

## استعمال عقود المستقبلات لأغراض المضاربة- مدخل استراتيجي ( دراسة استشرافية لعينة من القطاع المصرفي العراقي الخاص )

الأستاذ المساعد الدكتور /جليل كاظم العارضي /جامعة الكوفة/ كلية الإدارة  
والإقتصاد

الأستاذ المساعد/ أحمد ميري أحمد/ المعهد التقني/ النجف  
المدرس المساعد علي رزاق جواد العابدي /جامعة الكوفة/ كلية الإدارة والإقتصاد

Using future contracts for speculation –Strategic  
Approach  
ABSTRACT

This study aims at examining the possibility of using future contracts in order to apply them in the local status. This emphasizes the value of the study through out the adoption of advanced financial systems. In the field of Iraqi financial banking, which completely lacks such systems, according to this point, it is possible to support the theoretical and field aspects of these modern strategies and to direct the interest of researchers and people interested in the financial field to participating largely in developing the banking aspect through the adoption of financial tools which are largely used in the developing countries where there are efficient financial markets.

At this point, it is possible to deal with the problem on which the present study is based and attaining the aim of study, in addition to the use of speculation strategy analysis and to achieve profits.

## المبحث الأول الإطار النظري و المفاهيمي للبحث

أولاً: منهجية البحث  
أ. مشكلة البحث

تحاول منظمات الأعمال ومنها المصارف تحقيق أهداف إستراتيجية على المستوى المحلي، إلا إن التقدم الهائل في وسائل الاتصال بمختلف آلياته يجعل من العالم قرية صغيرة مما زاد من حدة التحديات التي تواجهها المصارف ولاسيما فيما يتعلق بجانب المنافسة المصرفية العالمية، الأمر الذي يتطلب اعتماد تقنيات وأدوات عمل لتنفيذ أنشطتها وممارسة أعمالها المالية، والملاحظ أن أبرز هذه الأدوات هي تلك المتعلقة بجوانب الهندسة المالية وابتكاراتها الحديثة، وهذا ما تفتقر إليه المصارف العراقية التي كانت وما زالت تعمل بصيغ تقليدية اعتماداً على قوانين وتعليمات لا تتماشى مع التطورات المتسارعة التي يشهدها العصر الحالي الذي جعل المصارف تعمل في بيئات ديناميكية غير مستقرة، الأمر الذي استدعى القائمين في هذا المجال ضرورة الاهتمام المتزايد بأدوات الهندسة المالية وإستراتيجياتها التي أصبحت محدداً لمدى قدرتها على التكيف والاستمرار في ظل معطيات بيئة العمل المصرفي الجديدة والناجمة عن انفتاح الحدود أمام المصارف الاجنبية التي ستكون منافساً كبيراً لها، إلا أن هذه الحقيقة لم يتم التطرق إليها سابقاً في الجانب المحلي.

هذا فضلاً عن محدودية الدراسات النظرية والتطبيقية في هذا المجال في كيفية التعامل مع العقود المستقبلية وأدواتها وكيفية توظيفها لأغراض المضاربة وتحقيق الأرباح التي تعد الأساس للنمو والتوسع عليه كان الباحثان حريصين جداً لاعتماد كل ما يتعلق بها والعمل على كيفية توظيفها لخدمة الجانب التطبيقي في المصارف المبحوثة.

ب- أهمية البحث

يكتسب البحث أهميته في ضوء تناوله لأحد الموضوعات في غاية الأهمية المتمثلة بأدوات الهندسة المالية (إستراتيجيات المستقبلية) وكيفية تطبيقها في قطاع حيوي يتمثل بالقطاع المصرفي العراقي، وقد حظي هذا الموضوع وما يزال باهتمام العديد من الباحثين والكتاب على المستوى الأقليمي، ذلك بأن معظم العقود المستقبلية العالمية يأتي من منطلق الرغبة في زيادة العوائد وتخفيض المخاطرة وما ينعكس ذلك إيجاباً في القيمة السوقية للسهم سيما عند التوسع بالاستثمار الأني والمستقبلي الذي من شأنه أن يحقق الفائدة عبر علاقات مالية ضمن آليات محددة للمشتقات.

إن عمليات الربط بين تلك المتغيرات وبين ما تطمح إليه المصارف في مجال تحقيق أقصى العوائد بأقل ما يمكن من التكاليف والمخاطر مسألة ضرورية وهامة. ومن هنا تبرز أهمية البحث. كذلك تبرز أهمية البحث من خلال استعماله الأدوات الكمية (المالية والرياضية) في قياس المتغيرات ذات العلاقة، وهذا بطبيعته يمثل توجهاً حديثاً يعكس الصورة الواقعية لبيئة المصارف عند اعتمادها هذه الأدوات المتقدمة، كما يقود إلى تلافي العديد من الانتقادات وجوانب القصور في استعمال المؤشرات الوصفية أو الكمية كما في الدراسات السابقة المحلية.

والجانب المهم الآخر الذي ينطوي عليه هذا البحث يتمثل باهتمامه بقطاع اقتصادي حيوي وهو القطاع المصرفي العراقي الخاص والعمل على وضع أسس علمية وإستراتيجية للارتقاء به من خلال تحسين أدائه الحالي وصولاً إلى تحقيق مزايا أخرى كزيادة العوائد الاستثمارية مع تخفيض جوانب المخاطرة وحالات عدم التأكد.

ج. هدف البحث

يهدف البحث إلى بيان مدى إمكانية تطبيق عقود المستقبلات في بيئة المصارف العراقية لإغراض المضاربة، ويكون ذلك من خلال مجموعة من المهام هي :-

١- تحليل استراتيجية المضاربة

٢- تحليل عائد ومخاطرة الاستثمار في العقود المستقبلية

٣- تحليل استراتيجية المركز القصير والطويل

٤- تحليل استراتيجية مراجعة المؤشر

د. عينة البحث

اعتمد البحث عينة من المصارف المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية التي تمثل بدورها عينة من القطاع المصرفي العراقي وهي المصرف الأهلي، الاستثمار، بغداد والمصرف التجاري، وقد تم اختيار هذه العينة في ضوء المعايير الآتية:-

١. إن هذه المصارف مدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية ويتم تداول أسهمها فيه لمدة لا تقل عن ٣٠ شهراً.
٢. إن هذه المصارف لم يتم إيقاف التداول بأسهمها في سوق العراق للأوراق المالية.
٣. تقارب قيم رأس مالها وحجم موجوداتها نسبة للمصارف الأخرى.

جدول (١)

توزيع العينة المقررة للبحث من حيث تاريخ التأسيس وحجم رأس المال وحجم الموجودات

المبالغ بملايين  
الدنانير

ت	اسم المصرف	تاريخ التأسيس	رأس المال	حجم الموجودات	عدد الفروع
١	التجاري العراقي	١٩٩٢/٢/١١	٨٠٠	١٢٥٣٦	٨
٢	بغداد	١٩٩٢/٢/١٨	٤٦٠	٨٣٣٣	١٦
٣	الاستثمار العراقي	١٩٩٣/٥/٣	٤٠٠	٤٤٤	٩
٤	الأهلي العراقي	١٩٩٥/١/٢	٦٠٠	١٣٨٩	٤

يظهر الجدول (١) مصارف عينة البحث، ومنه يتبين بأن المصرف التجاري العراقي جاء في مقدمة هذه العينة حيث استثمر موجودات بقيمة (١٢٥٣٦) مليون دينار ورأس المال بمبلغ (٨٠٠) مليون دينار، في حين حقق مصرف الاستثمار العراقي أقل قيمة لموجوداته ضمن عينة البحث حيث بلغت (٤٤٤) مليون دينار

كذلك أقل قيمة لرأس ماله الذي بلغ (٤٠٠) مليون دينار في حين جاءت بقية المصارف بينهما من حيث قيمة موجوداتها الكلية ورأس مالها.  
هـ. أساليب جمع البيانات والمعلومات

١. أساليب جمع معلومات الجانب النظري:-

اعتمد البحث في تناوله للجانب النظري على المعلومات الخاصة المتوفرة من الدراسات والبحوث والدوريات والرسائل والأطاريح الجامعية والكتب العلمية المتخصصة في هذا المجال سواء أكانت العربية منها أم الأجنبية التي تناولت موضوع البحث، ونظراً لحدثة الموضوع قام الباحثون بالاستعانة بشبكة المعلومات الدولية (الأنترنت)، فضلاً عن اعتماد المراسلة لبعض الكتاب العرب والأجانب.

٢. أساليب جمع بيانات الجانب التطبيقي:-

اعتمد البحث في الحصول على البيانات الخاصة بالجانب التطبيقي على النشرات الرسمية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية أي التقارير السنوية والحسابات الختامية (كشف الأرباح والخسائر والميزانية العمومية وحساب المتاجرة والنقدية) لعدد من المصارف عينة البحث، فضلاً عن النشرات الرسمية لأسعار الأسهم الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية.

و. الأساليب المالية المستخدمة في البحث

❖ معدل العائد على الاستثمار في العقود المستقبلية

$$م = \frac{س٢ - س١}{ش} \dots\dots (هندي، ٢٠٠٢: ٦٨٦)$$

حيث أن :

م = العائد على الاستثمار .

س<sup>٢</sup> ، س<sup>١</sup> = سعر العقد المستقبلي في أول وآخر الفترة .

ش = المستوى الفعلي للهامش .

❖ مخاطر الاستثمار في العقود المستقبلية

(هندي، ٢٠٠٢:

$$\sigma^2 = \left( \frac{1}{ش} \right) \times \sigma^2 \dots\dots (٦٨٦)$$

حيث أن :

= تباين معدل العائد على الاستثمار

$\sigma^2$

❖ تقليل الفجوة في حالة التوازن بين الأسواق الحاضرة والمستقبلية  
س\* = س = س (ف\* - ز\*) ..... (هندي، ٢٠٠٢: ٧٢٨)

حيث أن :

س\* = السعر الجاري للعقد في سوق العقود .

س = السعر الحاضر للسهم .

ف\* = معدل الفائدة .

ز\* = معدل التوزيع للأسهم .

❖ التوازن Equilibrium

(هندي، ٢٠٠٢: ٧٢٩)

س\* = س = التوازن .....)

أما بقية الأساليب المالية المستعملة في البحث، فإن البحث سيذكرها في محلها، أثناء تناول الجانب التطبيقي وذلك لكثرتها ولتعقيدها، لذلك فإن الإشارة إليها بجدال سوف يجعلها يسيرة الفهم من قبل القارئ.  
ثانياً: الإطار النظري للبحث

أ: مفهوم وطبيعة العقود المستقبلية Concept & Nature of Future Contracts  
إن العقود المستقبلية أو المستقبلية Futures Contract or Futures هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (قد تكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد سابقاً، على أن يتم التسليم والتسلم في تاريخ لاحق في المستقبل. (هندي، ٢٠٠٢: ٦٣١)، وعادة ما يلتزم كلا الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى الوسيط الذي يتعامل معه، وذلك أما بشكل نقد أو على شكل أوراق مالية لحماية كلا الطرفين من المشاكل التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر للوفاء بالتزاماته تجاهه (صبح، ١٩٩٨: ١٠٢) ومن ثم حماية الأطراف من مخاطرة النكول. فضلاً عن ذلك إن هذا التعامل بالعقود المستقبلية يعني إن التزاماً قد حصل من قبل المشتري والبائع لأن هذه العقود تكتسب الصفة القانونية، وتستخدم لتغطية أنواع متعددة من السلع على وفق تاريخ تسليم في المستقبل وبسعر محدد للوحدة الواحدة بالنسبة للسلع (Francis, 1991: 751). وعلى الرغم من هذا الإلتزام، يمكن أن يلغي المشتري أو البائع التزامه قبل تاريخ إستحقاق العقد وذلك باتخاذ مركزاً معاكساً على السلعة نفسها أو الأداة المالية من شهر الإستحقاق نفسه (Jones, 1996: 686).

ويمكن التفريق بين ثلاثة مفاهيم أساسية للعقود وهي العقود الفورية Spot Contract والعقود الأجلة Forward Contract والعقود المستقبلية Future Contract، فالعقود الفورية تعني اتفاق ما بين طرفين - مشتري - وبائع لشراء أو بيع موجود معين بسعر متفق عليه الآن، حيث يقوم البائع بالتسليم عند التعاقد ويوافق المشتري على منح قيمة الموجود فوراً حال التعاقد (Saunders, 2000: 556). وتجدر الإشارة في هذا المقام إلى إنه في المملكة المتحدة يستخدم إصطلاح عقود حاضرة وعقود قانونية Cash Contracts ليعنيان شيئاً واحداً. أما في الولايات المتحدة فإنه يقصد بالعقود الحاضرة العقود المستقبلية التي لم يبق على تنفيذها سوى بضعة أيام (Francis, 1986: 631).

أما العقود الأجلة، فهي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع تسليم السلعة على التعاقد إلى المشتري في تاريخ لاحق وبسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ Exercise Price (هندي، ٢٠٠٢: ٦٦٨) وفي مثل هذه العقود قد ينص على دفع قيمة العقد وقت الاتفاق، كما قد ينص على دفع جزء صغير على أن يؤجل الباقي حتى تاريخ التسليم (French, 1989: 452). وكما يبدو فإن العقود الأجلة هي في حقيقتها عقود شخصية، يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتلاءم مع ظروفها الشخصية (هندي، ٢٠٠٢: ٦٦٨) حيث يتم التعامل بهذه العقود في سوق ما بين البنوك OTC أي الأسواق غير النظامية Over the Counter ولا يتم التعامل بها في الأسواق المالية النظامية. لهذا فإن التعامل بها محصور بين البنوك أو بين البنوك وعملائها (حبش، ١٩٩٨: ٢٦٥). وإن الإختلاف الجوهري بين العقود المستقبلية والعقود الأجلة هي إن العقود المستقبلية عقود معيارية ويتم

تحديد شروطها في بورصة المستقبلية أما أطراف العقد الأجل فلا يتحددون بالمواصفات المعيارية وإنما يحددون الشروط التفصيلية مثل الكمية، النوعية ووقت التسليم وكيفية تسوية العقد. (Hempel & Simonson, 1999: 537)، هذا فضلا عن إن مثل هذه العقود لا يجد فيها المضاربون مكان لهم. فالمضاربون لا غرض لهم في السلعة محل التعامل، كل ما يهمهم هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة، ليقوموا بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق الأرباح. أما في العقود المستقبلية في مثل هذا السوق يمكن لأي من الطرفين إقفال مركزه متى شاء، كما يجد المضاربون فرصة تحقيق الأرباح (هندي، ٢٠٠٢: ٦٦٩).

أما العقود المستقبلية بما إنها إتفاق بين البائع والمشتري فإن العلاقة بين الطرفين غير مباشرة، فهناك بيت التسوية Clearing House الذي يتوسط الطرفين بما يضمن حقوق كل منهما. إضافة إلى إن هذه العقود هي عقود نمطية فجميع الشروط عدا السعر والكمية هي شروط ليست محلا للتفاوض، بما يجعلها عقود غير شخصية (Sharpe & Alexander, 1990: 594) (هندي، ٢٠٠٢: ٦٦٩).

وفي ضوء ما تقدم يتضح إن هناك إختلافاً ما بين العقود الأجلة والعقود المستقبلية في كثير من الصفات كما موضح في الجدول (٢) (Madura, 2000, ) (112 & Solink, 2000. 463)

جدول (٢) مقارنة بين العقود الأجلة والعقود المستقبلية

العقود الأجلة	العقود المستقبلية
❖ تحدد شروطها باتفاق وتراضي الطرفين.	❖ عقود نمطية موحدة من حيث قيمتها تواريخ التسليم.
❖ تتم بين طرفين البائع والمشتري.	❖ تتم بين ثلاثة أطراف بين مؤسسة المقاصة والبائع ومؤسسة المقاصة والمشتري.
❖ يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد.	❖ يتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار.
❖ تتم التسوية (العقد) في تاريخ التسليم أو الاستحقاق.	❖ يمكن تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق.
❖ توجد مخاطرة النكول	❖ يتم التعامل عن طريق دار التسوية يضمن عدم النكول.
❖ ينظم نفسه بنفسه.	❖ تنظمه لجنة مستقبلية السلع.
❖ يتحقق الربح والخسارة في تاريخ التسليم.	❖ يتحقق الربح والخسارة يومياً عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار.

وتتم المتاجرة في العقود المستقبلية من خلال الأسواق المنظمة (Organized – Exchange) والعقود المستقبلية هي عقود قانونية تتم بين أو بوجود طرفين، حيث إن الطرف الذي تعاقد على الشراء فيشار إليه بالمركز الطويل "Long Position" أما الطرف الذي تعاقد على البيع يشار إليه بالمركز القصير "Short Position" (Francis, 1991: 751) وأن المركز المعاكس "Offsetting Position" هو الطريقة النموذجية لإغلاق عقد المستقبلية من خلال إتخاذ مركز مضاد للمركز

المتخذ مسبقاً في عقد المستقبلية إذ إن المشتريين يبيعون مراكزهم وإن البائعين يشترون مراكزهم. وبسبب هذا فإن مخاطرة النكول تكون قليلة في هذه الحالة بسبب ضمان البورصة لكل من الجانبين في الصفقة ولتغطية مخاطرة هذا الضمان الذي تقوم به البورصة فإنها تقوم بفرض متطلبات الهامش الأولي والتسوية بحسب السوق وهامش الوقاية أو الصيانة (Howells & Johnson, 2000: 140) (Bain, 2000: 240).

ب:- خصائص العقود المستقبلية الناجحة:

- هنالك مجموعة من الخصائص التي تزيد من فرصة نجاح العقود المستقبلية وهي كالاتي: (Kolb, 1997: 53)
- سوق نقد ضخم: الحاجة إلى سوق نقد كبير إلى السلع التي تتداول فيه العقود المستقبلية.
  - التقلب الكبير في السعر: فإذا لم يتقلب السعر، فيمكن أن يكون هناك إهتمام في التجارة على السعر المستقبلي للسلعة الأساسية.
  - المعلومات الجيدة عن أسعار النقد: إذ إن هناك علاقة قوية بين أسعار سوق النقد وأسعار سوق المستقبلية، حيث يتداول التجار بعقود المستقبلية مقابل سلع سوق النقد من أجل المعلومات عن الإتجاه الحالي والمستقبلي للأسعار. وهذا يكون معلومات جيدة عن العنصر الأساسي في أسعار النقد.
  - ندرة البدائل القريبة: لا بد أن تكون هناك ندرة في البدائل المشابهة لعقد مستقبلي لسلعة معينة.
  - تصميم العقد الجيد: ينبغي أن يكون العقد مصمماً بشكل جيد، ويعني هذا أن تكون صفات العقد مثل نوعية السلعة وتاريخ تنفيذ العقد والكمية المحددة في العقد ملائمة لأغلب المتعاملين في السوق المستقبلي.
  - الدعم القوي من تجار ردهة البورصة: ينبغي أن يكون هناك دعم قوي من الأعضاء في البورصة فإذا لم يكن أعضاء البورصة راغبين في التداول بالعقد فإن السوق سيفتقر إلى السيولة الضرورية لجذب التجار من خارج ردهة البورصة.
  - عرض كبير يمكن تسليمه: ينبغي أن يكون هنالك عرض يمكن تسليمه لسلعة سوق النقد. فمع العرض الكبير الذي يمكن تسليمه، ليس هنالك طرف واحد قادر على السيطرة على سلعة النقد.
  - غياب الحدود التنظيمية: ينبغي أن لا تكون حواجز تنظيمية. ففي بداية الثمانينيات، حاول مجلس شيكاغو للتجارة إدراج عقد للمستقبلية اعتماداً على المؤشر الصناعي ل Dow Jones لأفضل ثلاثين سهم مربح. أقام Dow Jones دعوى بنجاح لمنع الإدراج وبشكل جزئي، بقي مجلس شيكاغو للتجارة في المرتبة الثانية البعيدة في تجارة المستقبلية لمؤشر الأسهم.
  - سلعة النقد المتجانسة: يعد هذا العامل مهماً لضمان عرض منتظم وكبير يمكن تسليمه، وإذا اختلفت السلعة الأساسية بشكل كبير في النوعية مثلاً فإن عملية التسليم ستتضرر، ويمكن إدراج الصفات أو الخصائص التي تزيد من فرصة نجاح العقد في الجدول (5).

وعلى الرغم من هذه المحددات الواضحة لنجاح عقد المستقبلية، إلا أنه ما يزال هناك الكثير غير معروف، وبين البورصات نفسها هناك رعب كبير بشأن ما يجعل عقد المستقبلية ناجحاً.

### ج: إستراتيجية المضاربة: Speculation Strategy

تُعرف "المضاربة" على إنها تحمل درجة عالية من المخاطرة ولكنها مدروسة بشكل أو بآخر أملاً في تحقيق أرباح رأسمالية غالباً (رمضان، ١٩٩٨: ١٤)، والمضارب (Speculator) هو ذلك التاجر الذي يبحث عن الربح من خلال ارتفاع أو انخفاض السعر المتوقع في نسب الفائدة أو مؤشرات مبادلات الأسهم. وعندما يشعر المضارب بأن نسبة الفائدة من المحتمل أن ترتفع وإن العملة ستتخفف قيمتها فإنه سيقوم بالتحوط القصير في موجودات مناسبة من خلال شراء العقود المستقبلية (Howles & Bain, 2000: 290). وتعامل المضارب في سوق العقود المستقبلية للسلع يستهدف تنويع محفظة استثمارية تتضمن أصول أخرى متنوعة (أسهم، سندات، عملات، أراضي...) وما شابه ذلك (هندي، ٢٠٠٢: ٦٩٨). وهناك أنواع عدة من المضاربيين وهم مضاربوا الأرباح السريعة Scalpers الذين يشترون ويبيعون الموجودات في أوقات قصيرة جداً قد تستمر لدقائق، أو مضاربون يوميون وهم الذين يقومون بالاحتفاظ بالعقود ولمدة لا تتعدى اليوم الواحد، ومضاربو المراكز Position Trading وهم الذين يحتفظون بمراكز قد تستمر لأيام عدة أو لأسابيع محدودة (جودة، ١٩٩٩: ٥٢).

يتميز المضاربون بالخصائص الآتية: (الفريجي، ٢٠٠١: ٢٥)

١. استعدادهم لتحمل درجة عالية من المخاطرة.

٢. الفرق بين التعامل تحقيق الأرباح العالية.

٣. يقومون بعملية المضاربة اعتماداً على تنبؤاتهم.

٤. يعتمدون على الأجل القصيرة. (رمضان، ١٩٩٨: ١٥)

وتتركز عمليات المضاربة على العملات في بورصة العملات ولكن هناك أنواع أخرى من البورصات هي بورصة الذهب والفضة، البترول الأسهم والسندات، والحاصلات الزراعية. إلا إن بورصات العملات تتميز من كل البورصات الأخرى باختلاف المؤشرات وإختلاف التحليلات الفنية والأرباح أيضاً (حسام الدين، ٢٠٠٥: ١).

وإن المضاربة على عقود المستقبلية Futures تشير إلى المضاربة على العملات في المستقبل بناءً على سعر مستقبلي متوقع؛ حيث يتم العمل فيها وفق تكتيك مختلف عن أنواع المضاربات الأخرى، وفي الغالب تخضع لتوقعات المضاربيين المبنية على ما يتوفر لديهم من بيانات ومعلومات من حركة العملات الحالية والمستقبلية واقتصاديات الدول.

لكن السؤال هنا كيف يمكن إدارة المخاطر في عمليات المضاربة، في ظل التقلبات الكبيرة في الأسواق، ويترتب على ذلك من مخاطرة كبيرة؟ وللإجابة عن ذلك يتوجب عمل إستراتيجية من المضارب لتلافي المخاطر وتتمثل أهم معالم تلك الإستراتيجية في الآتي: (حسام الدين، ٢٠٠٥: ٢)



- إلا تتم المضاربة (عمليات البيع والشراء) باستعمال رأس المال كاملاً، وإنما بنسبة ١٠% من رأس المال، بحيث يكون باقي رأس المال بمثابة تأمين لاتجاهات السوق العكسية، ويعد الدخول بكامل رأس المال نوعاً من عمليات المغامرة.  
- عمل نقطة يتم وقف التعامل عندها وإنهاء عملية المضاربة في حالة حدوث الاتجاهات العكسية للسوق.  
- دراسة الأخبار العالمية وتحليلها سواء كانت أخبار سياسية أم اقتصادية وكذلك دراسة الطرق الفنية مثل، معرفة أشكال منحنيات العملة والنظر للحزم الجاهزة وما بها من مؤشرات تدل على اتجاه السوق صعوداً وهبوطاً.  
وفي ضوء التحليل المعتمد على البحث وحركة الأسعار في المستقبل، يمكن أن يأخذ المضارب مركزاً طويلاً أو مركزاً قصيراً في سوق العقود (هندي، ٢٠٠٢: ٦٩٩).

#### ١. إستراتيجية المركز الطويل: Long Position Strategy

يميل المضاربون إلى أخذ مركزاً طويلاً على عقد لسلعة ما، عندما تشير التوقعات إلى حركة صعودية في أسعار العقود على تلك السلعة (هندي، ٢٠٠٢: ٦٩٩) هذا يعني إن المضارب سوف يحقق الأرباح ويقفل مركزه عندما يعكس مركز المستقبلية ويتخذ مركزاً قصيراً في العقد (Khoury, 1984: 242).

#### ٢. إستراتيجية المركز القصير: Short Position Strategy

يسعى المضارب إلى أخذ مركزاً قصيراً أي بيع عقد على سلعة ما، عندما يتوقع اتجاه أسعارها نحو الهبوط، وإذا ما تحققت توقعاته، فيمكنه إقفال مركزه بشراء عقد مماثل (هندي، ٢٠٠٢: ٧٠١).

### المبحث الثاني

#### الجانب التطبيقي للدراسة

تنفق دوافع المضاربة مع دوافع الاستثمار ضمن نطاق العائد والمخاطرة، حيث يكون الهدف تخفيض مخاطر المحفظة مع ثبات العائد، أو زيادة العائد مع ثبات المخاطرة.

ويعد السعر العامل الأساسي الواجب التنبؤ به وبشكل دقيق، ووفقاً لاتجاه السعر في المستقبل، يمكن أن يأخذ المضارب مركزاً طويلاً أو مركزاً قصيراً في سوق العقود المستقبلية، ويكون عمله جزءاً أساسياً لأسواق المستقبلات فإذا كانت هناك زيادة في فئة بائعي العقود المستقبلية من المحوطين على فئة مشتري العقود المستقبلية من المحوطين (أو العكس) فإن المضاربين سيعملون على سد الفجوة هذه، من خلال اتخاذ مركز معاكس لمركز التحوط الصافي (قصير أم طويل) وتحدث المضاربة أما على مستوى السعر أي فيما إذا كان هناك توقع بارتفاع الأسعار المستقبلية لاحقاً، أو المضاربة في علاقات السعر، أي فيما إذا كان هناك اختلافات في أسعار العقود المستقبلية الناتجة عن اختلافات الأسواق أو الأصل أو الوقت.

أولاً: مناقشة نتائج تحليل استراتيجية المركز الطويل:

يميل المضاربون إلى أخذ مركزاً طويلاً Long Position على عقد لسعة ما عندما تشير التوقعات إلى حركة صعودية في أسعار العقود على تلك السلعة أو الاصل المالي.

وتحاول المصارف عينة البحث توسيع نشاطها الاستثماري من خلال شراء الأسهم والسندات واذونات الخزينة لأغراض المضاربة وتحقيق الأرباح.

وقبل البدء بتنفيذ أنشطتها الاستثمارية بشراء الأسهم وغيرها يتوجب عليها دراسة البيانات التاريخية فيما يتعلق بأسعار الأسهم (الافتتاح و الإغلاق) والأسعار الحالية والسابقة مع تحديد المستويات العليا والدنيا لها وكما موضح في الجدول (٣) أدناه، حيث أشتري المصرف الأهلي من المصرف الإسلامي، والاستثمار من الشرق الأوسط، وبغداد من البصرة، التجاري من سومر.

وفي مصرف الشرق الأوسط كان أعلى سعر نفذ هو (٧,٨) دينار وأدنى سعر نفذ (٧,٦) دينار وهي تمثل اعلى حدوداً للأسعار في المصارف البائعة لأسهمها المختارة في البحث الحالية، يليه مصرف البصرة بحدود عليا (٥,٥) دينار ودنيا (٥,٤) دينار ليكون في المستوى الثاني، ثم المصرف الإسلامي بحدود عليا (٤,٣) دينار ودنيا (٤,٠٥) د. ليكون في المستوى الثالث، وجاء في المستوى الأخير مصرف سومر وبتحديد عليا للأسعار بلغت (٤,٠) دينار وأدنى سعر نقد (٣,٧).

جدول (٣)

بيانات متعلقة بأسهم المصارف الأخرى والتي تحاول المصارف عينة البحث شراءها

عدد العقود المنفذة	سعر آخر عرض بيع	سعر آخر طلب شراء	أدنى سعر نفذ	أعلى سعر نفذ	معدل السعر السابق	معدل السعر الحالي	سعر الإغلاق	سعر الافتتاح	المصرف البائع	المصرف المشتري
١٥١	٤,١	٤,٠ ٥	٤,٠ ٥	٤,٣	٤,٠ ٥	٤,١٥	٤,١	٤,٠٥	الإسلامي	الأهلي العراقي
٤٣	٧,٠	٧,٦	٧,٦	٧,٨	٧,٦ ٥	٧,٧٥	٧,٦	٧,٧٥	الشرق الأوسط	الاستثمار العراقي
٤٣	٥,٥	٥,٤	٥,٤	٥,٥	٥,٤ ٥	٥,٤٥	٥,٤٥	٥,٤	البصرة	بغداد
٥	٤,٠	٣,٩	٣,٧	٤,٠	٣,٧	٣,٨	٣,٩٥	٣,٧	سومر	التجاري العراقي

المصدر: النشرة الرسمية لسوق العراق للأوراق المالية لشهر آب ٢٠٠٥  
وبلغ عدد العقود المنفذة في المصرف الإسلامي (١٥١) عقد ليكون في الترتيب الأول، يليه مصرف الشرق الأوسط والبصرة بعدد (٤٣) عقداً ليكونا في المستوى الثاني، أما المستوى الأخير فكان لمصرف سومر ليكون في أدنى مستوى

لأن نسبة للمصارف المختارة حيث بلغت العقود فيه (٥) عقود مما يعكس حالة عدم الطلب الواسع على أسهم هذا المصرف أو أن المعروف من أسهم المصرف كان قليلاً.

ولغرض إكمال تحليل استراتيجية المركز الطويل نفترض أن عدد الأسهم المشتراة من قبل المصارف عينة البحث (١٠٠٠) سهم، وليكون سعر الافتتاح بمثابة الأسعار الحاضرة، وسعر الإغلاق يمثل الأسعار المستقبلية. وقد اعتمد الباحث هنا وفي كل البحث الأرقام البسيطة (بالمئات) فيما يتعلق بعدد الأسهم وأسعارها الإجمالية وذلك لتبسيط التحليل والملاحظ في الجدول (٤) أنه لم تحتسب قيمة الهامش المبدئي وذلك لسبب تنفيذ العقود أي أن هذه النسبة ترفع في حالة عدم تنفيذها، وكانت عوائد المركز الطويل في المصارف عينة البحث هي (٢٢٥) دينار في المصرف التجاري ليكون في المستوى الأول، ثم المصرف الأهلي ومصرف بغداد بربح قدره (٤٥) دينار أما مصرف الاستثمار فقد حقق خسارة قدرها (١٥٠) دينار مما يتوجب من الوسيط أفعال هذا المركز بعيداً عن تكرار الخسائر.

#### جدول (٤)

حساب عائد المركز الطويل في المصارف عينة البحث لعام ٢٠٠٥

المصرف التجاري	مصرف بغداد	مصرف الاستثمار	المصرف الأهلي	البيان
٤	٤	٤	٤	عدد العقود
٢٥٠	٢٥٠	٢٥٠	٢٥٠	عدد الأسهم في العقد
٣,٧٠	٥,٤٠	٧,٧٥	٤,٠٥	سعر السهم الواحد (السعر الحاضر بالدينار)
٣,٩٥	٥,٤٥	٧,٦٠	٤,١٠	سعر السهم الواحد (السعر المستقبلي بالدينار)
١٠	١٠	١٠	١٠	نسبة الهامش المبدئي (%)
١٠	١٠	١٠	١٠	عمولة الوساطة (%) من مجمل الربح

#### حساب الأرباح والخسائر (بالدينار)

٣٩٥٠	٥٤٥٠	٧٦٠٠	٤١٠٠	الإيرادات $٢٥٠ \times ٤ \times$ السعر المستقبلي
٣٧٠٠	٥٤٠٠	٧٧٥٠	٤٠٥٠	التكلفة $٢٥٠ \times ٤ \times$ السعر الحاضر
٢٥٠	٥٠	*(١٥٠)	٥٠	مجمل الربح
٢٥	٥	-	٥	- عمولة الوساطة ١٠% من مجمل الربح
٢٢٥	٤٥	*(١٥٠)	٤٥	صافي الربح

\* تشير الأقواس إلى القيم السالبة

أن النتيجة المهمة التي يمكن الوصول إليها من هذا التحليل هي أن عوائد المركز الطويل تعتمد أساساً على مقدار ارتفاع الأسعار مستقبلاً بالدرجة الأساس وكذلك عدد الأسهم وعدد العقود.  
ثانياً: مناقشة نتائج تحليل استراتيجية المركز القصير:

يكون سعي المضارب إلى أخذ مركزاً قصيراً Short Position أي بيع عقد مستقبلي على سلعة ما، عندما يتوقع اتجاه أسعارها نحو الهبوط، وفي حالة تحقق توقعاته فإنه يعتمد إلى إقفال مركزه بشراء عقداً مماثل.  
وبنابات البيانات الواردة في الجدول السابق، أي أن تكون عدد العقود (٤) عقود لكل مصرف من مصارف عينة البحث، الأمر نفسه يتعلق بعدد الأسهم (٢٥٠) سهم ونسبة الهامش المبدئي (١٠%)، وعمولة الوساطة (١٠%) من مجمل الربح. إلا أن التغيير الوحيد يكون في سعر السهم على وجه التحديد، وكما هو معروض في الجدول أدناه:-

#### جدول (٥)

أسعار الأسهم الآنية والمستقبلية في المصارف المختارة

سومر	البصرة	الشرق الأوسط	الإسلامي	أسعار الأسهم
٤,٧	٦	٩,٥	٤,٥	الآنية
٤,٦	٥,٧	٩,١٥	٤,٣٥	المستقبلية

المصدر: النشرة الرسمية لسوق العراق للأوراق المالية لشهر حزيران ٢٠٠٥  
وبالاعتماد على هذه البيانات يمكن حساب عائد المركز القصير للمصارف المبحوثة وكما هو معروض في الجدول (٦) أدناه:

يتبين من الجدول المذكور، أن المصارف قد توقعته انخفاض أسعار الأسهم في المصارف المختارة بحسب ما أشرنا إلى ذلك مسبقاً، لذلك عمدت إلى بيع أسعار الأسهم، وقد تحققت توقعاتهم تلك فعلاً، لذا يتوجب عليهم إقفال مراكزهم بشراء عقوداً مماثلة، وبعد طرح تكلفة الشراء وعمولة الوساطة (١٠% من مجمل الربح) يمكن التوصل إلى صافي الربح للمركز القصير في المصارف المبحوثة، حيث كان في أعلى مستوى له في مصرف الأستثمار حيث بلغ (٣١٥) دينار ليكون في المستوى الأول، يليه مصرف بغداد بمبلغ (٢٧٠) دينار في الترتيب الثاني، وفي المستوى الثالث كان المصرف الأهلي بمقدار (١٣٥) دينار، وأخيراً المصرف التجاري بمبلغ (٩٠) ديناراً.

#### جدول (٦)

حساب عائد المركز القصير في المصارف عينة البحث لعام ٢٠٠٥

المصرف التجاري	مصرف بغداد	مصرف الاستثمار	المصرف الأهلي	البيان
٤٧٠٠	٦٠٠٠	٩٥٠٠	٤٥٠٠	الإيرادات ٤ × ٢٥٠ × سعر السهم
٤٦٠٠	٥٧٠٠	٩١٥٠	٤٣٥٠	- التكلفة ٤ × ٢٥٠ × سعر السهم
١٠٠	٣٠٠	٣٥٠	١٥٠	مجمل الربح
١٠	٣٠	٣٥	١٥	- عمولة الوساطة (١٠%) من مجمل الربح
٩٠	٢٧٠	٣١٥	١٣٥	صافي الربح

يقود التحليل أعلاه إلى نتيجة مهمة تتعلق بالأسعار الآنية والمستقبلية، حيث كلما كان الفارق بينهما كبيراً قاد إلى ارتفاع مستويات صافي الربح. ثالثاً: تحليل عائد ومخاطرة الاستثمار في العقود المستقبلية: يعد تحديد الربح الخطوة الأساسية لحساب معدل العائد على الاستثمار في العقود المستقبلية، لذا يتوجب حساب أرباح وخسائر العقود المستقبلية. أ- أرباح وخسائر العقود المستقبلية:-

لإلقاء المزيد من الضوء على الكيفية التي تتحدد بها أرباح وخسائر العقود المستقبلية سوف نجري التسوية اليومية التي تعد من أهم صفاتها، وعلى ضوءها تتحدد قيمة العقد المستقبلي وبشكل يومي، وهذا ما يعكسه الجدول (٧) أدناه، ومنه يلاحظ مركز المشتري الذي يتمثل بالمصارف عينة البحث، ومركز البائع المتمثل بالمصارف المختارة لبيع بعض أسهمها كما أشير إلى ذلك سلفاً، وتبدأ التسوية اليومية منذ اليوم الثالث ونزولاً حتى اليوم الثاني ثم الأول وهكذا حتى الزمن صفر (اليوم) فإن كان التغير بالزيادة، فأنه يعد خسارة للبائع Short Position وربحاً للمشتري Long Position وبنفس القيمة من خلال تحرير عقد في كل يوم بهذه التغيرات ليعكس التسوية اليومية، فإن كانت هذه التغيرات في مصلحة المشتري فأنها تضاف إلى حسابه وتخصم من حساب البائع والعكس صحيح .

#### جدول (٧)

تحليل أرباح وخسائر العقود المستقبلية في المصارف عينة البحث لشهر آب ٢٠٠٥

اليوم	سعر التسوية	الأهلي	الإسلامي	سعر التسوية	الاستثمار	الشرق الأوسط	سعر التسوية	بغداد	البصرة	سعر التسوية	التجاري	سومر
	مركز المشتري	مركز البائع	مركز البائع	مركز المشتري	مركز المشتري	مركز البائع	مركز المشتري	مركز المشتري	مركز البائع	مركز المشتري	مركز البائع	مركز البائع
٤	٤,٠٥	-	-	٧,٦٥	-	-	٥,٤٥	-	-	٣,٧	-	-
٣	٤,١٥	٠,١	(٠,١)	٧,٧٥	٠,١	(٠,١)	٥,٤٥	-	-	٣,٨	٠,١	(٠,١)
٢	٤,٢٥	٠,١	(٠,١)	٧,٩٥	٠,٢	(٠,٢)	٥,٩٥	٠,٥	(٠,٥)	٣,٩	٠,١	(٠,١)
١	٤,٠٥	(٠,٢)	٠,٢	٧,٦٥	(٠,٣)	٠,٣	٥,٤٥	(٠,٥)	٠,٥	٣,٧	(٠,٢)	٠,٢
صفر	٤,٠٦	٠,٥٥	(٠,٥٥)	٨,٥	٠,٨٥	(٠,٨٥)	٦,٤	٠,٩٥	(٠,٩٥)	٤,٢	٠,٥	(٠,٥)
التدفق النقدي	٠,٥٥	(٠,٥٥)	(٠,٥٥)	٠,٨٥	٠,٨٥	(٠,٨٥)	٠,٩٥	٠,٩٥	(٠,٩٥)	٠,٥	٠,٥	(٠,٥)

ملاحظة: تشير الأقواس إلى القيم السالبة

والملاحظ من الجدول المذكور أن التدفقات النقدية النهائية، كانت بمجمعلها تشكل قيمة موجبة في المصارف عينة البحث، كانت في أعلى مستوى لها في مصرف بغداد وبمقدار (٠,٩٥) ديناراً، يليه مصرف الاستثمار (٠,٨٥) ديناراً، ثم المصرف الأهلي (٠,٥٥) ديناراً، وأخيراً المصرف التجاري بمقدار (٠,٥٠) ديناراً، والسبب في ذلك يتعلق بتغيرات أسعار الأسهم في الأيام المتعاقبة ضمن إطار التسوية اليومية، أما التدفقات النقدية في المراكز القصيرة (المراكز البائعة لأسهمها)، فقد كانت جميعها سالبة بسبب التسوية اليومية كما هو موضح أعلاه.

أن التحليل أعلاه يقود إلى نتيجة أساسية تتعلق بمدى الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود المالية الأخرى ضمن أدوات الهندسة المالية التي لا تتحقق الأرباح والخسائر فيها إلا في تاريخ التسليم على العكس منه في العقود المستقبلية

حيث تتحقق الأرباح والخسائر يومياً، وإذا رغب المستثمر في الحصول على تلك الأرباح فيمكنه إقفال مركزه بصفقة عكسية، وبحصوله على الأرباح مبكراً، تتاح له فرصة تحقيق عائد إضافي من إعادة استثمارها.

ب- معدل العائد على الاستثمار في العقود المستقبلية:

لا يختلف حساب معدل العائد على الاستثمار في العقود المستقبلية، عنه في الأسهم التي لا تجري المنشأة المصدرة لها توزيعات في الفترة من تاريخ الشراء حتى تاريخ البيع.

يتمثل العائد على الاستثمار بمعدل التقلب في سعر العقد Rate of Price Fluctuation خلال تلك الفترة ويكون حسابه من خلال المعادلة :

$$م = \frac{س٢ - س١}{ش}$$

حيث إن:

م = العائد على الاستثمار

س٢، س١ = سعر العقد المستقبلي في أول وآخر الفترة

ش = المستوى الفعلي للهامش

وبالاعتماد على المعادلة أعلاه يمكن حساب العائد على الاستثمار،

بالاعتماد على البيانات الواردة في الجدول (٧) السابق، وكما هو معروض في الجدول (٨) أدناه:

#### جدول (٨)

تحليل العائد على الاستثمار في المصارف عينة البحث

المصرف التجاري	مصرف بغداد	مصرف الاستثمار	المصرف الأهلي	البيان
٠,٥	٠,٩٥	٠,٨٥	٠,٥٥	سعر العقد في آخر الفترة (س٢)
٠,١	٠,٥	٠,١	٠,١	سعر العقد في أول الفترة (س١)
٠,٤	٠,٤٥	٠,٧٥	٠,٤٥	الصافي
%١٠	%١٠	%١٠	%١٠	الهامش الفعلي (ش)
٤	٤,٥	٧,٥	٤,٥	معدل العائد على الاستثمار (م)

يتبين من الجدول أعلاه أن أعلى معدل أئى على الاستثمار في المصارف عينة البحث كان في مصرف الاستثمار حيث بلغ (٧,٥)، وقد تساوى هذا المعدل في مصرف الأهلي وبغداد ليبلغ (٤,٥)، وقد انخفض هذا المعدل في المصرف التجاري ليصل (٤) ليكون في المستوى الاخير نسبة للمصارف عينة البحث.

ج- مخاطر الاستثمار في العقود المستقبلية:  
تزداد درجة تقلب العائد (المخاطر) كلما انخفض الهامش الفعلي، وكما هو واضح في المعادلة الآتية:-

$$\sigma^2 = \left(\frac{1}{\sigma}\right)^2 \times \dots$$

المعادلة يمكن حساب المخاطرة للمصارف عينة البحث وكما هو موضح في الجدول (٩) الآتي:-

جدول (٩)

تحليل مخاطر الاستثمار في العقود المستقبلية مقاسه بالتباين ( $\sigma^2$ )

المصرف	احتساب المخاطرة
الأهلي	$32,5 = 4,5 \times (0,27) \times (0,10/1) =$
الاستثمار	$126 = 7,5 \times (0,41) \times (0,10/1) =$
بغداد	$246 = 4,5 \times (0,74) \times (0,10/1) =$
التجاري	$33,6 = 4 \times (0,29) \times (0,10/1) =$

نلاحظ من الجدول أعلاه، ان أعلى مخاطرة استثمارية لعقود المستقبلية كانت في مصرف بغداد إذ بلغت (٢٤٦)، يليه مصرف الاستثمار بمخاطرة (١٢٦)، ثم المصرف التجاري حيث بلغت المخاطرة فيه (٣٣,٦)، أما أدنى مستو للمخاطرة فقد كانت في المصرف الأهلي بمقدار (٣١,٥).

النتيجة الهامة التي يمكن الوصول إليها من هذا التحليل هي ان المخاطرة تعتمد على بعض العوامل المؤثرة فيها بشكل مباشر أهمها:-  
(١) قيمة الهامش الفعلي. (٢) الانحراف المعياري ( $\sigma$ ) للتدفقات النقدية. (٣) معدل العائد على الاستثمار.

رابعاً: تحليل استراتيجية مراجعة المؤشر:-

تمثل مراجعة المؤشر Stock Index Arbitrage أسلوباً للمتاجرة ينفذ في سوق العقود المستقبلية والسوق الحاضرة في نفس الوقت، بهدف الاستفادة من فروقات الأسعار بينهما من خلال شراء المؤشر من أحد الأسواق وبيعه في السوق الأخر بالشكل الذي يكفل تحقيق الأرباح.

ومن الجدول (١٠) أدناه، تظهر البيانات الأساسية في تنفيذ استراتيجية مراجعة المؤشر:-

جدول (١٠) البيانات الأساسية لتحديد استراتيجية مراجعة المؤشر المبالغ بالآلاف

البيان	المصرف الأهلي	مصرف الاستثمار	مصرف بغداد	المصرف التجاري
قيمة مؤشر RVAR Sharp في السوق الحاضرة	٤,٣	٧,٧٨	٥,٨٥	٣,٦٥
قيمة مؤشر RVAR Sharp في السوق	٤,٧٣	٨,٥٥	٦,٤٤	٤,٠٢

				المستقبلية
				زيادة ١٠% عن السوق الحاضرة
٠,٠٧	٠,١٢	٠,١٦	٠,٠٩	توزيعات الأسهم ٢%
٠,٢٤	٠,٣٨	٠,٥١	٠,٢٨	عائد أدونات الخزينة ٠,٠٦٥

ومن الجدول (١٠) أعلاه نلاحظ البيانات الخاصة بالأسعار في الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية التي ازدادت فيها الأسعار بنسبة (١٠%) عن الأسعار الحاضرة، وكانت توزيعات الأسهم تشكل نسبة (٢%) بينما كان العائد على أدونات الخزينة (٠,٠٦٥)، وكان احتساب هاتين النسبتين نسبة للأسعار الحاضرة ووفقاً لهذه البيانات يمكن الوقوف على مراكز المصارف المستثمرة في يوم التسليم أي بعد (٦) أشهر محسوبة من تاريخ [أب\_٢٠٠٥]، علماً أن الأسعار الحاضرة تمثل أسعار للمصارف المختارة للاستثمار والتي كانت كما يلي [الأهلي مع الإسلامي، الاستثمار مع الشرق الأوسط، بغداد مع البصرة، التجاري مع سومر]، كما تطرقنا إلى ذلك سلفاً، وكان عدد الأسهم المشتراة (١٠٠٠) سهم في كل مصرف. والجدول (١١) يحدد مراكز المصارف المستثمرة.

#### جدول (١١)

المراكز الاستثمارية للمصارف عينة البحث الناجمة عن اعتماد استراتيجية مراجعة المؤشر

البيان	المصرف الأهلي	مصرف الاستثمار	مصرف بغداد	المصرف التجاري
الربح	٠,٤	٠,٧٧	٠,٥٩	٠,٣٧
توزيعات الأسهم	٠,٠٩	٠,١٦	٠,١٢	٠,٠٧
عائد أدونات الخزينة	٠,٢٨	٠,٥١	٠,٣٨	٠,٢٤
صافي الربح	٠,٢١	٠,٤٢	٠,٣٣	٠,٢

من الجدول (١١) أعلاه يتبين أن المصارف المستثمرة المتمثلة بعينة البحث سبق وأن اشترت أسهم من السوق الحاضر كما يعكسها الجدول السابق وبعد (٦) أشهر أمكن بيعها محققة أرباحاً كانت في أقصاها عند مصرف الاستثمار (٠,٧٧) ألف دينار، يليه مصرف بغداد (٠,٥٩) ألف دينار ثم المصرف الأهلي (٠,٤) ألف دينار، وفي المستوى الأخير جاء المصرف التجاري بربح قدره (٠,٣٧) ألف دينار.

أن شراء هذه الأسهم من قبل المصارف المبحوثة والاحتفاظ بها فترة (٦) أشهر يمكنها من الاستفادة من توزيعات الأسهم النصف سنوية لذلك أضيفت هذه التوزيعات إلى الأرباح الناجمة عن المكاسب الرأسمالية، ونظراً لأن المصارف عينة البحث اضطرت لبيع أدونات الخزينة في كل مصرف بقيمة مساوية تماماً لقيمة (١٠٠٠) سهم التي سبق أن اشترتها من الأسواق الحاضرة، فإن هذا سوف



يحررها من العائد المترتب على هذه الأوراق المالية لذلك تم طرحه من الأرباح المتحققة وعدّه تكاليف مالية ضمنية.

والجدير ذكره أن العوائد المتحققة في المصارف عينة البحث تكون بصرف النظر عن التغيير في سعر المؤشر مستقبلاً، ذلك طالما ان هناك عقد بيع بسعر مستقبلي كما هو مشار إليه في الجدول (١١)، أي ان مراجعة المؤشر لا تزيد من حجم المخاطر، ولكنها تسفر عن عائد يفوق العائد الذي كان يمكن تحقيقه بدون هذه الإستراتيجية.

ولغرض الوصول إلى حالة التوازن بين أسعار الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية وذلك من خلال تقليل الفجوة بين هذين السعيرين وذلك باعتماد المعادلة الرياضية الآتية:-

$$س * س = س (ف - * ز)$$

وبما أن سعر المؤشر في سوق العقود بتاريخ التسليم، لا بد أن يساوي قيمته في السوق الحاضر في نفس التاريخ. أي أن:

$$س * س = صفر$$

$$∴ س * س = س$$

حيث أن:

$$س * س = السعر الجاري للعقد في سوق العقود.$$

$$س = السعر الحاضر للسهم.$$

$$ف * = معدل الفائدة.$$

$$ز * = معدل التوزيع للأسهم.$$

جدول (١٢)

تحليل التوازن بين سوق العقود والسوق الحاضرة

التوازن	معادلة التوازن	المصارف
٠,٨٢	$(٠,٠٩ - ٠,٢٨) \times ٤,٣$	الأهلي
٢,٧٢	$(٠,١٦ - ٠,٥١) \times ٧,٧٨$	الاستثمار
١,٥٢	$(٠,١٢ - ٠,٣٨) \times ٥,٨٥$	بغداد
٠,٦٢	$(٠,٠٧ - ٠,٢٤) \times ٣,٦٥$	التجاري

أي أنه في ظل التوازن Equilibrium ينبغي أن يكون الفرق بين سعر المؤشر في سوق العقود أكبر من مثيله في السوق الحاضر بقيمة التوازن الذي كان في أقصاه عند مصرف الاستثمار بقيمة (٢,٧٢) ألف دينار، يليه مصرف بغداد (١,٥٢) ألف دينار ثم المصرف الأهلي (٠,٨٢) ألف دينار، وأخيراً المصرف التجاري (٠,٦٢) ألف دينار.

ووفقاً للنتائج أعلاه يمكن تحديد سعر التوازن الكلي للعقد المستقبلي على المؤشر من خلال المعادلة:

$$س * س = التوازن$$

وبتطبيقها على المصارف عينة البحث تكون النتائج:-

المصرف الأهلي:

$$\text{س}^* - ٤,٣ = ٠,٨٢$$

$$\text{.} \text{س}^* = ٤,٣ + ٠,٨٢ = ٥,١٢ \text{ ألف دينار}$$

مصرف الاستثمار:

$$\text{س}^* - ٧,٧٨ = ٢,٧٢$$

$$\text{.} \text{س}^* = ٧,٧٨ + ٢,٧٢ = ١٠,٥ \text{ ألف دينار}$$

مصرف بغداد:

$$\text{س}^* - ٥,٨٥ = ١,٥٢$$

$$\text{.} \text{س}^* = ٥,٨٥ + ١,٥٢ = ٧,٣٧ \text{ ألف دينار}$$

المصرف التجاري:

$$\text{س}^* - ٣,٦٥ = ٠,٦٢$$

$$\text{.} \text{س}^* = ٣,٦٥ + ٠,٦٢ = ٤,٢٧ \text{ ألف دينار}$$

نستخلص من النتائج أعلاه بأن سعر التوازن كان في مصرف الاستثمار بمقدار (١٠,٥) ألف دينار يمثل المستوى الأقصى، يليه مصرف بغداد في المستوى الثاني بسعر قدره (٧,٣٧) ألف دينار، وفي المستوى الثالث للمصرف الأهلي وبقيمة (٥,١٢) ألف دينار، وكان المصرف التجاري في المستوى الأخير وبسعر توازن قدره (٤,٢٧) ألف دينار.

المبحث الثالث

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات:-

اعتماداً على المناقشات والتحليلات التي تناولها البحث، وعلى التحليل المعتمد في المصارف المبحوثة، خلص البحث إلى جملة من الاستنتاجات وهي كالاتي:-

١- لتحديد أرباح وخسائر العقود المستقبلية يتوجب على المصارف المبحوثة إجراء التسوية اليومية، وهذا ما يميز العقود المستقبلية من أدوات الهندسة المالية الأخرى كالعقود الأجلة التي تجري فيها التسوية عند نهاية الفترة وعند إجراء التسوية اليومية يجب أن تكون من اليوم الأخير وحتى اليوم الأول، فأن كان التغير بالزيادة فإنه يعد خسارة للبائع وربحاً للمشتري وبنفس القيمة، ويحرر عقد في كل يوم بهذه التغيرات ليعكس التسوية اليومية، وفي النهاية يحسب إجمالي هذه التغيرات. فأن كانت في صالح المشتري فأنها تضاف إلى حسابه وتخصم من حساب البائع والعكس صحيح.

٢- يشابه حساب معدل العائد على الاستثمار في العقود المستقبلية مع الأسهم التي لا تجري المنشأة المصدرة لها توزيعات في الفترة الممتدة من تاريخ

- الشراء حتى تأريخ البيع. وكان أعلى مستوى للعائد على الاستثمار في مصرف الاستثمار وأدنى مستوى في المصرف التجاري.
- ٣- تزداد درجة تقلب العائد (المخاطرة) كلما انخفض الهامش الفعلي المتمثل بالمكافأة على العقود المستقبلية هذا بالإضافة إلى متغيرات أخرى متمثلة بالانحراف المعياري ومعدل العائد على الاستثمار وقد كانت أعلى مخاطرة استثمارية لعقود المستقبلية في مصرف بغداد ثم مصرف الاستثمار.
- ٤- تمثل مراجعة المؤشر أسلوباً للمتاجرة ينفذ في سوق العقود المستقبلية والأسواق الحاضرة في نفس الوقت بهدف الاستفادة من فروقات الأسعار بينهما من خلال شراء مؤشر من أحد الأسواق وبيعه في السوق الآخر بالشكل الذي يكفل تحقيق الأرباح. وتكون العوائد المتحققة في المصارف عينة البحث تكون بصرف النظر عن التغير في سعر المؤشر مستقبلاً وبالتالي فإن مراجعة المؤشر لا تزيد من حجم المخاطر وإنما تسفر عن عائد يفوق العائد الذي كان يمكن تحقيقه بدون هذه الاستراتيجية.
- ٥- ضمن استراتيجية المراجعة وفي ظل التوازن ينبغي أن يكون الفرق بين سعر المؤشر في سوق العقود أكبر من مثيله في السوق الحاضر بقيمة الت □ ازن الذي كان في □ قصاه عند مصرف الاستثمار، وفي أدناه عند المصرف التجاري.

ثانياً: التوصيات

- يوصي الباحثون بجملة من الأمور التي لها صلة وثيقة بإنجاح نوايا هذه البحث وهي:-
- ١- نشر الوعي الثقافي لدى العاملين في القطاع المصرفي من خلال تنظيم دورات مستمرة وشرح أبعاد التطور وسبل الرقي والوصول إليه من خلال اعتماد أدوات الهندسة المالية ضمن إطار العمل المصرفي العراقي.
- ٢- اعتماد أفراد مختصين في العمل المالي يتمتعون بكفاءات نادرة وقادرة على استيعاب آليات وحيثيات أدوات الهندسة المالية وكيفية تطبيقها في الجانب المحلي.
- ٣- يتوجب أن يكون سعر التوازن في سوق العقود المستقبلية أكبر من مثيله في السوق الحاضرة بمقدار قيمة التوازن.
- ٤- يوصي الباحث بأجراء دراسات ميدانية عن أدوات الهندسة المالية الأخرى كالعقود الأجلة في المصارف المبحوثة لتوسيع الرؤيا حول كيفية تطبيق هذه الأدوات المالية المتقدمة.
- ٥- ضرورة التوسع في استعمال استراتيجية المضاربة لتشمل فقرات عديدة من الميزانية أو جميعها في البيئة العراقية لغرض التعرف على آليات هذه الاستراتيجية بشكل أشمل وأدق.
- ٦- العمل على تطبيق الاستنتاجات النظرية والتطبيقية التي توصل إليها البحث في البيئة العراقية عند إجازة التعامل بأدوات الهندسة المالية.

- ٧- ضرورة التوسع في فترة البحث وكذلك عينته لتشمل قطاعات حيوية أخرى لمالها من أهمية في التوصل إلى نتائج ومعرفة دقيقة من قبل القطاعات العاملة وبالتالي توسيع رقعة تطبيقاتها .
- ٨- يوصي البحث بأجراء الدراسات المتنوعة والمتعلقة باستخدام النماذج الكمية وتبيان آلية عملها وكيفية استعمالها في تقويم أدوات الهندسة المالية وهي المستقبلات وما يتعلق بها من استراتيجيات.
- المصادر

أولاً: المصادر العربية

- أ. النشرات الرسمية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية للعام ٢٠٠٥.
١. الحسابات الختامية (كشف الأرباح والخسائر والميزانية العمومية وحساب المتاجرة والنقدية) لمصرف الأهلي العراقي.
٢. الحسابات الختامية (كشف الأرباح والخسائر والميزانية العمومية وحساب المتاجرة والنقدية) لمصرف الاستثمار العراقي.
٣. الحسابات الختامية (كشف الأرباح والخسائر والميزانية العمومية وحساب المتاجرة والنقدية) لمصرف بغداد.
٤. الحسابات الختامية (كشف الأرباح والخسائر والميزانية العمومية وحساب المتاجرة والنقدية) لمصرف التجاري العراقي.
٥. سوق العراق للأوراق المالية، النشرة الرسمية لأسعار الأسهم لعام ٢٠٠٥.
- ب. الكتب العربية
١. حبش، محمد محمود، "الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة- تطبيقات عملية"، الطبعة الأولى، بنك الأردن المحدود، 1998.
٢. رمضان، زياد سليم، "مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998.
٣. صبح، محمد، "الابتكارات المالية"، الطبعة الأولى، القاهرة، 1998.
٤. هندي، منير إبراهيم، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف- الإسكندرية، 2002.
٥. جودة، محفوظ، "الاستثمار في العقود المستقبلية"، البنوك، المجلد (١٨)، العدد (٥)، آذار، 1999.
- ج. الرسائل والأطاريح الجامعية
١. الفريجي، حيدر نعمة، "استخدام أدوات الهندسة المالية في إدارة فجوة الميزانية العمومية لعينة من المصارف العراقية دراسة تطبيقية"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، الجامعة المستنصرية، 2001.
- د. الشبكة المعلوماتية الدولية
- حسام الدين، محمد، "المضاربة على العملات"، موقع على الشبكة، إسلام أون لاين.نت. ٢٠٠٥. [WWW.IslamOnline.net/](http://WWW.IslamOnline.net/)

ثانياً: المصادر الأجنبية  
الكتب الأجنبية

1. Francis, J., "Investment Analysis and management", 4<sup>th</sup>.ed, N.Y., McGraw- Hill, (1986).
2. Francis, J., "Investment Analysis and management", 5<sup>th</sup>.ed, McGraw- Hill, Inc., (1991).
3. French, D., "Security and Portfolio Analysis, Concept and Management", OH, Merrill Pub., (1989).
4. Hempel, George; Simonson, "Bank management tax & gases", 5<sup>th</sup>.ed, John Wiley & Sons, Inc., (1999).
5. Howells, Peter; Bain, Keith, "Financial Markets & institutions", 3<sup>th</sup>.ed, Prentice Hall, (2000).
6. Johnson, Hazel, "Global Financial institutions & Market", Black Well Business, (2000).
7. Jones, Charles., "Investment, Analysis and management", 5<sup>th</sup>.ed, John Wily & Sons, Inc., (1996).
8. Kolb, Robert, W., "Understanding Futures Market", 5<sup>th</sup>.ed, Black Well Publish, Inc., U.K., (1997).
9. Kolb, Robert, "Financial derivatives", 2<sup>nd</sup>.ed, Black Well Business, (1996).
10. Koury, Sarkis J., "Speculative Markets", N.Y., Macmillan Publishing Comp., (1984).
11. Madura, Jeff., "International Financial management", 6<sup>th</sup>.ed., South Western College Publishing, (2000).
12. Saunders, Anthony., "Investment Institution Management, An Modern perspective", 3<sup>th</sup>.ed, McGraw- Hill, (2000).
13. Sharpe, William; Alexander, Grodon, "Investment", 4<sup>th</sup>.ed., N.Y., Prentice – Hall, Englewoodeliffs, (1990).
14. Solink, Bruno, "International Investment", 4<sup>th</sup>.ed, An imprint of Addison Wesley Longman, Inc., (2000).