم الواحد نتيجة استخدام العقد المستقبلي عكس ما هو متوقع، وبما أن المتحوط في هذه الحالة أصبح يمتلك مركزين في آن واحد مركز نقدي ومركز مستقبلي فيمكنه أن يعوض خسارته من المركز النقدي المقابل لهذا العقد المستقبلي ، وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الرابعة التي مفادها (إنّ تطبيق استراتيجيات التحوط القصير في حالة ارتفاع الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي إلى تحقيق ربح في المركز النقدي يعوض الخسارة الناتجة من المركز المستقبلي) .

جدول (4)

نتائج تحليل أثر التحوط القصير بالعقود المستقبلية في العائد لشركة المعمورة العقارية

$$\text{التحوط القصير } (f_0 - f_t) + (s_t - s_0) \text{ أو من خلال الأساس } (b_t - b_0) = (S_t - F_t) - (S_0 - F_0)$$

العقد	المركز المستقبلي			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر المستقبلي اليوم F_0	السعر المستقبلي F_t شهر التنفيذ	الربح/الخسارة من المركز المستقبلي	السعر الحاضر S_0 اليوم	السعر الحاضر S_t شهر التنفيذ	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
آذار 2019	3.650	3.340	0.310	3.650	3.340	(0.310)	صفر
حزيران 2019	3.600	2.100	1.500	3.600	2.100	(1.500)	صفر
أيلول 2019	2.430	2.130	0.300	2.430	2.130	(0.300)	صفر
كانون الأول 2019	2.120	2.180	(0.060)	2.120	2.180	0.060	صفر

ووفق هذه الاستراتيجية فان المستثمر المتحوط قد تخلص تماماً من مخاطرة تقلبات أسعار الأسهم المستقبلية وهذا ما يحقق هدف استخدام العقود المستقبلية الذي تسعى البحث الى إثباته ولفت الانتباه اليه والدعوة الى اعتماده.

2- تحليل أثر التحوط بالعقود المستقبلية في العائد لأسهم شركة النخبة للمقاولات العامة

لإجراء هذا التحليل اعتمدت بيانات شركة النخبة للمقاولات العامة الفعلية الواردة في الجدول (5) الذي يعرض سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية إذ تكون تحركات الأسعار بالانخفاض تارة والارتفاع تارة اخرى ونتيجة ذلك سوف تحقق الشركة الأرباح والخسائر سواء أكان للمركز النقدي أو المركز المستقبلي وإذا ما كانت التحركات لهذه الأسعار على وفق فرضيات البحث فتكون النتائج إيجابية أما إذا كان خلاف ذلك فمن الطبيعي أن تكون نتائج تحليل أثر التحوط سلبية.

جدول (5)

سلوك الأسعار الحاضرة والأسعار المستقبلية- النخبة للمقاولات العامة

العقد	الأشهر	الأسعار الحاضرة	الأسعار المستقبلية
عقد آذار 2019	1	0.630	0.630
	2	0.500	0.500
	3	0.390	
عقد حزيران 2019	4	0.390	0.390
	5	0.380	0.380
	6	0.360	
عقد أيلول 2019	7	0.350	0.350
	8	0.310	0.310
	9	0.330	
عقد كانون الأول 2019	10	0.330	0.330
	11	0.380	0.380
	12	0.410	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد النشرة الإحصائية الشهرية لسوق العراق للأوراق المالية

الحالة الأولى :- استراتيجية التحوط الطويل

إذا كان المستثمر في أسهم شركة النخبة للمقاولات العامة بحاجة إلى الأسهم لأي سبب من الأسباب بعد مدة ثلاثة أشهر مثلاً ، فسوف يتخذ استراتيجية تحوط طويل (شراء الأسهم من الآن)، حتى يتخلص من مخاطرة (خسائر) ارتفاع أسعار الأسهم في المستقبل. ويبين الجدول (6) تحليل أثر التحوط الطويل بالعقود المستقبلية من سلوك الأسعار الحاضرة والمستقبلية في العائد المتوقع لأسهم شركة النخبة للمقاولات العامة، أي بيان الأرباح والخسائر المتحققة من المركز النقدي والمركز المستقبلي ، ففي العقود (آذار ، حزيران ، أيلول) لعام (2019) كانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية في تاريخ التنفيذ منخفضة ، وهذا عكس ما هو متوقع من المستثمر المتحوط ، لأن استخدام التحوط الطويل في حالة توقع المستثمر المتحوط بان الأسعار سوف ترتفع في المستقبل ، وفي هذه الحالة تحقق من استخدام العقود المستقبلية (آذار ، حزيران، أيلول) لعام (2019) خسائر بلغت على التوالي (0.130) ، (0.010) ، (0.040) دينار للسهم الواحد ، والمستثمر المتحوط في هذه الحالة يمتلك مراكز نقدية يقابل المراكز المستقبلية حقق منها أرباح بسبب انخفاض أسعار

شراء الأسهم في السوق الحاضر ،ومن ثم يمكن تعويض هذه الخسائر من أرباح المراكز النقدية ، وهذا يحقق الفرضية الثانية التي مفادها (إن تطبيق استراتيجية التحوط الطويل في حالة انخفاض الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي إلى تحقيق ربح في المركز النقدي يعوض الخسارة الناتجة من المركز المستقبلي) اما عقد كانون الاول (2019) فقد كانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ مرتفعة عن الاسعار في بداية مدة العقد ، وهذا يعني أن توقعات المستثمر بخصوص تحركات الأسعار في المستقبل صحيحة وبالنتيجة تحققت أرباح من عقد كانون الاول (2019) بلغت (0.050) دينار للسهم الواحد ، نتيجة استخدام استراتيجية التحوط الطويل ، ولكن بالمقابل تعرضت أسعار المركز الحاضر المقابل لهذا العقد المستقبلي إلى الانخفاض في أسعار بيع الأسهم ، ومن ثم نتجت عنه خسائر للمركز النقدي بنفس المقدار ، والتي يمكن تعويضها من أرباح العقد المستقبلي، وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الاولى التي مفادها (إن تطبيق استراتيجية التحوط الطويل في حالة ارتفاع الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي إلى تحقيق ربح في المركز المستقبلي يعوض الخسارة الناتجة من المركز النقدي في المستقبل).

جدول (6)

نتائج تحليل أثر التحوط الطويل بالعقود المستقبلية في العائد لشركة النخبة للمقاولات العامة

التحوط الطويل $(f_t - f_0) + (s_0 - s_t)$ أو من خلال الأساس $(b_0 - b_t) = (S_0 - F_0) - (S_t - F_t)$

الربح/ الخسارة	صافي	المركز النقدي			المركز المستقبلي			العقد
		الربح/الخسارة من المركز النقدي	السعر الحاضر شهر التنفيذ S_t	السعر الحاضر S_0 اليوم	الربح/الخسارة من المركز المستقبلي	السعر المستقبلي شهر التنفيذ F_t	السعر المستقبلي F_0 اليوم	
صفر		0.130	0.500	0.630	(0.130)	0.500	0.630	آذار 2019
صفر		0.010	0.380	0.390	(0.010)	0.380	0.390	حزيران 2019
صفر		0.040	0.310	0.350	(0.040)	0.310	0.350	أيلول 2019
صفر		(0.050)	0.380	0.330	0.050	0.380	0.330	كانون الأول 2019

ووفق هذه الاستراتيجية فان المستثمر المتحوط قد تخلص تماماً من مخاطرة تقلبات أسعار الأسهم المستقبلية وهذا ما يحقق هدف استخدام العقود المستقبلية الذي تسعى البحث الى إثباته ولفت الانتباه اليه والدعوة الى اعتماده.

الحالة الثانية:- استراتيجية التحوط القصير

إذا كان المستثمر في اسهم شركة النخبة للمقاولات العامة يمتلك الأوراق المالية وخوفاً من مخاطرة انخفاض أسعار الأسهم في المستقبل فيتخذ استراتيجية تحوط قصير (بيع الأسهم من الآن)، حتى يتخلص من مخاطرة الانخفاض في أسعار الأسهم التي يمتلكها وتحويل هذه المخاطرة إلى الطرف الآخر وهو المضارب. إذ بيّن الجدول (7) نتائج تحليل أثر التحوط القصير باستخدام العقود المستقبلية في العائدات التي تحصل عليها شركة النخبة للمقاولات العامة إذ حقق المستثمر في أسهم الشركة والمتحوط باستراتيجية التحوط القصير حقق أرباحاً في عقود (آذار ، حزيران، أيلول) لعام (2019) وكانت الأسعار الحاضرة والمستقبلية وقت التنفيذ لعقود (آذار ، حزيران، أيلول) لعام (2019) منخفضة عن الاسعار في بداية مدة العقد ، وهذا يعني أن توقعات المستثمر المتحوط بخصوص تحركات الأسعار في المستقبل صحيحة ، وبالنتيجة تحققت أرباح من العقود (آذار، حزيران، أيلول بلغت على التوالي (0.130 ، 0.010 ، 0.040) دينار للسهم الواحد نتيجة استخدام استراتيجية التحوط القصير ، ولكن بالمقابل تعرضت أسعار المراكز الحاضرة المقابلة لهذه العقود إلى الانخفاض في أسعار بيع الاسهم ومن ثم نتجت عنه خسائر للمراكز النقدية بنفس المقدار ، والتي يمكن تعويضها من أرباح العقود المستقبلية ، وبهذا استطاع المستثمر التخلص من مخاطرة تقلبات الأسعار المستقبلية ، وبهذا استطاع المستثمر التخلص من مخاطرة تقلبات الأسعار المستقبلية ، وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الثالثة التي مفادها (إن تطبيق استراتيجيات التحوط القصير في حالة انخفاض الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي إلى تحقيق ربح في المركز المستقبلي يعوض الخسارة الناتجة من المركز النقدي في المستقبل) وفي عقد كانون الاول (2019) كانت الأسعار الحاضرة والأسعار المستقبلية مرتفعة في تاريخ التنفيذ، وهذا يعني أن توقعات المستثمر المتحوط بخصوص الأسعار في المستقبل غير صحيحة ، لأنه عندما يتخذ استراتيجية التحوط القصير يتوقع بان الأسعار تنخفض في المستقبل ،ومن ثم فإنه تعرض إلى خسارة مقدارها (0.050) دينار للسهم الواحد ؛ نتيجة استخدام العقد المستقبلي عكس ما هو متوقع، وبما أن المتحوط في هذه الحالة أصبح يمتلك مركزين في آن واحد مركز نقدي ومركز مستقبلي فيمكنه أن يعوض خسارته من المركز النقدي المقابل لهذا العقد المستقبلي ، وهذا ما يؤيد قبول الفرضية الرابعة التي مفادها (إن تطبيق استراتيجيات التحوط القصير في حالة ارتفاع الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي إلى تحقيق ربح في المركز النقدي يعوض الخسارة الناتجة من المركز المستقبلي) .

جدول (7)

نتائج تحليل أثر التحوط القصير بالعقود المستقبلية في العائد لشركة النخبة للمقاولات العامة

التحوط القصير $(f_0 - f_t) + (s_t - s_0)$ أو من خلال الأساس $(b_t - b_0) = (S_t - F_t) - (S_0 - F_0)$

العقد	المركز المستقبلي			المركز النقدي			صافي الربح/ الخسارة
	السعر المستقبلي F_0 اليوم	السعر المستقبلي F_t شهر التنفيذ	الربح/الخسارة من المركز المستقبلي	السعر الحاضر اليوم S_0	السعر الحاضر S_t شهر التنفيذ	الربح/الخسارة من المركز النقدي	
آذار 2019	0.630	0.500	0.130	0.630	0.500	(0.130)	صفر
حزيران 2019	0.390	0.380	0.010	0.390	0.380	(0.010)	صفر
أيلول 2019	0.350	0.310	0.040	0.350	0.310	(0.040)	صفر
كانون الأول 2019	0.330	0.380	(0.050)	0.330	0.380	0.050	صفر

ووفق هذه الاستراتيجية فان المستثمر المتحوط قد تخلص تماماً من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم المستقبلية وهذا ما يحقق هدف استخدام العقود المستقبلية الذي يسعى البحث الى إثباته ولفت الانتباه اليه والدعوة الى اعتماده ويمكن إجمال قبول فرضيات البحث أو رفضها، الخاصة بتحليل أثر التحوط بالعقود المستقبلية للشركات قيد البحث من الجدول (8).

جدول (8)

ملخص بقبول أو رفض فرضيات البحث الخاصة بتحليل أثر التحوط بالعقود المستقبلية

الفرضيات	الأولى	الثانية	الثالثة	الرابعة
المعمورة العقارية	قبول	قبول	قبول	قبول
النخبة للمقاولات العامة	قبول	قبول	قبول	قبول
نسبة القبول %	100	100	100	100

إذ يظهر من الجدول (8) أن جميع الفرضيات الأولى والثانية والثالثة والرابعة قد جرى تحقيقها في الشركتين عينة البحث وبنسبة 100%.

المبحث الرابع الاستنتاجات والتوصيات

أولاً الاستنتاجات

1- إنَّ التحوط تجاه المستقبل في سوق العراق للأوراق المالية هو إجراء احترازي ، الهدف منه حماية المستثمرين (الشركات المساهمة) بالدخول بإبرام العقود المستقبلية، بحيث أنّ هذا الأسلوب يحوط من مخاطر تقلبات الأسعار السلبية مقارنة مع (المستثمرين) الشركات المساهمة غير المحوطة التي تتعرض إلى مثل هذه المخاطرة كما هو الحال بالشركتين عينة البحث.

2- تتميز أسعار الأسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية للشركتين المبحوثتين بالتقلبات الكبيرة والمستمرة، وكما موضح من النشرات الإحصائية التي يصدرها السوق، وبناءً عليه يتعرض المستثمر إلى المخاطرة (الخسائر) التي من الممكن تفاديها بأساليب عدة كتوزيع المحفظة الاستثمارية أو اعتماد أدوات جديدة كاستراتيجيات التحوط.

3- اعتماد الشركتين عينة البحث على نحو خاص والشركات الخدمية التي تمثل مجتمع البحث على نحو عام استراتيجية التحوط الطويل عند ارتفاع الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي ربح في المركز المستقبلي يعوض الخسارة الناتجة من المركز النقدي في المستقبل.

4- إنَّ اعتماد الشركتين عينة البحث على نحو خاص والشركات الخدمية التي تمثل مجتمع البحث على نحو عام استراتيجية التحوط الطويل عند انخفاض الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة يؤدي الى تحقيق ربح للمركز النقدي تعويض الخسارة الناتجة من المركز المستقبلي .

5- إنَّ الشركتين عيّنة البحث، وكذلك باقي الشركات الخدمية التي تمثّل مجتمع البحث، يمكنها تعويض الخسائر التي يتعرض لها المركز النقدي في المستقبل بالأرباح المتحققة من المركز المستقبلي إذا اعتمدت استراتيجية التحوط القصير في حالة انخفاض الأسعار الآجلة عن الأسعار الحاضرة .

التوصيات

1- ضرورة التزام المستثمرون والشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية كافة بمبدأ التحوط في إبرام العقود والاستفادة من استراتيجيات التحوط التي تقلل أو تخفض مخاطرة تقلبات الأسعار السلبية التي قد تواجههم في المستقبل.

2- تطوير سوق العراق للأوراق المالية وأن تكون هناك بنية تكنولوجية متطورة لإتمام عملية المقاصة والتسوية الخاصة بالمشنقات المالية، وتدريب القائمين على السوق بما ينسجم مع التطورات الحديثة، إذ يجب أن يكون هناك العدد الكافي والمدرّب تدريباً جيداً من الوسطاء أو السماسرة الذين يمتلكون الخبرة الكافية في التعامل بالعقود المستقبلية وعقود المشنقات الأخرى، والخبرة الكافية بالتعامل مع الزبائن أيضاً ،

3- الاهتمام بإجراء دراسات ميدانية عميقة تقف على اسباب عدم تعامل سوق العراق للأوراق المالية بالمشنقات المالية ومنها العقود المستقبلية ، وتحديد المعوقات التي تحول دون ذلك ، ووضع الحلول المقترحة لتذليلها.

4- اعتماد المستثمرين في اسهم الشركتين عينة البحث باعتماد استراتيجية التحوط القصير في حالة توقع انخفاض الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة للتخلص من مخاطرة (خسائر) انخفاض أسعار الأسهم في المستقبل.

5- ضرورة التزام المستثمرين في أسهم الشركتين عينة البحث باعتماد استراتيجية التحوط الطويل عند توقع ارتفاع الأسعار المستقبلية عن الأسعار الحاضرة للتخلص من مخاطرة (خسائر) ارتفاع أسعار الأسهم في المستقبل.

المصادر

اولا المصادر باللغة العربية

1. العامري ، محمد علي أبراهيم ، "الإدارة المالية المتقدمة" ، ط1 ، دار إثراء للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن، 2010.
2. مطر، محمد وتيم ، فائز ، "إدارة المحافظ الاستثمارية" ، ط1، دار وائل للنشر، عمان ، الأردن ، 2005.

ثانيا المصادر باللغة الانكليزية

1. Kolb ,RobertW.,Understanding Future Markets,5thed.,UK:Blackwell Publishers,1997.
2. Gitman ,Lawrencej.,&MichaelD., Joehnk ,FUNDAMENTALS OF INVESTING ,10th Ed,Boston:Addison Wesley,2008.

3. Howells ,Peter&Keith,Bain,Financial Markets And Institutions ,5th Ed,U.K:Prentice Hall,2007.
4. Mayo, Herbert B., An Introdution Investments,10th Ed,Canada:Thomson,South-Western,2011.
5. Bodie ,Zvi,Alex Kane & Alan J.Marcus, Investments And Portfolio Management,9rded.,Boston:Irwin ,Mcgraw-Hill,2011.
6. Hirt,Geoffrey A.,Block,Stanley B.,Fundamentals Of Investment Management, 8th Ed , N.Y: Irwin ,Mcgraw-Hill,2006.
7. Chance,Don,M., Brooks,Robert.,An Introduction To Derivatives And Risk Management,8th Ed.,Canada,South-Western,2008.
8. Mcdonald,Robert,L., Fundamentals Of Derivatives Markets, , 1th Ed.Us:Pearson Addison Wesley,2009.
9. Hull,John C,Options Futures And Other Derivatives,7th Ed, N. J, Prentice Hall,2009.
10. Jones, Charles P .,Investmeents :Principles And Concepts,11th Ed,Asia:John Wiley&Sons,Inc,2010.
11. Arnold, Glen., Modern Financial Markets And Institutions, 1th Ed. ,Harlow,2012.
12. Alexander. J,William F.Sharp,And Jeffery V.Baily,Fundadamentals Of Investments,3rd Ed.,N.J ,Prentice Hall,2001.
13. Brown, Keith, C., And Reilly, Frank ,K.,Analysis Of Investment And Management OfPortfolio,9thed., Canada,Fortworth: The Dryden Press,2009.
14. Jones, Charles P .,Investmeents :Principles And Concepts,11th Ed ,Asia: John Wiley&Sons,Inc,2010.
15. Chance ,Don M. ,An Introduction To Derivatives,4thed.,Forth Worth: The Dryden Press,1998.
16. Chance, Don ,M.,Brooks ,Robert., An Introduction To Derivatives And Risk Management,7th Ed.,Canada,South-Western,2010.