

**توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات**

**- دراسة استشرافية لعينة من المصارف العراقية -**

الأستاذ الدكتور

جليل كاظم مدلول العارضي

جامعة سومر

المدرس

زيد متعب عباس العباسي

جامعة الفرات الأوسط التقنية

Zaid-alabassi@atu.edu.iq

**Employment The Forward Contracts to protect  
against currencies and interest rate fluctuation  
- Prospective Study of Sector of the Iraqi Private Banks -**

**Prof. Dr.**

**Jaleel k. Alaardhy**

Summer university

**Lecturer**

**Zaid M. Al-abassi**

Al-Furat Al-Awsat Technical University

## **Abstract:-**

Acquires search relevance in light of his take on a vital issues, by seeking to link the futures and hedge and how through which overlap these strategies in Development vital sector bank, with research aims to how to determine strategies futures and then employ them for the purposes of hedging to make losses or risks accompanying the returns at the lowest levels, and here is determined by the research problem the President and to suggest that studies of theoretical and applied that addressed the issue of financial engineering and tools derived confined to the global aspect Advanced, and limitations at the local level, so that the studies conducted at the local level have adopted aspects of research does not meet the solution financial problems of local, and on this basis was this study deals with a subject very important never to studies conducted in the practical side of eating and goal strategies futures and how to employ them for the purposes of hedging in the Iraqi banking sector private to find out the problems underlying financial and developing appropriate solutions and in the form that makes of these banks financial facilities able to stand up against international competition or World.

**Keywords:-** Financial Derivatives, Long Position Strategy, Short Position Strategy, Financial Risk.

## **المستخلص:-**

يكتسب البحث أهميته في ضوء تناوله لأحد الموضوعات الحيوية، من خلال سعيه للربط بين العقود الآجلة والتحوط والكيفية التي من خلالها تتداخل هذه الاستراتيجيات في انماء القطاع الحيوي المصرفي، إذ يهدف البحث الى كيفية تحديد استراتيجيات العقود الآجلة ومن ثم توظيفها لأغراض التحوط المالي لجعل الخسائر أو المخاطر المرافقة للعوائد بأدنى مستوياتها، وهنا تتحدد مشكلة البحث الرئيسة والتي تشير الى إن الدراسات النظرية والتطبيقية التي تناولت موضوع الهندسة المالية وأدواتها المشتقة اقتصر على الجانب العالمي المتقدم، ومحدوديتها على المستوى المحلي، حتى إن الدراسات التي أجريت على المستوى المحلي قد اعتمدت جوانب بحثية لا تفي بحل المشكلات المالية المحلية، وعلى هذا الاساس جاءت هذه الدراسة لتتناول موضوعاً غاية في الاهمية لم يسبق للدراسات التي أجريت في الجانب العملي تناوله والمتمثل باستراتيجيات العقود الآجلة وكيفية توظيفها لأغراض التحوط المالي في القطاع المصرفي العراقي الخاص للوقوف على مشكلاته المالية الأساسية ووضع الحلول المناسبة لها وبالشكل الذي يجعل من هذه المصارف منشآت مالية قادرة على الوقوف بوجه المنافسة الدولية أو العالمية.

**الكلمات المفتاحية:** المشتقات المالية، استراتيجية المركز الطويل، استراتيجية المركز القصير، المخاطر المالية.

## المقدمة :-

يمثل استعمال تقنيات الهندسة المالية العامل الأكثر تأثيراً في الأسواق المالية خلال السنوات الأخيرة، إذ يشير تقرير اللجنة الدولية الدائمة للعملة الأوروبية المنبثق عن مجموعة الدول العشر المنشور في كانون الثاني عام ١٩٩٦ الى ان أدوات الهندسة المالية هي المثال الوحيد البارز للمبتكرات التي تمكنت من تغيير سلوك الأسواق المالية في السنوات الماضية، وهذه الأدوات هي التي دفعت الى تزايد قلق مديري المصارف بدرجة كبيرة للمخاطر التي تصاحبها. وتعد الأدوات المشتقة من الآليات الأساسية للهندسة المالية وتكتسب المشتقات كونها جوهر الهندسة المالية أهميتها من أنها تبتدع طرقاً جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية وتقليل الكلفة لكل من المصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد إلى جانب توزيع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار المتاحة لهم، وتعد العقود الآجلة احد أهم أنواع المشتقات لأنها تعطي المستثمر فرصة لتقليل المخاطر التي يتعرض لها الى ادنى مستوى ممكن، وكان التعامل بها في مجال السلع والمواد الزراعية التي امتازت بالتقلب السريع والكبير في اسعارها، إذ أن الطلب على هذه السلع ثابت في حين ان عرضها متغير ويعتمد اساساً على التقلبات الجوية وان أي نقص في عرضها يقود الى ارتفاع اسعار هذه السلع بشكل كبير على خلاف اسعار باقي انواع السلع الاخرى كالنفط والذهب فانه مرهونا بقوى العرض والطلب.

ونتيجة للتطورات الكبيرة في اسواق الاوراق المالية والعملات الأجنبية خلال الخمس والعشرين سنة الماضية وما تتضمنه من مخاطر، فان هذه التطورات دفعت باتجاه اعتماد العقود الآجلة لتجنب هذه المخاطر، ويكون التعامل بهذه العقود في بورصات منظمة وتكون عادة موحدة ونمطية، تستعمل عادة لبيع وشراء موجود معين بسعر متفق عليه وبتاريخ محدد في المستقبل، والقاعدة الاساس في هذا العقد ان الاصل والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد على ان يتم تنفيذ دفع الثمن وتسلم الاصل المتفق عليه مستقبلاً. وقد سعى الباحث في هذه الدراسة الى التطرق بشيء من التفصيل لبعض مفردات العقود الآجلة الاساسية والية عمل تلك العقود باستعمال نماذج معينة، مع تحديد قيم بعض المقاييس الهامة ذات الفائدة الكبيرة في مجال الربط بين العقود الآجلة والتحوط ومن هذه

المقاييس هو مقياس (libor)، والتي على ضوءها أمكن تحديد أولوية تنفيذ العقود الآجلة.

إن الأساس الذي قامت عليه هذه الدراسة هو لغرض معالجة مشكلة أساسية تتمثل بالمنافسة التي تواجهها منشآت الاعمال ومنها المصارف الخاصة مع غيرها العاملة في نفس قطاع الصناعة، وما زاد من حدة المنافسة انفتاح القطر على البيئة الدولية والعالمية، حيث المنشآت المعتمدة في تنفيذ انشطتها المالية وغير المالية على تقنيات متطورة كثيراً، تفتقر إليها المصارف العراقية التي كانت وما زالت تمارس أنشطتها المصرفية على آليات متقادمة كثيراً لا يمكن لها دعم المصارف وجعلها في محط المنافسة الدولية، الأمر الذي يستلزم منها اعتماد برامج عمل متطورة وتقنيات مالية حديثة، منها الهندسة المالية وأدواتها المشتقة كالعقود الآجلة واستراتيجياتها المعاصرة فالتحوط الذي يجعل من هذه المصارف في وضع مالي آمن أمام هذه المنافسة الخارجية والتحديات وهنا تكمن مشكلة البحث الأساسية وتنبع أهمية البحث من أهمية الموضوع الذي يتناوله المتمثل بإحدى أدوات الهندسة المالية وكيفية تطبيقها في قطاع حيوي هام يتمثل بالقطاع المصرفي العراقي الخاص، بهدف تغطيته من المخاطر المالية وجعلها في أدنى مستوياتها، لما لذلك من أهمية كبيرة في المحافظة على وضع الشركة (المصرف) ومن ثم نموه توسعه كثيراً من خلال تحقيق أقصى ما يمكن من العوامل بأقل درجة من المخاطرة. كما تبرز أهمية الدراسة ايضاً، من أنها تمثل أولى المحاولات التي لم تسبقها دراسة مماثلة خاصة تتعلق بجوانب العقود الآجلة وما ينطوي عليه من استراتيجيات مهمة تخدم الواقع المصرفي العراقي باعتماد استراتيجيات التحوط وما تتضمنه من ادوات وتقنيات حديثة بالشكل الذي يمكن معه القول بأن الدراسة قد اشتملت جميع نواحي ومتغيرات العقود الآجلة، وعلى هذا الأساس أمكن الوصول الى هدف البحث المتمثل بكيفية تحديد استراتيجيات العقود الآجلة ومن ثم توظيفها لأغراض التحوط المالي لجعل الخسائر أو المخاطر المرافقة للعوائد بأدنى مستوياتها، وذلك لغرض قياس فرضية البحث للتأكد من أنها مطابقة لعمل القطاع المصرفي العراقي المختار، والذي يتضمن (٢٢) مصرف خاص مسجل في سوق العراق للأوراق المالية، وقد تم التوصل بحسب النتائج التطبيقية للبحث الى إثبات صحة الفرضية الرئيسة للبحث.

وقد قسم البحث الى اربعة مباحث اساسية، يشتمل المبحث الأول على الاطار النظري

توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات.....(١٠١)

للبحث والذي تضمن مفهوم الهندسة المالية، مفهوم المشتقات، مفهوم العقود الآجلة، أنواعها ومفهوم التحوط، أما المبحث الثاني فخصص لمنهجية البحث المتضمنة مشكلة البحث، أهميته، هدف البحث وعينة البحث وفرضيته، إذ تم أخذ عينة تتكون من (٢٢) مصرف مسجلة في سوق العراق للأوراق المالية، والأساليب المالية المستعملة في البحث، وتناول المبحث الثالث الجانب التطبيقي للبحث، والذي عالج (تحليل استراتيجية التحوط)، أما المبحث الرابع والأخير فقد تناول أهم الاستنتاجات وكذلك التوصيات الضرورية بنظر الباحث والتي تفيد لأغراض نظرية وميدانية في الجانب المحلي.

## المبحث الأول

### الإطار النظري للدراسة

#### أولاً: الهندسة المالية:- Financial Engineering

تعد الهندسة المالية مفهوماً قديماً قدم التعاملات المالية، إلا أنه يبدو حديثاً نسبياً من حيث المصطلح والتخصص، إذ إن معظم مفاهيم الهندسة المالية مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات ذات العلاقة، أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية أو الأسواق المالية (قندوز، ٢٠١٠:٢).

وتعرف الهندسة المالية على إنها خلق وابتكار أدوات مالية كالسندات القابلة للتحويل، التوكيلات والمقايضات، كما تمثل الهندسة المالية تصميم، تطوير، وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم الحلول المبدعة للمشكلات الاقتصادية والمالية (نصار، ٢٠٠٦: ١٠٣)، (لعرابة، ٢٠٠٩: ٩)، ولا يقتصر دورها على المنتجات الجديدة فحسب، بل يمتد ليشمل محاولات تطوير أدوات وأفكار قديمة لخدمة منشآت الأعمال (عبد العزيز، ٢٠٠٢: ٣٣٠). كما إنها توضح استراتيجيات إدارة المخاطر للتعلم في معالجة المخاطر التي تواجهها المؤسسات، من خلال تطبيق العلوم المسندة أساساً إلى النماذج الرياضية في قرارات الاستثمار والاقتراض وإدارة المخاطر (Bodie et al، 2004:2)، وبهذا فهي توضح التطبيق العملي لحل المشاكل وتصميم منتجات جديدة. وعليه فإن الهندسة المالية يمكن أن تمتلك القدرة على تخفيض كلف النشاطات القائمة وتقليل مخاطرها، ومن ثم تطوير سلع وخدمات الأسواق الجديدة (Tufano، 1996:236). وهي من الممارسات التي يمكن

(١٠٢).....توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات

استعمالها فقط عند تحديد البيئة ذات الصلة (سياسية أو اجتماعية) (Neftci، 23:2008). وقد تستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية، إذ يأخذ مثل هذا التحليل عادة النماذج المالية المعدة لهذا الغرض.

وتستعمل الهندسة المالية كثيرا في السوق المالية (مع إجراء تعديلات عليها). خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات واسهم المستقبلات، ويسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين من فهم أفضل للسوق المالية ومن ثم فهم أفضل من طرف في السوق، ويعد هذا مهما بالنسبة لهم لان دقة المعلومات وسرعتها تكون اساسية في اتخاذ القرارات (Liew، 16:2006). وفي واقع الأمر تغطي الهندسة المالية عدة مجالات منها: (هندي، ١٥:٢٠٠٣).

١- الخدمات المالية في البنوك.

٢- تخطيط الخدمات المالية للأفراد واعداد التقارير للمخطط المالي القانوني.

٣- تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين.

٤- ادارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية، التجارية (الخاصة والعامة)، المحلية والدولية لغرض الربح أو غير ذلك.

وتنشأ الحاجة للهندسة المالية أما استجابة للفرص الاستثمارية على وفق تطلعات المستثمرين والمؤسسات معا، أو للتعامل مع قيود المنافسة الدولية وتقليل المخاطر المحيطة بالأنشطة الاستثمارية.

نستخلص مما تقدم إن مصطلح الهندسة المالية يرتبط بالإبداع، الابتكار والبحث عن الأدوات والحلول الجيدة للمشاكل المالية والذي يعني تصميم عقود مالية جديدة لإدارة المخاطر وتوفير أفضل الوسائل والأساليب في التعامل بين المستثمرين والشركات والذي يؤدي بدوره إلى زيادة كفاءة النظام المالي في المؤسسة المعنية وان أدوات الهندسة المالية تتمثل بالمشتقات.

## ثانياً: المشتقات المالية:- Financial Derivatives

إن مصطلح المشتقات المالية يشير الى فئة واسعة من الادوات المالية التي تتركز أساساً في

توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات.....(١٠٣)

الخيارات والعقود المستقبلية. وتستمد قيمتها من السعر والمتغيرات الأخرى ذات صلة بالأصول الأخرى. ويمكن تعريف المشتقات على أنها (وسيله لجني الشيء من شيء اخر) أو انها(اداة مشتقة تحدد قيمتها من قيمة موجود مالي اخر قد يكون اوراق مالية وغيرها) (Ashutosh & Satish، 2010:16)، وسميت المشتقات المالية بهذا الاسم، لأن قيمتها تشتق من عقد أو ورقة مالية أساسية (الحجازي، ٢٠٠٩: ٢٤)، وهي اوراق مالية تعتمد قيمتها على اوراق مالية اخرى، أي هي عقود أكثر من كونها اصدار جديد لأوراق مالية أساسية (Johnson، 2000:138)، ويبرز هنا جانب الالتزام والتعاقد بين طرفي العقد، (Hull، 2007:8)، ويمكن فهم المشتقات من خلال مقارنتها مع مضامين الأدوات المالية الأصلية، فالثانية تتضمن تلك الأدوات التي تظهر في صلب الميزانية العمومية والتي يترتب على اقتنائها حدوث تدفق نقدي يكون على شكل مدفوعات نقدية يحصل عليها من بيعها أو إصدارها وعادة ما يكون اطفائها إما عند بيعها أو عند انتهاء استحقاقها، ومن بينها الاسهم والسندات وغيرها من أدوات الملكية أو أدوات الدين الأخرى (مطر و تيم، ٢٠٠٥: ٢٥٤).

وتعد المشتقات من التطورات المهمة في أشكال الاستثمارات التي لاقت اهتماماً واسعاً في الاسواق المالية خلال العقود الخمس الأخيرة، وتم التعامل مع بعض أدوات المشتقات في البورصات أما البعض الآخر فيتم توفيره للزبائن بواسطة المؤسسات المالية (الدوري، ٢٠١٠: ٣٢٧). إن انتشار الأدوات المشتقة هو لغرض حماية المستثمرين من المخاطر الناجمة عن التغيير في اسعار الاوراق المالية (حنفي و قرياض، ٢٠٠٦: ٣١١). وقد بدأت أسواق المشتقات في الولايات المتحدة وبريطانيا واوروبا عملها في السبعينات من القرن الماضي (Chaudhry et.al، 2010:217)، والمشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتنوع هذه العقود على وفق طبيعتها ومخاطرها واجالها (الخوري، ٢٠٠٧: ٤). تخول المشتقات المالية لحاملها الحصول على سلسلة من المدفوعات النقدية في مرحلة أو وقت محدد في المستقبل من البائع وربما في بعض الحالات يتم تسليم أصل بدلاً من الدفع النقدي (Chyi & Ming، 2010:151)، فالمشتقات أدوات تستعمل لتغيير مستوى المخاطرة التي تتعرض لها المنشآت أو قد تحول شكل المخاطرة الى شكل آخر، واحياناً يزيد استعمالها من مستوى المخاطرة عندما تعمل في عمليات المضاربة لكي تتم الاستفادة من حركة بعض التغيرات في الاسعار (Ross et al، 2008:714).

وتوجد أنواع للمشتقات المالية يمكن تصنيفها على النحو الآتي: (lea، 6: 2011)

١- العقود المستقبلية (Futures Contracts)

٢- عقود الخيارات (Option Contracts)

٣- المبادلات (Swaps)

٤- العقود الآجلة (Forward Contracts)

### ثالثاً: العقود الآجلة:- Forward Contracts

ظهرت العقود الآجلة في اواخر القرن التاسع عشر في المناطق الزراعية في الولايات المتحدة الأمريكية وبدأ استعمالها في المحاصيل الزراعية أولاً. وكان الهدف من استعمالها هو إدارة مخاطر اسعار الانتاج من خلال الدخول في اتفاقيات ثنائية لتسليم الحبوب في تاريخ لاحق وبسعر قابل للتفاوض (Katchova & Miranda، 18:2004)، ومن ثم انتقل استعمال هذه العقود الى أنواع عديدة من السلع والأدوات التي يتم تداولها في الاسواق، ويقصد بالعقود الآجلة (Forward Contract) بانها تلك العقود التي يلتزم من خلالها البائع بتسليمه السلع للمشتري في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ (exercise price) (هندي، ٢٠٠٠: ٦٦٨)، فالعقد الآجل يتم التفاوض عليه بين طرفين اساسيين وذلك لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً بحيث يتم التسليم في وقت لاحق، وهذا العقد تخضع شروطه للتفاوض بين البائع والمشتري، وبعد إبرام العقد يكون المشتري ملزماً بشراء الاصل، ويكون البائع ملزماً ببيع الاصل بالسعر المتفق عليه، وهذه العقود لا يتم تداولها في البورصة وإنما يتم التعامل بها في الاسواق الموازية، مثل العقود الخاصة بالاستيراد والتصدير (Downes & Coodmian، 65:1995).

والعقود الآجلة يقصد بها الاتفاق الملزم ببيع أو شراء اصل ضمني في المستقبل مقابل سعر يتم تحديده اليوم، ويحدد العقد الاجل سمات وكميات الاصل المفترض تسليمه، واليات التسليم من الوقت والتاريخ والمكان، والسعر المسمى بالآجل والذي يتم تحديده اليوم ويتم دفعه وقت التسليم. وإن معظم العقود الآجلة ليس لها معايير ثابتة ولا يتم تداولها في البورصات، ويعقد اتخاذ المواقف في العقود الآجلة عملية يتساوى فيها الاطراف

توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات.....(١٠٥)

(www.alraimedia.com)، وقد تكون اتفاق خاص ومغلق بين الطرفين (خميسي، ٢٠٠٩: ٥).

وتستعمل المصارف والمستثمرون العقود الآجلة لتجنب مخاطر تقلبات اسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية وتدفقات الايرادات والالتزامات في المستقبل (حنفي، ٢٠٠٩: ٤٨٣). إن عقد الفائدة الاجل هو اتفاق بين طرفين يضمن بموجبة كل منهما تطبيق سعر فائدة محدد في المستقبل (من ثلاثة شهور الى سنة) على اقتراضه أو على استثماراته لمبلغ معين من المال. ومن هنا يتبين بان عقد الفائدة الاجل هو من ادوات التحوط الرئيسة ضد مخاطر تحركات اسعار الفائدة، إذ استعمل من قبل المقترض لغرض تثبيت سعر فائدة الاموال التي سيقترضها في وقت محدد في المستقبل، كذلك إن المستثمر يستطيع ان يثبت سعر الفائدة التي سوف يقبضها على أمواله التي سوف توظف في وقت محدد في المستقبل ويتم التعامل بهذه العقود في سوق ما بين البنوك OTC، ولا يتم التعامل بها في الاسواق المالية النظامية، لهذا فان التعامل بها يكون محصورا ما بين البنوك أو بين البنوك وزبائنها (حبش، ٢٦٥: ١٩٩٨).

إن العقود الآجلة في حقيقتها هي عقود شخصية، يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية، التي قد لا تلائم غيرهما، وفي ظل تلك الشروط المفصلة لا يتوقع ان يكون لتلك العقود سوق ثانوي، وهذا يعني انه بمجرد ابرام العقد لا يستطيع أي من الطرفين الغاءه، بما ينطوي عليه ذلك من مخاطر عدم القدرة على التسليم، ومخاطر تغير جوهرى في سعر السلعة في المستقبل، فضلا عن ان مثل هذه العقود لا يجد فيها المضاربون مكان لهم، فالمضاربون لا غرض لهم في السلعة محل التعامل بل ما يهمهم هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة، ليقوموا بالبيع والشراء بهدف تحقيق الارباح (العبادي، ٢٠٠٥: ٤٤). ويتضمن العقد الاجل نوعين من السعر (John، 39-38: 1995):

- سعر التنفيذ: وهو السعر المتفق عليه لتنفيذ العقد اجلا ويتم تحديده بين طرفي العقد على وفق العرض والطلب ومدى رؤية كلا الطرفين من الاستفادة من هذا السعر في المستقبل وتوقعات كلا الطرفين عن المستقبل، ولا يتغير هذا السعر من تأريخ إبرام العقد وحتى تأريخ التنفيذ.

- السعر الاجل: وهو سعر العملة أو الاصل موضوع العقد الاجل في المستقبل وهذا السعر يتغير بمرور الوقت مع تغير الاسعار في السوق، ويمكن القول ان سعر التنفيذ

(١٠٦).....توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات

هو توقع للسعر الآجل في تاريخ إبرام العقد ولكن ليس شرطاً ان يتساوى السعران (التنفيذ والآجل) في تاريخ التنفيذ.

ويتحدد الربح أو الخسارة في العقد الآجل من خلال العلاقة بين السعر الآجل للأصل أو كما يطلق عليه بالسعر الفوري (Spot Price) وسعر التنفيذ (Strik) المتفق عليه بموجب العقد بين الطرفين، فعند ارتفاع سعر الأصل بتاريخ تنفيذ العقد أي يصبح اعلى من السعر المتفق عليه في العقد (سعر التنفيذ) فأن ذلك يؤدي الى تحقيق ربح للمشتري وبالمقابل يمثل خسارة للبائع، وعندما يحصل العكس فأن البائع يحقق الربح وهو بالمقابل خسارة للمشتري (الدوري، ٢٠١٠: ٣٤٧).

ومن الجدير بالذكر ان العقود المستقبلية هي امتداد طبيعي للعقود الآجلة، بل يمكن القول بان العقود الآجلة ماهي الا عقوداً مستقبلية تم تميؤها من حيث مستوى الجودة، عدد الوحدات داخل العقد وتاريخ التسليم وغيرها (العارضى، ٢٠١١: ٣).

وتوجد انواع مختلفة من العقود الآجلة ولكن اشهرها هي: ( & Reilly Brown، 2003:915)

أ- العقود الآجلة للعملات.

ب- العقود الآجلة لأسعار الفائدة.

أ- العقود الآجلة للعملات: Currencies forward contracts

تبرز أهمية العقود الآجلة من أنها اداة تستعمل لإدارة المخاطر التي تتعرض لها اسعار الصرف، وتعمل على تثبيت سعر الصرف للصفقات في موعد استحقاقها، ان تداول العقود الآجلة على العملات يمثل الاسواق الاكثر فاعلية من الاسواق المستقبلية، إذ ان التداول في الاسواق الآجلة يحصل باستمرار وعلى مدى (٢٤) ساعة، في اشهر المصارف العالمية و في مختلف أنحاء العالم. وتؤدي هذه المصارف دور الوسيط لحساب شركات ذات انشطة في التجارة الدولية، إذ تنظم عمليات انتقال العملات الفورية وانتقال العقود الآجلة بين البلدين (الراوي، ٢٠٠٩: ٣٥٣).

توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات.....(١٠٧)

إن الطريقة الأفضل لإدارة مخاطر اسعار الصرف تتمثل باستعمال العقود الآجلة (Engel & Matsumoto، 3:2009)، وتستعمل العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب اسعار صرف العملات وذلك بأبرام العقود الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية، فإذا قام الطرف (أ) ببيع بضاعة على الحساب الى الطرف (ب) في دولة اخرى على ان يقبض ثمنها بعد ستة شهور مثلاً بالعملة الاجنبية، وتوقع الطرف (أ) ان تنخفض قيمة العملة الاجنبية مستقبلاً فأن بإمكانه ان يبيع العملات الاجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آنياً على ان يتم التسليم بعد ستة شهور، ومن ثم فأن أي انخفاض في العملة الاجنبية لن يؤثر على صافي المبلغ الذي سوف يقبضه بعملته المحلية (حطاب، ٢٠٠٨: ٨).

ب - العقود الآجلة لأسعار الفائدة: Interest rate Forward contracts

وهي من اقدم انواع العقود الآجلة المبنية على اسعار الفائدة وتسمى احياناً بـ (اتفاقيات الاسعار الآجلة) (Forward Rate Agreement) (FRA)، وهي اتفاقية تعقد بين طرفين في وقت محدد في المستقبل لتسوية الفرق بين سعر الفائدة المتفق عليه بتاريخ العقد وسعر الفائدة السائد في السوق بتاريخ التسوية (www.riskworx.com). وتتضمن هذه الاتفاقية الآتي: (Adrian et.al، 5:2006)

١- سعر الفائدة. ٢- المبلغ. ٣- المدة. ٤- العملة.

#### رابعاً: التحوط:-- Hedging

إن العامل المشترك بين جميع المتحوطين هو انهم عرضة للمخاطر السعرية في السوق الآني، أي أن ما يمتلكونه سوف يتأثر نتيجة التغير في الأسعار السوقية للسلع الحالية. والتأثير ربما يكون عبر التقلب بالقيمة الحالية أو نتيجة التقلب بهوامش الربح أو الايرادات أو العوامل الاخرى. ويسعى المتحوطون الى التقليل من اثار التغيرات بالأسعار الآنية على مراكز ثرواتهم. وتقسّم هذه المراكز الى مراكز طويلة ومراكز قصيرة. فعندما يمتلك المتحوط مركز طويل غير محوط فإنه سيعاني من الانخفاض في ثروته عند انخفاض الاسعار النقدية وتزداد ثروته عند زيادة الاسعار النقدية. وفي حال امتلاكه لمركز قصير فأن ثروته تزداد عندما تنخفض الاسعار والعكس صحيح (Brown & Errera، 60:1987) وقبل القيام بالتحوط لا بد من تحديد ماهية وطبيعة المخاطرة التي يتعرض لها المركز المتحوط بالسوق

النقدي. وبالتالي فإن التحوط يشمل اتخاذ مركز معاكس للمركز المعرض للمخاطرة، وهذا المبدأ ينطبق على جميع ادوات التحوط سواء كانت عقود آجلة، مستقبليات، خيارات أو مبادلات (VanHorne)، (1998:562). ومن خلال اعتماد العقود الآجلة يتم اكتشاف سبل وطرق جديدة لإدارة المخاطر، ويتم ذلك من خلال تحليل وتجزئة المخاطر المجتمعة في الادوات المالية التقليدية، مثل مخاطر سعر الفائدة، مخاطر اسعار صرف العملات الاجنبية ومخاطر تقلب الاسعار وادارة كل نوع من هذه المخاطر من خلال عملية التحوط ويستعمل المتعامل هذه الاداة لضمان بيع موجوداته بسعر لا يقل عن سعر التنفيذ خاصة اذا ما انخفضت الاسعار بأقل من هذا السعر في الاسواق المالية، وتتم هذه العملية من خلال اخذ مركز طويل (الشراء) في السوق الآجلة لمقابلة البيع في السوق النقدية الحالية، وهي تمثل عملية شراء بسعر يتفق عليه اليوم ولكن تسليم الموجود يكون في وقت محدد في المستقبل ويتم الاتفاق بين الطرفين، والطرف الذي يشتري بتأريخ مستقبلي يسمى صاحب المركز الطويل، اما الطرف الاخر الذي يسلم الموجود في التأريخ المستقبلي المنفق عليه يسمى صاحب المركز القصير(العارضي، ٢٠١١: ٥).

إن التحوط بالعقود الآجلة يعد من ادوات التحوط القائمة على عقود المعاوضة التي يراد بها تحقيق الارباح (مصطفي، ٢٠١٢: ١٦)، وهو مهم بالنسبة للمستثمرين لأنه يساعد على تحديد اسس المخاطرة ومن ثم تقليلها أو تلافئها، ويهدف الى التعامل مع الحالات التي يتوقع فيها المستثمر ان تحقق اسهم الشركة نتائج جيدة في ما يتعلق بالمنافسين بالصناعة، وواحدة من اهداف استعمال العقود الآجلة هو التحوط من اثار تذبذب اسعار صرف العملات بالنسبة للمتعاملين الذين لديهم التزامات دفع آجلة ( Santomero & Babbel، 2002:380)، فمثلا في حال قيام الطرف (أ) ببيع سلعة بـ (١٠٠) يورو تستحق في ٢٠١٢/٣/٣١ وتحوط لتغيرات سعر اليورو مقابل الدولار من خلال استعمال عقد آجل لبيع (١٠٠) يورو مقابل (٥٠) دولار بتأريخ استحقاق ٢٠١٢/٣/٣١ (مشعل، ٢٠١٢: ٨)، بالتالي فإن العقود الآجلة تؤدي الى الحد من المخاطر التي تنشأ من تحركات اسعار الصرف في المستقبل (Mykel، 2011:6)، وهذا التحرك قد يكون ايجابي أو سلبي إلا إن إدارة المخاطر تركز على الجانب السلبي لتلافئه أو التقليل من اثاره (Christine)، 2012:1، وكان سبب ظهور العقود الآجلة هو نتيجة للتغير المستمر لبيئة الاستثمار وقد جاءت هذه الأداة استجابة

توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات.....(١٠٩)

لطبيعة احتياجات اسواق المال والمستثمرين للتحوط على استثماراتهم ضد التقلبات المفاجأة التي تهدد قيم الاصول الاستثمارية(شاكر، ٢٠١١: ٣)، إذ تؤدي هذه الأداة (العقود الآجلة) الى تجزئة المخاطر المجتمعة وتحويلها الى عناصر اقل تأثيراً وضبطها بدقة، ويمكن تقييم فعالية العقد الاجل في التحوط ضد المخاطر من خلال مقارنة التغيرات التي تحدث للسعر الاجل مع التغيرات التي تطرأ على السعر الآني فاذا كانت هذه التغيرات متقاربة أو متساوية فالتحوط يكون غير فعال (Josef & John، 2012:3)، وتستعمل العقود الآجلة على وجه الخصوص للحماية من مخاطر انخفاض الاسعار بالإضافة الى الحماية من مخاطر ارتفاع الاسعار. وان وجود المراكز المفتوحة هي التي تسبب هذه المخاطر بسبب تقلبات الاسعار ولكي يتم تجنب هذه المخاطر يتوجب على المتعامل تنفيذ الاجراءات الاتية: (حبش، ١٩٩٨: ٧٠).

١- اغلاق المراكز المفتوحة من خلال انشاء مراكز بنفس الشروط ولكن بالاتجاه المعاكس، فإذا قام متعامل بتنفيذ عقد اجل لزبون وأسترى مبلغ محدد لفترة زمنية محددة، فإن ذلك يتطلب من المتعامل القيام بأجراء العقد المعاكس وهو بيع نفس المبلغ المحدد وبنفس الفترة أيضاً.

٢- القيام بربط المبالغ التي تم شراؤها في السوق الآني لغاية استحقاق العقد الاجل وبهذا التأريخ يستلم البنك قيمة الوديعة وفي نفس الوقت يسلمها لتسديد التزاماته تجاه العقد الاجل.

ويختلف الحال بالنسبة للعقود الآجلة بالمقارنة مع الانواع الاخرى من المشتقات، فأقفال المركز فيها ليس سهلاً، على اساس ان العقد له سمة شخصية، إذ تتحدد بنوده وفقاً لاحتياجات الطرفين، والتي تجعل من الصعب وجود طرف ثالث تلائمه شروط العقد، ويقبل الدخول طرفاً بديلاً فيه. لذا توصف العقود الآجلة بأنها عقود تتسم بدرجة عالية من مخاطر التسويق (Marketability) (العارضى، ٢٠١١: ٦). وهناك اسباب خاصة بالشركات تدفعها باتجاه التحوط: (Brealey et al، 2001:682)

١- هي عملية لا تطوي على تكاليف عالية إذ انها تتضمن كلف منخفضة نسبياً قد تصل (للصفر) اذا كان سعر الصرف الاجل مساوياً لسعر الصرف الحاضر في المستقبل.

٢- ان سوق الصرف الاجنبي هو سوق كفاء على الاقل بالنسبة للعملات الرئيسية، فالمرآحة ينبغي ان تساوي (صفر) الا اذا امتلك المديرون المليون والمتعاملون في ذلك السوق معلومات خاصة.

## المبحث الثاني

### منهجية البحث

#### ١- مشكلة البحث:

إن الدراسات النظرية والتطبيقية التي تناولت موضوع الهندسة المالية وأدواتها المشتقة اقتصرت على الجانب العالمي المتقدم، ومحدوديتها على المستوى المحلي، حتى إن الدراسات التي اجريت على المستوى المحلي (بحسب إطلاع الباحث) قد اعتمدت جوانب بحثية لا تفي بحل المشكلات المالية المحلية، وعلى هذا الاساس جاءت هذه الدراسة لتتناول موضوعاً غاية في الاهمية لم يسبق للدراسات التي أجريت في الجانب العملي تناوله والمتمثل باستراتيجيات العقود الآجلة وكيفية توظيفها لأغراض التحوط المالي في القطاع المصرفي العراقي الخاص للوقوف على مشكلاته المالية الأساسية ووضع الحلول المناسبة لها وبالشكل الذي يجعل من هذه المصارف منشآت مالية قادرة على الوقوف بوجه المنافسة الدولية أو العالمية.

#### ٢- أهمية البحث:

تأتي أهمية البحث من أهمية الموضوع الذي يتناوله المتمثل بإحدى أدوات الهندسة المالية وكيفية تطبيقها في قطاع حيوي هام يتمثل بالقطاع المصرفي العراقي الخاص، بهدف تغطيته من المخاطر المالية وجعلها في أدنى مستوياتها، لما لذلك من أهمية كبيرة في المحافظة على وضع الشركة (المصرف) ومن ثم نموه و توسعه كثيرا من خلال تحقيق أقصى ما يمكن من العوامل بأقل درجة من المخاطرة، بالشكل الذي ينعكس إيجابا على سعر السهم ومن ثم زيادة القيمة السوقية للمصرف.

باستعماله أدوات كمية (مالية ورياضية) في تحديد متغيرات الدراسة بالشكل الذي يعكس الصورة الواقعية للمصارف المبحوثة والابتعاد عن كل ما هو وصفي وما يتضمنه من جوانب عديدة من القصور كالتالي اعتمدها بعض الدراسات السابقة.

### ٣- هدف البحث:

تهدف الدراسة الى كيفية تحديد استراتيجيات العقود الآجلة ومن ثم توظيفها لأغراض التحوط المالي ضد تقلبات أسعار الفائدة وأسعار العملات الأجنبية لجعل الخسائر أو المخاطر المرافقة للعوائد بأدنى مستوياتها، وتتفرع منه المهام الأساسية الآتية:

- أ - تحليل الاسعار الحاضرة والاسعار الآجلة.
- ب - تحليل استراتيجية المركز الطويل ضمن اطار العقود الآجلة.
- ج - تحليل استراتيجية المركز القصير ضمن اطار العقود الآجلة.
- د - تحليل عائد ومخاطرة الاستثمار بالأسهم من خلال العقود الآجلة.
- هـ - تحليل العقود الآجلة على العملات الأجنبية.
- و- تحليل استعمال العقود الآجلة كأداة للتحوط من مخاطر الاقراض.
- ى - تحليل استعمال العقود الآجلة من مخاطر الاقراض بأسعار الفائدة المنخفضة.
- ز - تحليل استراتيجية التحوط في مجال الاقراض.
- ح - تحليل استراتيجية التحوط من خلال رأس المال واسعار الاسهم.
- ط - حساب أسعار العملات الاجنبية باعتماد العقود الآجلة.
- ك - حساب أسعار بيع العملات الاجنبية باعتماد العقود الآجلة.

### ٤- فرضية البحث:

تسهم استراتيجيات العقود الآجلة في تحوط المصارف ضد المخاطر المالية الناجمة عن تقلبات أسعار الفائدة وأسعار العملات الأجنبية.

### ٥ - عينة البحث:

اعتمدت الدراسة القطاع المصرفي العراقي الخاص لجميع مصارفه المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وجدول ادناه يبين هذا القطاع وبعض البيانات الاساسية كماهي في عام ٢٠١١.

جدول (١)

البيانات الأساسية للقطاع المصرفي العراقي كما هي في عام ٢٠١١

اسم المصرف	تاريخ التأسيس	رأس المال مليون دينار
المصرف التجاري العراقي	11/02/1992	000,100
مصرف بغداد	18/02/1992	900,112
المصرف العراقي الاسلامي	19/12/1992	192,51
مصرف الشرق الاوسط للاستثمار	07/07/1993	000,100
مصرف الاستثمار العراقي	13/07/1993	000,100
المصرف الاهلي العراقي	02/01/1995	000,100
مصرف الائتمان العراقي	25/07/1998	000,100
مصرف دار السلام للاستثمار	07/12/1998	800,105
مصرف سومر التجاري	07/08/1999	000,100
مصرف بابل	06/04/1999	000,100
مصرف الاقتصاد للاستثمار	22/03/1999	000,100
مصرف الخليج التجاري	20/10/1999	990,56
مصرف الوركاء للاستثمار	20/11/1999	000,75
مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	23/08/2001	000,50
مصرف الاتحاد العراقي	23/09/2002	000,50
مصرف الشمال للتمويل والاستثمار	10/07/2003	000,175
مصرف كوردستان الدولي	13/03/2005	000,100
مصرف اشور الدولي	25/04/2005	700,66
مصرف المنصور للاستثمار	13/09/2005	000,100
المصرف المتحد للاستثمار	20/08/1994	000,200
مصرف دجلة والفرات للتنمية	24/08/2005	000,50
مصرف ايلاف الاسلامي	22/05/2011	000,100

٦- الأساليب المالية المستعملة في البحث: (Alain)، 2011:10، Ashutosh &

Chernenk & Satish، 8، (2010):

(2012:6، Maria)، (2012:18، Christine)، (2011:15، Faulkender)

تم اعتماد مجموعة من الاساليب المالية في الجانب التطبيقي لهذا البحث وعلى النحو الآتي.

أ - مبلغ الفائدة:

مبلغ الفائدة = القرض \* تغير الفائدة % \* (مدة القرض / ٣٦٠)

ب - القيمة الحالية لمبلغ الفائدة:

توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات.....(١١٣)

القيمة الحالية لمبلغ الفائدة = (مبلغ الفائدة / (١ + نسبة الفائدة عند الارتفاع / ١٠٠)) \* (مدة القرض / ٣٦٠)

ج - صافي مبلغ الاقتراض:

صافي مبلغ الاقتراض = المبلغ المقترض - القيمة الحالية لمبلغ الفائدة

د - الفائدة المدفوعة:

الفائدة المدفوعة = (صافي المبلغ المقترض \* (سعر الفائدة الأعلى / ١٠٠)) \* (مدة القرض / ٣٦٠)

هـ - ربح أو خسارة المصرف:

ربح أو خسارة المصرف = ربح أو خسارة السعر الآني أو ربح أو خسارة السعر الآجل \* رأس المال

و - هامش الشراء (\$) بالعقد الآجل:

هامش الشراء (\$) بالعقد الآجل = (سعر الشراء الآني للعملة أ) (سعر توظيف العملة ب - سعر اقتراض العملة أ) \* (عدد الايام) / (٣٦٠ \* ١٠٠)

ى - سعر الشراء الآجل للدولار:

سعر الشراء الآجل للدولار = سعر شراء الدولار + هامش الشراء الآجل للدولار

ك - سعر بيع العملة الأجنبية

سعر بيع العملة الأجنبية = (سعر البيع الآني للعملة أ) (سعر اقتراض العملة ب - سعر توظيف العملة أ) \* (عدد الأيام) / (٣٦٠ \* ١٠٠)

ل - سعر بيع (\$):

سعر بيع (\$) = سعر البيع العملة الأجنبية + هامش سعر البيع الآجل

## المبحث الثالث

### الجانب التطبيقي للمبحث

يعد العقد الآجل من العقود الأساسية المستعملة كأداة مناسبة ضد المخاطر المالية المختلفة، والتي سوف يستعرضها هذا المبحث بشيء من التفصيل وكالاتي:

أولاً: تحليل استعمال العقود الآجلة كأداة للتحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة المرتفعة.

يمكن استعمال العقود الآجلة كأدوات تحوط لحماية المصارف المبحوثة من التغيرات التي يمكن أن تطرأ على أسعار الفائدة في الأسواق المالية، إذ إن انخفاض أسعار الفائدة على القروض التي تحتاجها المصارف يعني انخفاض تكاليفها ومن ثم سهولة الحصول عليها، على العكس من ذلك فأن ارتفاع أسعار الفائدة على القروض التي تحتاجها المصارف يعني ارتفاع تكاليفها ومن ثم صعوبة الحصول عليها، لذلك كان سعي المصارف المبحوثة باتجاه اعتماد استراتيجية التحوط للحد من التغيرات في أسعار الفائدة على القروض.

ويتضح من الجدول (٢)، مبالغ القروض التي حصلت عليها المصارف المبحوثة (مليارات الدنانير)، إذ كان أعلى قرض في المصرف (العراقي الاسلامي) بمقدار (٥٢٢) مليار دينار، يليه مصرف (ايلاف الاسلامي) بمقدار (٧٥) مليار دينار ثم مصرف (دجلة والفرات) بمقدار (٦٩) مليار دينار، وهكذا تدرجت بقية المصارف الأخرى من حيث حجم القروض التي اعتمدها كمصدر للتمويل، يليه العمود (٢) الذي يوضح نسبة الفائدة على القروض البالغة (١٢٪) ولجميع المصارف المبحوثة وهذه النسبة تمثل تكاليف الحصول على القروض المذكورة، وكان سعر العقد الذي يتضمنه العمود (٣) قد بلغ (٩٨٨) [سعر العقد المباع (العقد - الفائدة)] أي إن [٩٨٨ = (١٠٠٠ - ١٢) الف دينار]. وكانت مدة القرض (١ سنة) لجميع المصارف المبحوثة، ويتم تسوية جميع العقود (قبل يومين من بداية العقد) وهذا ما يوضحه العمود (٥)، وكان تنبؤ المصارف المبحوثة بأن هناك تغيرات في أسعار الفائدة قد تحدث وتحدد بمقدار (١) الف دينار العمود (٦) أو ينخفض بمقدار (-) (١) العمود (٧).

توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات.....(١١٥)

جدول (٢) البيانات الأولية لاعتماد استراتيجيات التحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة

اسم المصرف	القرض (مليار دينار)	الفائدة %	سعر العقد	مدة القرض (سنة)	تسوية العقد	تغيير سعر الفائدة	تغيير سعر الفائدة
التجاري العراقي	29	12	988	1	قبل يومين	1	-1
بغداد	19	12	988	1	قبل يومين	1	-1
العراقي الاسلامي للاستثمار	522	12	988	1	قبل يومين	1	-1
الشرق الاوسط للاستثمار	21	12	988	1	قبل يومين	1	-1
الاستثمار العراقي	19	12	988	1	قبل يومين	1	-1
الاھلي العراقي	3	12	988	1	قبل يومين	1	-1
الائتمان العراقي	7	12	988	1	قبل يومين	1	-1
دار السلام للاستثمار	8	12	988	1	قبل يومين	1	-1
موسم التجاري	1	12	988	1	قبل يومين	1	-1
بابل	3	12	988	1	قبل يومين	1	-1
الاقتصاد للاستثمار	36	12	988	1	قبل يومين	1	-1
الخليج التجاري	5	12	988	1	قبل يومين	1	-1
الوركاء للاستثمار	41	12	988	1	قبل يومين	1	-1
الموصل للتنمية والاستثمار	0	12	988	1	قبل يومين	1	-1
الاتحاد العراقي	0	12	988	1	قبل يومين	1	-1
الشمال للتمويل والاستثمار	7	12	988	1	قبل يومين	1	-1
كوردستان الدولي	20	12	988	1	قبل يومين	1	-1
اشور الدولي	2	12	988	1	قبل يومين	1	-1
المنصور للاستثمار	3	12	988	1	قبل يومين	1	-1
المتحد للاستثمار	24	12	988	1	قبل يومين	1	-1
دجلة والفرات للتنمية والاستثمار	69	12	988	1	قبل يومين	1	-1
ايلاف الاسلامي	75	12	988	1	قبل يومين	1	-1

وعلى هذا الأساس أمكن اعتماد العقد الآجل للتحوط من ارتفاع أسعار الفائدة للمصارف المبحوثة لعام ٢٠١١، وكما يبينه جدول (٣) أدناه، والذي يظهر منه مقدار القروض التي اعتمدها المصارف المبحوثة كمصدر اساس للتمويل كما تم ذكره سابقا ثم (مبلغ الفائدة) في العمود (٤) والذي أمكن حسابها من خلال المعادلة:

$$\text{مبلغ الفائدة} = \text{القرض} * \text{تغيير الفائدة} \% * (\text{مدة القرض} / ٣٦٠)$$

ولغرض حصول الدقة في الحسابات وأخذ القيمة الزمنية بنظر الاعتبار أمكن حساب القيمة الحالية لمبلغ الفائدة كما تعكسه المعادلة الآتية:

$$\text{القيمة الحالية لمبلغ الفائدة} = (\text{مبلغ الفائدة} / (1 + \text{نسبة الفائدة عند الارتفاع} / ١٠٠)) * (\text{مدة القرض} / ٣٦٠)$$

ومن ثم العمود (٧) المتضمن صافي المبلغ المقترض والذي يحسب من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{صافي مبلغ الاقتراض} = \text{المبلغ المقترض} - \text{القيمة الحالية لمبلغ الفائدة}$$

(١١٦).....توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات

وأخيراً جاء العمود (٨) المتضمن مبلغ الفائدة المدفوعة والتي تم حسابها من خلال المعادلة:

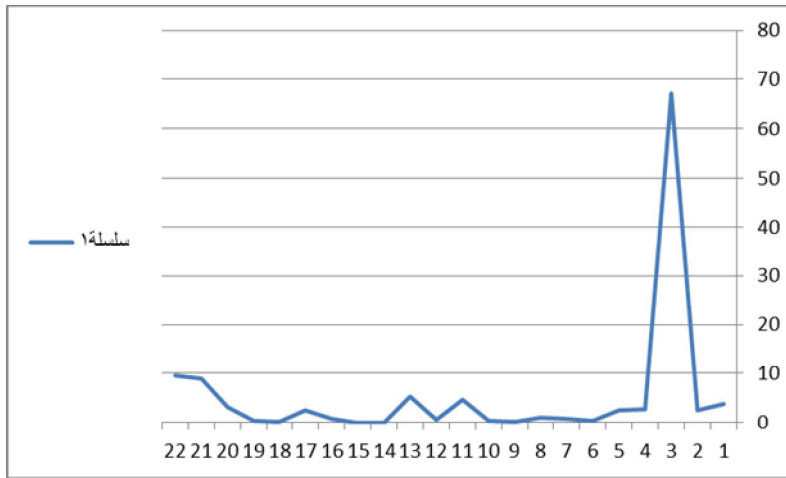
$$\text{الفائدة المدفوعة} = (\text{صافي المبلغ المقرض} * (\text{سعر الفائدة الأعلى} / 100)) * (\text{مدة القرض} / 360)$$

ومن الجدول المذكور يتضح أن تغير سعر الفائدة كان (٠,٠١) لجميع المصارف المبوثة، وهذه الفائدة تمثل ما تم توقعه من المصارف من الارتفاع (٠,١٣ + ٠,٠١)، لهذا تم اعتماد استراتيجية التحوط ضد هذا الارتفاع، وقد بلغ مبلغ الفائدة أقصاه في المصرف (العراقي الاسلامي) ثم مصرف (ايلاف الاسلامي) يليه مصرف (دجلة والفرات للتنمية والاستثمار) وهكذا بقية المصارف الاخرى، وكان سبب ارتفاع مبلغ الفائدة في هذه المصارف دون سواها، يعزى الى ارتفاع مبلغ القروض الذي ارتفع كثيراً في هذه المصارف.

جدول (٣) آليّة اعتماد التحوط من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة في المصارف الخاصة

اسم المصرف	القرض (مليار دينار)	الفائدة %	مدة القرض (سنة)	تغير سعر الفائدة	مبلغ الفائدة (مليار دينار)	القيمة الحالية للفائدة	صافي المبلغ المقرض	الفائدة المدفوعة
التجاري العراقي	29	13	1	0.01	0.29	0.25	28.74	3.74
بغداد	19	13	1	0.01	0.19	0.16	18.83	2.44
العراقي الاسلامي للاستثمار	522	13	1	0.01	5.22	4.62	517.38	67.25
الشرق الاوسط للاستثمار	21	13	1	0.01	0.21	0.18	20.81	2.71
الاستثمار العراقي	19	13	1	0.01	0.19	0.16	18.83	2.44
الاهلي العراقي	3	13	1	0.01	0.03	0.02	2.98	0.38
الائتمل العراقي	7	13	1	0.01	0.07	0.06	6.94	0.91
دار السلام للاستثمار	8	13	1	0.01	0.08	0.07	7.93	1.03
سومر التجاري	1	13	1	0.01	0.01	0.08	1	0.12
بابل	3	13	1	0.01	0.03	0.02	2.98	0.38
الاقتصاد للاستثمار	36	13	1	0.01	0.36	0.31	35.67	4.64
الخليج التجاري	5	13	1	0.01	0.05	0.04	4.96	0.65
الوركاء للاستثمار	41	13	1	0.01	0.41	0.36	40.64	5.28
الموصل للتنمية والاستثمار	0	13	1	0.01	0	0	0	0
الاتحاد العراقي	0	13	1	0.01	0	0	0	0
الشمال للتحويل والاستثمار	7	13	1	0.01	0.07	0.06	6.94	0.91
كورديستان الدولي	20	13	1	0.01	0.2	0.17	19.83	2.58
انور الدولي	2	13	1	0.01	0.02	0.01	1.99	0.25
المنصور للاستثمار	3	13	1	0.01	0.03	0.02	2.98	0.38
المتحد للاستثمار	24	13	1	0.01	0.24	0.21	23.79	3.09
دجلة والفرات للتنمية والاستثمار	69	13	1	0.01	0.69	0.62	68.38	8.90
ايلاف الاسلامي	75	13	1	0.01	0.75	0.67	74.33	9.67

والشكل الاتي يبين مستويات التحوط من مخاطر ارتفاع اسعار الفائدة للمصارف المبوثة:



شكل (١)

مستويات التحوط من مخاطر ارتفاع اسعار الفائدة للمصارف المبحوثة

والأمر نفسه ينطبق على صافي القيمة الحالية والفائدة المدفوعة.

الجدير ذكره، إن القيمة الحالية للفائدة تنخفض كثيراً عن مبلغ الفائدة في المصارف المبحوثة، وهذا يعزى الى طبيعة الخصم المعتمد على أساس القيمة الزمنية للنقود.

وعليه يستتج البحث، بأنه يمكن للمصارف المبحوثة من حماية نفسها عن طريق التحوط ضد مخاطر ارتفاع اسعار الفائدة على القروض، وذلك بشرائها عقوداً آجلة مساوية تماماً لمبالغ الاقتراض، فعند ارتفاع اسعار الفائدة يستلم مشتري العقود الآجلة (المصرف) فرق الفائدة (سعر الفائدة وسعر فائدة ليبور) والتي تحددها المبالغ المتفق عليها بين أطراف العقد والتي تكون مساوية تماماً لمبالغ القروض كما يبينها جدول (٢) المذكور.

ثانياً: تحليل استعمال العقود الآجلة للتحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة المنخفضة.

يبين الجدول (٤) آلية اعتماد استراتيجية التحوط من مخاطر انخفاض اسعار الفائدة في المصارف المبحوثة. ويظهر الجدول ايضاً مبالغ القروض المشار إليها في الجداول السابقة، نسبة الفائدة البالغة (١٣,٠) في عموم المصارف المبحوثة، وكانت مدة القرض (١ سنة)

ولعموم المصارف المبحوثة ايضاً، وأن تغير سعر الفائدة الذي تم التنبؤ به هو بمقدار (٠,٠١)، اي تتوقع المصارف انخفاض أسعار الفائدة على القروض سيكون بمقدار (٠,٠١)، وهذه البيانات تمثل ذات البيانات السابقة المذكورة في الجداول (١، ٢)، وذلك لغرض الحصول على الدقة العالية التي يتوخاها البحث.

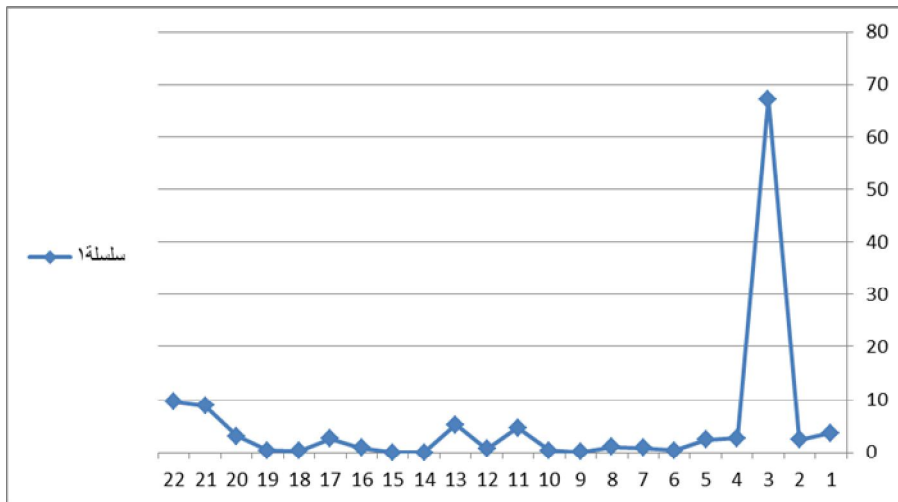
إن انخفاض اسعار الفائدة بمقدار (٠,٠١) على اسعار الفائدة على القروض سوف يعرض المصارف المبحوثة الى خسارة تمثل القيمة (٠,٠١ \* القرض)، إذ كان بإمكان المصارف تأجيل اقتراضها فترة معينة لحين انخفاض اسعار الفائدة على القروض التي تحتاجها. وعلى هذا الاساس ولغرض التحوط ضد انخفاض اسعار الفائدة على هذه القروض. قامت المصارف المبحوثة ببيع عقوداً آجلة للغرض المذكور، وعند تحقق تنبؤاتها وانخفضت اسعار الفائدة على القروض، فان المصارف المبحوثة تستلم فرق الفائدة (سعر الفائدة على العقد وسعر فائدة ليور)، وباعتماد هذه الاستراتيجية يمكن للمصارف المبحوثة من التحوط ضد انخفاض اسعار الفائدة المستقبلية على القروض التي سبق الحصول عليها بأسعار فائدة مرتفعة، إذا كان بإمكان هذه المصارف الحصول عليها (القروض) بأسعار فائدة منخفضة. وباعتماد البيانات المذكورة، يمكن من تحديد سعر الفائدة والذي كان في أقصاه عند المصرف (العراقي الاسلامي) بمقدار (٥,٢٢) مليار دينار في حين جاءت بقية المصارف الأخرى مقارنة للمليار (الواحد الصحيح) يليه العمود الآخر الذي يبين القيمة الحالية للفائدة وقد كان المصرف (العراقي الاسلامي) قد حقق أعلى مستوى لهذه القيمة، إذ كانت مقارنة للواحد الصحيح (٤,٦٢). وعلى هذا الاساس أمكن حساب المبلغ المستلم مضافاً إليه فرق الفائدة ١٢٪ (١٣ - ٠,٠١).

والجدير ذكره ان الجدول (٣) يبين آلية تسوية العقد المتعلق بانخفاض السعر الآجل، من خلال قيام الشركة المشترية للعقد الآجل بدفع الفرق بين سعر العقد وسعر ليور (١٣ - ١٢) ٪ مبنياً على اساس قيمة العقد ومدته محسوباً على اساس القيمة الحالية للفائدة التي تتضمنها الجداول المذكورة. وعلى هذا الأساس أمكن للمصارف المبحوثة ضمان نسبة الفائدة التي اعتمدها حسب اتفاقية العقد الآجل، لأن بائع العقد الآجل يستلم قيمة فرق الفائدة إذا انخفضت الأسعار.

جدول (٤) آلية اعتماد التحوط من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة في المصارف الخاصة

اسم المصرف	المبلغ المصدر (مليار دينار)	الفائدة %	مدة القرض (سنة)	تغير سعر الفائدة	مبلغ الفائدة (مليار دينار)	القيمة الحالية للفائدة	المبلغ المستلم +الفائدة
التجاري العراقي	29	13	1	0.01	0.29	0.25	29.12
بغداد	19	13	1	0.01	0.19	0.16	19.12
العراقي الاسلامي للاستثمار	522	13	1	0.01	5.22	4.62	522.12
الشرق الاوسط للاستثمار	21	13	1	0.01	0.21	0.18	21.12
الاستثمار العراقي	19	13	1	0.01	0.19	0.16	19.12
الاهلي العراقي	3	13	1	0.01	0.03	0.02	3.12
الائتمان العراقي	7	13	1	0.01	0.07	0.06	7.12
دار السلام للاستثمار	8	13	1	0.01	0.08	0.07	8.12
مؤمر التجاري	1	13	1	0.01	0.01	0.08	1.12
بابل	3	13	1	0.01	0.03	0.02	3.12
الاقتصاد للاستثمار	36	13	1	0.01	0.36	0.31	36.12
الخليج التجاري	5	13	1	0.01	0.05	0.04	5.12
الوركاء للاستثمار	41	13	1	0.01	0.41	0.36	41.12
الموصل للتنمية والاستثمار	0	13	1	0.01	0	0	0.12
الاتحاد العراقي	0	13	1	0.01	0	0	0.12
الشمال للتحويل والاستثمار	7	13	1	0.01	0.07	0.06	7.12
كورديستان الدولي	20	13	1	0.01	0.2	0.17	20.12
اشور الدولي	2	13	1	0.01	0.02	0.01	2.12
المنصور للاستثمار	3	13	1	0.01	0.03	0.02	3.12
المتحد للاستثمار	24	13	1	0.01	0.24	0.21	24.12
دجلة والفرات للتنمية والاستثمار	69	13	1	0.01	0.69	0.62	69.12
ايلاف الاسلامي	75	13	1	0.01	0.75	0.67	75.12

والشكل الاتي يبين مستويات التحوط من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة للمصارف المبحوثة:



شكل (٢)

مستويات التحوط من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة للمصارف المبحوثة

### ثالثاً: تحليل استراتيجية التحوط في مجال الاقتراض

تناولت الفقرات السابقة بالبحث والتحليل كيفية اعتماد استراتيجية التحوط ضد انخفاض وارتفاع أسعار الفائدة على القروض، وبصيغة أخرى يمكن اعتماد استراتيجية التحوط في مجال الاقتراض إجمالاً وذلك من خلال اعتماد صيغة العقود الآجلة المباشرة والمبنية أساساً على مبلغ القرض، ويحدد سعر العقد الآجل بناءً على أساس سعر الفائدة الأعلى وسعر الفائدة الأدنى، والهدف من هذه الاستراتيجية هو التوصل الى الأرباح وتلافي الخسائر التي قد تتعرض لها هذه المصارف.

ويلاحظ من الجدول (٥) مبالغ القروض التي سبق للمصارف المبحوثة الحصول عليها والمشار إليها في الفقرات السابقة في العمود (١)، ثم العمود (٢) والذي يبين عدد العقود، إذ بلغ عدد هذه العقود أقصاه في المصرف (العراقي الاسلامي) بمقدار (٥٢٢٠٠٠) مليون عقد يليه مصرف (ايلاف الاسلامي) بمقدار (٧٥٠٠٠) مليون عقد ثم مصرف (دجلة والفرات) بمقدار (٦٩٠٠٠) مليون عقد، وهكذا بقية المصارف الاخرى، وكانت الفائدة السائدة تبلغ (١٢٪) ولعموم المصارف المبحوثة، وبالتالي أمكن تحديد سعر العقد المباع (العقد - الفائدة) أي (١٠٠٠ - ١٢) مليون دينار، وعند تغير سعر الفائدة (١٠٠٠ - ١١) ٩٨٩ مليون دينار. وعلى هذا الأساس يمكن من تحديد الأرباح والخسائر التي يمكن للمصرف تحقيقها، إذ بلغت (١) مليون عند انخفاض سعر الفائدة الى (١١٪)، وبنفس الصيغة يمكن أن تتعرض المصارف المبحوثة الى خسارة عند ارتفاع أسعار الفائدة الى (١٣٪) أي بارتفاع (١) مليون دينار للعقد الواحد، وهذا ما يدفع المصارف الى بيع عقود آجلة مبنية اعدادها في العمود (٢)، وهذا بطبيعته يعوض بيع العقود الآجلة بمقدار (٩٨٨) مليون دينار بدلاً عن السعر الجديد (٩٨٩)، هذا من جهة، ومن جهة أخرى، فان المصارف قد تتعرض الى حالة معاكسة اكثر مخاطرة وهي ارتفاع اسعار الفائدة الى (١٣٪) كما تم ذكره، وهذا سوف يولد خسائر نتيجة اقتراض المصارف بأسعار فائدة مرتفعة، لكن هذه الخسائر سوف تعوض ببيع العقود الآجلة بأسعار أعلى اي بيعها بمقدار (٩٨٨) بدلاً من (٩٨٧).

ومن ذلك نستخلص إن بيع العقود الآجلة في حالات الاقتراض بأسعار الفائدة سوف يثبت مستوى القرض في حالتي ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة.

جدول (٥) استراتيجية التحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة

اسم المصرف	القرض (مليار دينار)	عدد العقود	الفائدة %	سعر العقد الجديد	سعر العقد القديم	ارباح تغير الفائدة	خسائر تغير الفائدة
التجاري العراقي	29	29000	12	989	988	1	-1
مصرف بغداد	19	19000	12	989	988	1	-1
العراقي الاسلامي للاستثمار	522	522000	12	989	988	1	-1
الشرق الاوسط للاستثمار	21	21000	12	989	988	1	-1
الاستثمار العراقي	19	19000	12	989	988	1	-1
الاهلي العراقي	3	3000	12	989	988	1	-1
الائتمان العراقي	7	7000	12	989	988	1	-1
دار السلام للاستثمار	8	8000	12	989	988	1	-1
سومر التجاري	1	1000	12	989	988	1	-1
بابل	3	3000	12	989	988	1	-1
الاقتصاد للاستثمار	36	36000	12	989	988	1	-1
الخليج التجاري	5	5000	12	989	988	1	-1
الوركاء للاستثمار	41	41000	12	989	988	1	-1
الموصل للتنمية والاستثمار	0	0	12	989	988	1	-1
الاتحاد العراقي	0	0	12	989	988	1	-1
الشمال للتسويق والاستثمار	7	7000	12	989	988	1	-1
كورديستان الدولي	20	20000	12	989	988	1	-1
انور الدولي	2	2000	12	989	988	1	-1
المنصور للاستثمار	3	3000	12	989	988	1	-1
المتحد للاستثمار	24	24000	12	989	988	1	-1
دجلة والفرات للتنمية والاستثمار	69	69000	12	989	988	1	-1
ايلاف الاسلامي	75	75000	12	989	988	1	-1

رابعاً: تحليل استراتيجية التحوط من خلال رأس المال وأسعار الأسهم

يظهر الجدول (٦) البيانات الأساسية للمصارف المبحوثة المتمثلة برأس المال، وقد حقق المصرف (المتحد) المستوى الأول في مقدار رأس المال، إذ كان بمقدار (٢٠٠٠٠٠٠) مليون دينار، يليه مصرف (الشمال) برأس مال (١٧٥٠٠٥) مليون دينار، اما بقية المصارف فقد جاءت بمستويات أدنى، وكان مصرف (الموصل، الاتحاد العراقي، دجلة والفرات) برأس مال (٥٠٠٠٠) مليون دينار لكل منهما، ومن الجدول المذكور أيضاً، يتبين سعر الافتتاح وسعر الاغلاق لعام ٢٠١٠، ٢٠١١، وقد عبر عن سعر الافتتاح بالسعر الآتي وسعر الاغلاق بالسعر الآجل، بعد ذلك أمكن حساب ربح (خسارة) المصارف المبحوثة من خلال حساب (ربح أو خسارة السعر الآتي، والذي تم حسابه من خلال الفرق بين (سعر الافتتاح لعام ٢٠١٠ - سعر الافتتاح لعام ٢٠١١) و بنفس الصيغة ما يتعلق بعمود ربح أو خسارة السعر الآجل، والذي تم حسابه من خلال الفرق بين (سعر الاغلاق لعام ٢٠١٠ و سعر الاغلاق لعام ٢٠١١)، ومن ثم أمكن حساب ربح أو خسارة المصرف من خلال [(ربح أو خسارة السعر الآتي و ربح أو خسارة السعر الآجل) \* رأس المال].

وعلى هذا الأساس أمكن تطبيق استراتيجية التحوط في المصارف المبحوثة من خلال اعتماد راس المال وأسعار الاسهم، ويكون ذلك من خلال قيام المصارف ببيع عقوداً مساوية تماماً لرأس المال لديها، إذ باع المصرف (التجاري العراقي) عقداً بقيمة (١٠٠٠٠٠) مليون دينار، وايضاً باع مصرف (بغداد) عقوداً بقيمة (١١٢٩٠٠) مليون دينار وهكذا بقية المصارف المبحوثة، بعد ذلك أمكن الاعتماد على أسعار الاسهم الآتية والآجلة ومن ثم التوصل الى صافي الربح أو الخسارة الذي يتبين منه، إن أغلب المصارف المبحوثة قد حققت أرباحاً كبيرة وكان في مقدمتها المصرف (المتحد) بمقدار (٣٨٤٠٠٠) مليون دينار، يليه مصرف (بغداد) بمقدار (٢٠٤٣٤٩) مليون دينار، ثم مصرف (كوردستان الدولي) بمقدار (١٩٤٠٠٠) مليون دينار، وهكذا بقية المصارف، على خلاف المصارف الاخرى المبحوثة التي حققت خسائر مالية بلغت في أعلى مستوى لها في مصرف (دار السلام) بمقدار (-) ١٦٣٩٩٠ مليون دينار، ثم مصرف (الاتحاد العراقي) بمقدار (-) ٧٠٥٠٠٠ مليون دينار.

وعند البحث عن اسباب الخسارة في المصارف المبحوثة، نلاحظ انها تتحدد بارتفاع أسعار الافتتاح وأسعار الاغلاق في السنة التالية عن أسعار الافتتاح وأسعار الاغلاق للسنة السابقة. وهذا مؤشر يشير الى ارتفاع أسعار الاسهم (الافتتاح، الاغلاق) في أغلب المصارف المبحوثة، مما يعني إن المصارف عند بيعها أسهمها في السنة السابقة سواء بأسعار الافتتاح أو بأسعار الاغلاق فأنها ستتعرض الى خسارة. والأمر نفسه ينطبق تماماً عند عزوف المصارف عن شراء الاسهم سواء بأسعار الافتتاح أو بأسعار الاغلاق فأنها ستتعرض الى خسارة في السنة اللاحقة، وهذا ما يتم الوقوف عليه في هذه الفقرة من البحث.

من خلال ما سبق يمكن أن نلاحظ إن هناك فروقات قليلة وليست واسعة بين أسعار الافتتاح وأسعار الاغلاق في عموم المصارف المبحوثة، مما يدل على استقرار الأسعار لهذه الأسباب، وأن تحديد أسعارها كان مبنياً على جوانب علمية تتسم بالدقة، والأمر نفسه ينطبق على أسعار الافتتاح في السنتين (٢٠١٠-٢٠١١) وأسعار الاغلاق للسنتين المذكورتين.

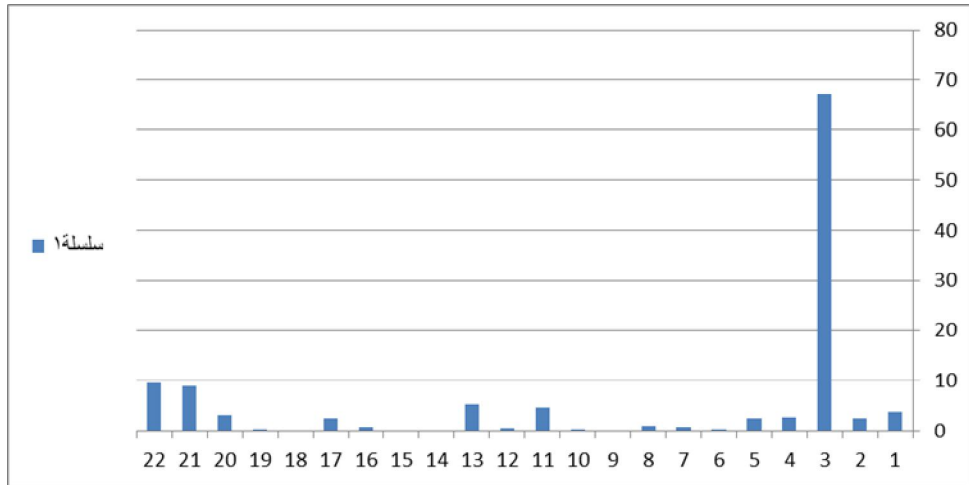
على هذا الأساس أمكن تطبيق استراتيجية التحوط في المصارف المبحوثة، وعلى اساسها أمكن تحديد الفرص الاستثمارية المرحة وغير المرحة في المصارف المبحوثة. مع الاشارة الى أن المصارف تتمكن من جعل الخسائر المتحققة فرصاً استثمارية عند التعامل الصحيح معها وكما هو مذكور.

توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات.....(١٢٣)

جدول (٦) اعتماد استراتيجية التحوط ضد انخفاض اسعار الاسهم وهبوط رأس المال في المصارف  
المبحوثة

اسم المصرف	رأس المال مليون دينار	سعر الافتتاح عام ٢٠١٠	سعر الاغلاق عام ٢٠١٠	سعر الافتتاح عام ٢٠١١	سعر الاغلاق عام ٢٠١١	ربح (خسارة) السعر الآتي	ربح (خسارة) السعر الأجل	ربح (خسارة) المصرف
التجاري العراقي	100000	1.5	1.39	1.45	1.27	0.05	0.12	-7000
بغداد	112900	1.95	1.79	1.83	3.48	0.12	-1.69	204349
العراقي الاسلامي	51192	1	0.9	0.9	1.01	0.1	-0.11	10750.32
الشرق الاوسط	100000	1.94	1.1	1.4	1.92	0.54	-0.82	136000
الاستثمار العراقي	100000	1.24	1.24	1.13	0.95	0.11	0.29	-18000
الاھلي العراقي	100000	0.89	0.81	0.81	0.85	0.08	-0.04	12000
الائتمان العراقي	100000	2.34	2.45	2.55	3.6	-0.21	-1.15	94000
دار السلام	105800	7	6.1	6.7	4.25	0.3	1.85	-163990
سومر التجاري	100000	0.97	0.81	0.9	0.82	0.07	-0.01	8000
بابل	100000	1.3	0.87	0.89	0.81	0.41	0.06	35000
الاقتصاد للاستثمار	100000	1.9	1.3	1.43	1.49	0.47	-0.19	66000
الخليج التجاري	56990	1.2	0.9	0.9	1.01	0.3	-0.11	23365.9
الوركاء للاستثمار	75000	1.42	1.26	0.91	1.26	0.51	0	38250
الموصل للاستثمار	50000	1.11	0.91	0.9	1.35	0.21	-0.44	32500
الاتحاد العراقي	50000	0.9	0.9	2.46	1.05	-1.56	-0.15	-70500
الشمال	175000	2	2	1.4	2.01	0.6	-0.01	106750
كورديستان الدولي	100000	1.8	1.42	0.94	2.5	0.86	-1.08	194000
اشور الدولي	66700	1.24	0.88	1.4	0.99	-0.16	-0.11	-3335
المنصور للاستثمار	100000	1.31	1.4	1.8	1.29	-0.49	0.11	-60000
المتحد للاستثمار	200000	1.69	1.76	0.7	2.69	0.99	-0.93	384000
دجلة والفرات	50000	1	0.71	1	0.85	0	-0.14	7000
ايلاف الاسلامي	100000	0.99	1.1	1.2	0.97	-0.21	0.13	-34000

والشكل الاتي يبين مستويات التحوط من مخاطر انخفاض اسعار الاسهم وهبوط رأس المال للمصارف المبحوثة:



شكل (٣)

مستويات التحوط من مخاطر انخفاض اسعار الاسهم وهبوط رأس المال للمصارف المبحوثة

### خامساً: حساب أسعار شراء العملات الأجنبية باعتماد العقود الآجلة

المعروف إن شراء وبيع العملات بالأسعار الآجلة يكون على قسمين، الأول يكون بحسب الأسعار الآتية والثاني يتعلق بالأسعار الآجلة، وتخضع عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية للأسعار الآجلة إذا تم الاتفاق على تسديد الأموال بعد أكثر من يومي عمل، وعلى هذا الأساس يمكن إبرام العقد الآجل من خلال الاتفاق بين طرفي العقد (مصرف وآخر قد يكون بنك أو عميل) لتبادل عملة بأخرى في المستقبل، ويتم تبادل سعر التبادل ( Forward Rate) وتاريخ التسليم وقيمة العملات المتبادلة في وقت إجراء العقد، والمعلوم إن مدة العقد الآجل لا تزيد عن سنة واحدة وفي أغلبها تكون لعدة أشهر، ولا يمكن للعميل إلغاء الاتفاق الآجل، وقد سبق إيضاح ذلك تفصيلاً في الجانب النظري للبحث، فقط يمكن الإشارة الى إنه يمكن إغلاق المركز المفتوح بهذا السوق بواسطة تنفيذ عمليات معاكسة.

وتحاول هذه الفقرة من المبحث تحديد الأسعار الآجلة بموجب معادلات رياضية مستعملة في بلدان متقدمة تحاول البحث، نطبقها في الجانب العملي عبر المصارف الخاصة العراقية، وتكون هذه الأسعار غير مبنية على التوقعات، وإنما هي أسعار تكون معبرة عن الأسعار الآتية (Spot Rate)، ومن الطبيعي أن هذه الاسعار الآجلة لن تكون هي الأسعار الحقيقية في تواريخ استحقاقها في المستقبل.

ولغرض عرض الموضوع تطبيقياً، يمكن اعتماد العملات المتداولة في السوق العراقي وبكافة قطاعاته وهذه العملات هي العملة المحلية (الدينار) والعملة الأجنبية (\$)، وهذا ما تم الإشارة إليه في الجدول (٧) الخاص باحتساب اسعار العملات الأجنبية الآجلة، إذ بين العمود الأول منه سعر شراء (\$) والتي تبلغ قيمته (١٢٥٠٠٠) دينار في جميع المصارف المبحوثة، والسبب في ذلك يعزى الى أن قيمة صرف هذه العملة تكون موحدة ومتفق عليها في عموم البلاد، أما سعر بيعه فيبلغ (١٢٦٠٠٠) دينار، وهي أيضاً تمثل قيمة صرف الدولار وللسبب المذكور تكون موحدة لجميع المصارف المبحوثة، وطبقاً مع افتراضات البحث سيكون سعر الفائدة على الدينار العراقي يبلغ في أقصاه (٠,١٤) وفي أدناه (٠,١٣) وهي نسبة فائدة تكون مرتفعة لنسبة الفائدة على (\$)، التي تكون في أقصاها (٠,١٢) وفي ادناها (٠,١١)، ذلك بسبب التعامل الكبير لهذه المصارف بالعملة المحلية أكثر من العملة الاجنبية

توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات.....(١٢٥)

التي يكون التعامل فيها مقتصرأ على البنك المركزي العراقي وبشكل يومي. وقد تم تحديد فترة التعامل بالعقد الآجل لجميع المصارف المبحوثة والذي تم تحديده بـ (٩٠) يوم، وعلى وفق هذه البيانات أمكن تحديد هامش شراء (\$) بالعقد الآجل وذلك عن طريق المعادلة الآتية:

(سعر الشراء الآتي للعملة أ (سعر توظيف العملة ب - سعر اقتراض العملة أ) \* عدد الايام) / (٣٦٠ \* ١٠٠)

وعند تطبيق هذه المعادلة على الجدول المذكور يكون

$$(٣٦٠ * ١٠٠) / (٩٠ * (٠,١٢ - ٠,١٣)) = ١٢٥٠٠٠$$

للمصرف الأول وهكذا بقية المصارف، وبعد تحديد هامش شراء (\$) بالعقد الآجل أمكن من حساب سعر الشراء الآجل للدولار من خلال المعادلة:

سعر شراء الدولار + هامش الشراء الآجل للدولار

$$١٢٥٠٠٠ + ٣,١٢٥ = ١٢٥٠٠٣$$

للمصرف الأول وهكذا بقية المصارف الأخرى، ونستخلص من كل ما تقدم الآتي:

- تم اختيار سعر الشراء وليس سعر البيع، لأن المتعامل سوف يبيع الدولار المقترض على وفق آلية سعر الشراء للدولار بالآجل.

- تم اختيار سعر الفائدة الأعلى، للدولار لأنه سوف يوظف الأموال بالدينار لسعر الفائدة (BID).

- تم اختيار سعر الفائدة للدولار الأعلى، لأن المتعامل سوف يقترض بسعر Offer بحسب ما مذكور سابقاً.

جدول (٧) حساب أسعار شراء العملات الأجنبية الآجلة

اسم المصرف	سعر شراء \$	سعر بيع \$	سعر فائدة العيّن	سعر فائدة الدينار الأجنبي	سعر فائدة \$ الأجنبي	سعر فائدة \$ الأجنبي	الاجل يوم	هامش شراء \$ الاجل	سعر شراء \$ الاجل
التجاري العراقي	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
بغداد	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
العراقي الاسلامي	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
الاسمط للاستثمار	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
الاستثمار العراقي	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
الاهلي العراقي	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
الائتمان العراقي	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
دار السلام للاستثمار	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
سوبر التجاري	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
بايل	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
الاقتصاد للاستثمار	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
الخليج التجاري	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
الوركان للاستثمار	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
الموصل للتقنية والاستثمار	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
الاتحاد العراقي	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
الشمال للتمويل والاستثمار	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
كوردستان الدولي	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
اشور الدولي	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
المنصور للاستثمار	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
المحّد للاستثمار	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
مجلة والفترات	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125
ايلاف الاسلامي	125000	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	3.125	125003.125

سدساً: حساب أسعار بيع العملات الأجنبية باعتماد العقود الآجلة

استكمالاً الى ما تم تذكره في فقرة شراء العملات الأجنبية، سيتطرق البحث الى كيفية حساب أسعار بيع العملات الأجنبية وهذا ما تضمنه الجدول (٨) إذ ظم بعض البيانات الممكن الاعتماد عليها لهذا الغرض، هي سعر البيع البالغ (١٢٦٠٠٠) دينار لكل (١٠٠) \$، وهذا ما يعرضه العمود (١)، ويبين العمود (٢) سعر الفائدة الأعلى (٠,١٤)، والعمود (٣) وسعر الفائدة الأدنى (٠,١٣) وذلك للدينار العراقي، ثم يبين العمودين اللاحقين أسعار الفائدة الأعلى (٠,١٢) والأدنى (٠,١١) للدولار الأمريكي، وقد حددت فترة العقد الآجل بـ(٩٠) يوم.

وفي ضوء البيانات المذكورة، أمكن حساب هامش بيع الدولار والذي بلغ (٩,٤٥) في جميع المصارف المبحوثة، وعلى هذا الأساس أمكن حساب سعر بيع الدولار باعتماد العقد الآجل والذي بلغ تحديداً (١٢٦٠٠٩,٤٥) ولجميع المصارف المبحوثة، ومن ذلك نستخلص الآتي:

- يتم اختيار سعر البيع البالغ (١٢٦٠٠٠) دينار وليس سعر الشراء لأن المتعامل سوف يشتري الدولار من السوق بسعر (١٢٥٠٠٠) ويبيعه بسعر البيع.

توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات.....(١٢٧)

- تم اختيار سعر الفائدة (٠,١٤) كسعر فائدة أعلى للدينار العراقي لأنه سوف يقترض الدينار بسعر Offer.

- تم اختيار سعر الفائدة (٠,١١) لأنه سوف يوظف الدولار بسعر (BID) بحسب ما تم ذكره سابقاً.

وعلى وفق ذلك امكن حساب سعر بيع العملة الأجنبية بموجب المعادلة:

(سعر البيع الآتي للعملة أ (سعر اقتراض العملة ب - سعر توظيف العملة أ) \* عدد

الأيام) / ١٠٠ \* ٣٦٠

وهذا ما تم اعتماده في احتساب هامش سعر البيع الآجل في الجدول (٧) المذكور.

$$= 126000 * (0.14 - 0.11) * 90 / (100 * 360)$$

بعد ذلك أمكن حساب سعر بيع الدولار باعتماد العقد الآجل وعلى وفق المعادلة

الآتية:

$$126000 + \text{هامش سعر البيع الآجل أعلاه}$$

#### جدول (٨) حساب أسعار بيع العملات الأجنبية الآجلة

اسم المصرف	سعر بيع \$	سعر فائدة الدينار الأعلی	سعر فائدة الدينار الأدنى	سعر فائدة \$ الأعلی	سعر فائدة \$ الأدنى	الاجل يوم	هامش بيع \$ الاجل	سعر بيع \$ الاجل
التجاري العراقي	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
بغداد	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
العراقي الاسلامي للاستثمار	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
الشرقي الاوسط للاستثمار	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
الاستثمار العراقي	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
الاهلي العراقي	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
الائتمان العراقي	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
دار السلام للاستثمار	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
سومر التجاري	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
بابل	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
الاقتصاد للاستثمار	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
الخليج التجاري	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
الوركاء للاستثمار	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
الموصل للتنمية والاستثمار	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
الاتحاد العراقي	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
الشمال للتمويل والاستثمار	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
كورديستان الدولي	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
اشور الدولي	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
المنصور للاستثمار	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
المتحد للاستثمار	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
دجلة والفرات للتنمية والاستثمار	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45
ايلاف الاسلامي	126000	0.14	0.13	0.12	0.11	90	9.45	126009.45

## المبحث الرابع

### الاستنتاجات والتوصيات

#### أولاً:- الاستنتاجات

استنادا الى ما تم التوصل اليه من نتائج في الجانب التطبيقي للبحث وما اجري من مناقشات وتحليلات كمية، فقد تم التوصل الى الاستنتاجات الآتية:

١- تم إثبات صحة فرضية البحث الرئيسة والتي تنص (تسهم استراتيجيات العقود الآجلة في تحوط المصارف ضد المخاطر المالية الناجمة عن تقلبات أسعار الفائدة وأسعار العملات الأجنبية).

٢- أمكن تطبيق استراتيجية التحوط في المصارف المبحوثة من خلال اعتماد رأس المال واسعار الاسهم، وذلك من خلال قيام المصرف ببيع عقودا مساوية تماما لرأس المال لديها.

٣- من خلال حساب شراء العملات الاجنبية باعتماد العقود الآجلة تبين الآتي:

أ - تم اختيار سعر الشراء وليس سعر البيع لأن المتعامل سوف يبيع الدولار المقترض على وفق آلية سعر الشراء للدولار الآجل.

ب - تم اختيار سعر الفائدة الاعلى للدينار، لأنه سوف يوظف الأموال بالدينار بسعر التسوية لسعر الفائدة (BID).

ج - تم اختيار سعر الفائدة الاعلى للدولار، لأن المتعامل سوف يقترض بسعر (Offer).

٤- عند حساب اسعار بيع العملات الاجنبية باعتماد العقود الآجلة أمكن التوصل الى الاستنتاجات:

أ - تم اختيار سعر الفائدة الاعلى للدينار لأنه سوف يقترض الدينار بسعر (Offer).

ب - تم اختيار سعر البيع وليس سعر الشراء لأن المتعامل سوف يشتري الدولار من السوق ويبيعه بسعر البيع.

توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات.....(١٢٩)

ج - تم اختيار سعر الفائدة الأدنى، لأنه سوف يوظف الدولار بسعر (BID).

### ثانياً:- التوصيات

تم التوصل الى مجموعة من التوصيات بناءً على ما خرج به من استنتاجات تطبيقية، وجاءت هذه التوصيات لتخدم واقع عمل هذه المصارف، ومن هذه التوصيات:

١- ضرورة حساب الربحية وبشكل دوري لغرض الوقوف على مستويات النمو فيها ودعمها.

٢- يوصي البحث بزيادة الهامش الفعلي لغرض تلافي تقلب العائد والوصول الى المخاطرة.

٣- ضرورة التنبؤ الدقيق بسعر صرف الدولار لئلا يهدد من أهمية كبيرة في تحديد سعر الصرف للعملة الاجنبية والذي يكون الاساس في تحقيق الارباح لاسيما الظروف السياسية والاقتصادية المتقلبة.

٤- يوصي البحث بأجراء دراسات ميدانية حول العقود الآجلة في قطاعات دراسية اخرى في الجانب المحلي لما لها من اهمية في تقدم هذه القطاعات.

### هوامش ومصادر البحث

#### أولاً: المصادر العربية

١- الكتب.

١- حبش، محمد محمود، الاسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة - تطبيقات عملية، الطبعة الاولى، بنك الاردن المحدود، 1998.

٢- حنفي عبد الغفار، و قرياض، رسمية زكي، الاستثمار في الاوراق المالية - مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2006.

٣- حنفي، عبد الغفار، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، 2009.

- (١٣٠).....توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات
- ٤- الدوري، مؤيد عبد الرحمن، إدارة الاستثمار والمخاطر الاستثمارية، الطبعة الاولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2010.
- ٥- الراوي، خالد وهيب، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الاردن، 2009.
- ٦- مطر، محمد وتيم، فائز، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر، عمان، الاردن، 2005.
- ٧- هندي، منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثالث، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003.
- ٢- الدوريات العربية.
- ١- الحجازي، مصطفى كامل، المشتقات المالية وتدابير الحماية المالية العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، الجوانب القانونية والاقتصادية للازمة المالية العالمية في الفترة من (1-2) ابريل، جامعة المنصورة، 2009.
- ٢- خطاب، كمال توفيق، نحو سوق مالية اسلامية، جامعة اليرموك، أربد، 2008.
- ٣- 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.
- ٤- الخوري، نعيم سبا، معايير المحاسبة عن المشتقات المالية وانشطة التحوط، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، 2007.
- ٥- شاكر، محمد، المحافظ والصناديق الاستثمارية، هيئة الاوراق المالية والسلع، الامارات العربية المتحدة، 2011.
- ٦- العارضي، جليل كاظم، توظيف العقود الآجلة لأغراض التحوط - دراسة استشرافية لعينة من المصارف العراقية، جامعة الكوفة، 2011.
- ٧- عبد العزيز، نشأت، فن إدارة المخاطر، مجلة البورصة المصرية، عدد(٢٦٩)، ص:٣٢، 2002.
- ٨- قندوز، عبد الكريم أحمد، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، مؤتمر كلية العلوم الادارية الدولي الرابع: اتجاهات عالمية، 15 - 16 ديسمبر، جامعة الكويت، 2010.
- ٩- لعرابة، مولود، هل هي أزمة مالية ام أزمة اقتصادية؟، المؤتمر الدولي حول الازمة المالية، جامعة منتوري، الجزائر، 2009.

توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات.....(١٣١)

١٠- مشعل عبد الباري، ضوابط صرف العملات وبدائل التحوط المشروعة في المؤسسات المالية الإسلامية، مؤتمر الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية - النسخة الرابعة، 5 - 6 ابريل، السودان، 2012.

١١- مصطفى، بدر الدين، التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، مؤتمر الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية - النسخة الرابعة، 5 - 6 ابريل، السودان، 2012.

١٢- هندي، منير إبراهيم، الاسواق الحاضرة والمستقبلية (أسواق الاوراق المالية واسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، البحرين، 2000.  
٣- الرسائل و الاطاريح الجامعية.

١- العبادي، هاشم فوزي، استعمال استراتيجيات الخيارات المالية لتحديد الفرص الاستثمارية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الكوفة، 2005.

٢- نصار، خالد محمد، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية - دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية - غزة، 2006.

ثانياً: المصادر الأجنبية.

#### 1- Book.

1-Bodie Z،Alex، Kane & Alan، Marcus، **Essentials of Investments**، 5th Ed، Irwin/McGraw – Hill، Boston،2004.

2-Brealey،Richard،Myers،Stewart& Marcus،Alen، **Fundamental of Corporate Finance**، 3th Ed، McGraw – Hill، Inc،2001.

3-Brown،Stewart & Errera،Steven، **Trading Energy Futures: Maunal for Energy Industry Professionals**، N. y. Quorum Books،1987.

4-Hull،John C.، **Option،Futures and Other Derivatives**، 7<sup>th</sup> Ed،Prentice – Hall of India،New Delhi،2007.

5-John،Hull،**Introdtion to Futures and Options Markets**، 2th Ed،Prentice Hall، 1995.

6-Johnson، Hazel، **Global Financial Institution and Markets**، Black Well Business، 2000.

- 7-Neftci S.، **Principles of Financial Engineering**، 2th Ed، Academic Press Publisher، MA، USA، 2008.
- 8-Reilly، Frank & Brown، Keith، **Investment Analysis Portfolio Management**، 7<sup>th</sup> Ed، Thomson/South – Western، Australia، 2003.
- 9-Ross، Stephen A.، & Westerfield، Randolph W.، & Jaffe، Jeffrey F.، & Jordan، Bradford D.، **Modern Financial Management**، 8<sup>th</sup> Ed، McGraw – Hill Irwin، 2008.
- 10-Ross، Stephen A.، Westerfield، Randolph W. & Jordan، Bradford D.، **Fundamentals of Corporate Financial**، 7<sup>th</sup> Ed، McGraw – Hill /Irwin Sydney، 2006.
- 11-Santomero، Anthony M. & Babbel، David F.، **Financial Markets، Instruments and Institution**، 2th Ed، McGraw – Hill، 2002.
- 12-Van Horne، James C.، **Financial Management and Policy**، 11<sup>th</sup> Ed، NJ Prentice-Hill International، Inc، 1998.

## 2- Periodicals.

- 1-Adrian R. Bell، Chris، Brook & Paul Dryburgh، **Interest Rates and efficiency in Medieval Wool Forward Contracts**، Journal of Banking and Finance، Vol. XXX، April، 2006.
- 2-Alain، Beton، **Survey on The Usage of Derivatives and Their Effect on Cost of Equity Capital**، Journal of Derivatives، August 2، 2011.
- 3-Ashutosh، Vashisha & Satish، Kumar، **Development of Financial Derivatives Market in indie- A case Study**، International Research Journal Of Financial and Economics، issn1450- 2887، issue37، 2010.
- 4-Ashutosh، Vashisha & Satish، Kumar، **Development of Financial Derivatives Market in indie- A case Study**، International Research Journal Of Financial and Economics، issn1450- 2887، issue37، 2010.
- 5-Chaudhry M.، Christie – David، R. & Webb، J. R.، **Hedging and Diversification Possibilities**، Journal of Real Estate Portfolio management، 16(3): 217 – 226، 2010.

- 6-Chernenk, S. & Faulkender M. W., **The Two Sides of Derivatives Usage: Hedging and Speculating With Interest Rate Swaps**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Published: 1 – 50,2011.
- 7-Christine, Bligh, **Foreign Currency Hedging**, American Journal of Agricultural Economics 67 (1), 2012.
- 8-Chyi, Lin & Ming, Lee, **Hedging Effectiveness of REIT Futures**, Journal of Finance Review International, Vol. 2, NO.1: 526 – 749,2012.
- 9-Downes,J. & Coodmian, J. E, **Finance and Investment**, Handbook, New York, Barrons,1995.
- 10-Engel, Charles & Matsumoto, Akito, **International Risk Sharing: Through Equity Diversification or Exchange Rate Hedging**, 2009.
- 11-Iea,M. **Financial Derivatives and Foreign Exchange Risk Management**, The Journal of Risk Finance, Vol.12, PP.409-540,2011.
- 12-Josef, Rashty & John, Shaughness, **Foreign Currency Forward Contracts and Cash Flow Hedging**, THE CPA Journal 86 (1),MARCH, 2012.
- 13-Katchova, A. L. & Miranda, M. J., **Two – Step Econometric Estimation of Farm Characteristics Affecting Marketing Contract Decisions**, American Journal of Agricultural Economics, 86 (1): 8 – 102, 2004.
- 14-Liew, Soon, **Hierarchical Volume Visualization for Financial Data**, School of Computer Engineering, Singapore, 2006.
- 15-Maria, H., **Equilibrium Pricing and Optimal Hedging in Electricity Forward Markets**, Energy Policy 39, 784-793, 2012.
- 16-Mykel, Taylor, **Basis Risk and (Cross) Hedging**, Extension Economist, Ag Lenders Conference 12- 13 October, 2011.
- 17-Tufano, Peter, **How Financial Engineering Can Advantage Corporate Strategy**, Harvard Business Review, Jan – Feb,1996.

### 3- Internet and E-Mail

1-www.alramedia.com.

2-www.riskworx.com.

