

**التحوط باستخدام العقود الآجلة  
دراسة تطبيقية في شركات التأمين المدرجة  
في سوق العراق للأوراق المالية**

**المدرس  
أنعام عبد الزهرة دوش  
جامعة الكوفة - كلية الإدارة والاقتصاد**



## التحوط باستخدام العقود الآجلة دراسة تطبيقية في شركات التأمين المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

المدرس  
أنعام عبد الزهرة دوش  
جامعة الكوفة - كلية الإدارة والاقتصاد

### المبحث الأول الإطار النظري للبحث

#### أولاً: الهندسة المالية:

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

وهناك مجموعة فوائد تقدمها الهندسة المالية، هي: (جباري، 2010، 7).

١- إن التعامل بالهندسة المالية يكون اقل تكلفة من التعامل بالموجودات الأساسية، كالأسهم والسندات....الخ.

٢- يمكن للمؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين عموماً التحوط من المخاطر المحتملة وذلك باستعمال أموال اقل مما لو اشترت موجودات تظهر في الميزانية.

٣- تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد وتوسع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار وتقليل مخاطر الخسارة إذ ما أحسنت

إدارة مخاطرها.

٤- تدعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية والمصرفية لزبائنها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعاً.

### ثانياً: المشتقات المالية:

تعد المشتقات المالية أدوات للهندسة المالية، وقد ظهرت في القرن الماضي وتطورت على نحو ملحوظ في الربع الأخير منه، والمشتقات هي أدوات تستعملها المؤسسات المالية للحد من المخاطر التي تتعرض لها، أو قد تتزايد المخاطر عندما تستعمل في عمليات المضاربة للاستفادة من التغيرات السعرية في المستقبل (Ross، et.al:714:2008).

يشير مصطلح المشتقات المالية إلى فئة واسعة من الأدوات المالية التي تتركز في الخيارات والعقود المستقبلية. وهذه تكون بمثابة صكوك تستمد قيمتها من سعر ومتغيرات أخرى ذات صلة بالموجودات الأخرى، أي ليس لديها قيمة خاصة بها، وتستمد قيمتها من الأصول المالية الأخرى. أي إنها بمثابة (وسيلة لجني الشيء من شيء آخر) أو إنها (أداة مشتقة تتحدد قيمتها من قيمة موجود مالي آخر قد يكون أوراق مالية وغيرها) (Ashutosh & Satish، 2010:16). وهي عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية، وتتنوع هذه العقود على وفق طبيعتها ومخاطرها وأجلها (الخورى، ٢٠٠٧:٤)، وتكون العقود الآجلة (موضوع البحث الحالي) والمبادلات والمستقبليات والخيارات ومشتقات المشتقات الأدوات الأساسية للمشتقات.

### ثالثاً: العقود الآجلة:

العقود الآجلة تمثل اتفاق تعاقدى بين البائع والمشتري لشراء وبيع موجود أساسي في تاريخ محدد في المستقبل، وبسعر محدد يتم الاتفاق عليه وقت أبرام

العقد (Allaz&Vila، 2008:29)، وهناك بنود رئيسة لهذا العقد، يمكن تحديدها على النحو الآتي: (حبش، ١٩٩٨، ٢٦٥-٢٦٦)

١- القيمة: تعد قيمة هذه العقود نظرية فقط، إذ لا يتم تبادل هذه المبالغ في تاريخ الاستحقاق، ولكن تستعمل فقط لاحتساب الفائدة التي سوف تدفع أو تقبض، إن الحد الأدنى لقيمة هذه العقود هو مبلغ (٥) مليون دولار، فرنك سويسري،... الخ، وغير ذلك من العملات الأجنبية كحد أدنى لمثل هذه العمليات.

٢- سعر فائدة العقد: هو سعر الفائدة الذي يتم الاتفاق عليه بين الطرفين (البائع والمشتري) وهو يشبه إلى حد كبير سعر التنفيذ في عقود الخيار. يتم احتساب الفائدة المدفوعة والمقبوضة بين الطرفين بقيمة الفرق بين سعر فائدة العقد وسعر فائدة مؤشر معين - مثل سعر فائدة ليبور ثلاثة شهور - بتاريخ محدد هو تاريخ تسوية العقد.

٣- تاريخ تسوية العقد: يتم تسوية العقد قبل يومي عمل من تاريخ بداية المدة التي تغطي العقد، وبهذا التاريخ يتم تحديد سعر الفائدة حسب المؤشر الذي نص عليه العقد، والذي تتم مقارنته مع سعر فائدة العقد ومن ثم يتم احتساب الفائدة المقبوضة أو المدفوعة؛ أي: إن الفرق بين سعر فائدة العقد وبين سعر فائدة المؤشر المتفق عليه في تاريخ تسوية العقد هو الذي يحدد الفائدة التي سوف تدفع أو سوف تقبض، مع الأخذ بالحسبان قيمة العقد ومدة العقد.

٤- مدة العقد: تبدأ مدة العقد في المستقبل بعد مدة معينة من تاريخ إجراء العقد ويتم تحديدها عادة بين ثلاثة أشهر إلى سنة.

ويتضمن العقد الآجل أركان أساسية، إذ لا يتم إبرام العقد في حال غياب

أحدهما وهي: (عبد علي، ٥٤:٢٠١٠-٥٥)، ([www.startimes.com/f.aspx](http://www.startimes.com/f.aspx)).

#### أ- الطرف الأول (مشتري العقد) Buyer of Contract

وهو الطرف الذي يقوم بدفع المبلغ المتفق عليه في العقد إلى الطرف الثاني في مقابل حصوله الموجود الأساس (الأوراق المالية)، ويتم ذلك في تاريخ التنفيذ والمحدد في العقد. ويدخل كلا الطرفين في التفاوض على شروط معينة، ويكون ذلك بحسب رغبات واحتياجات كلا الطرفين.

#### ب- الطرف الثاني (بائع العقد) Seller of Contract

وهو الطرف الذي يلتزم بتقديم الموجود الأساس (الأوراق المالية) في التاريخ المتفق عليه والمحدد في العقد مقابل حصوله على المبلغ المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري).

#### ج- السعر الآجل Forward Price

وهو السعر الذي يتفق عليه البائع والمشتري في العقد الآجل لإكمال الصفقة محل التعاقد ويسمى بسعر التنفيذ أو الممارسة.

#### د- الموجود الضمني محل التعاقد: Underlying Asset

الذي قد يكون أوراق مالية أو أسهم أو عملات، إذ يتفاوض عليه طرفا العقد من حيث الكمية والتصنيف والسعر.

#### هـ- تاريخ التنفيذ أو التسوية: Settlement or Exercise Date

ويتمثل بالتاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام الصفقة. وتسوية العقد تحصل في تاريخ التنفيذ المتفق عليه في العقد، ولا يمكن أن تتم التسوية قبل هذا التاريخ، إلا باتفاق الطرفين، ولا يمكن معرفة الربح أو الخسارة في العقد إلا في هذا التاريخ.

ومن الجدير ذكره ان العقود المستقبلية هي امتداد طبيعي للعقود الآجلة، بل يمكن القول بان العقود الآجلة ما هي إلا عقوداً مستقبلية تم تمنيها من حيث مستوى الجودة، عدد الوحدات داخل العقد وتاريخ التسليم وغيرها(هندي،٢٠٠٤،٤٨٧) ومع ذلك كله نجد هنالك اختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية وكما يأتي:

جدول (١)

أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
١. عقود شخصية .	١. عقود غير شخصية .
٢. غير منظمة .	٢. المتاجرة بها تكون منظمة .
٣. غير نمطية تحدد شروطها وفقاً لاتفاق الطرفين .	٣. عقود نمطية موحدة من حيث القيمة وتاريخ التسليم .
٤. تتعامل بها المؤسسات فقط .	٤. التعامل بها يكون بين البنوك والأفراد .
٥. عدم وجود سوق ثانوي لها .	٥. تتيج وجود سوق ثانوي .
٦. لا تنتقل من مالك الى آخر .	٦. تنتقل من مالك الى آخر بفارق الهامش .
٧. الفرصة اكبر لتحقيق الارباح من خلال التحوط .	٧. يجد المضاربون فيها فرصة لتحقيق الارباح .
٨. المتاجرة بها يكون عن طريق الهاتف او الفاكس.	٨. يتاجر بها في بيئة تنافسية تخضع للعرض والطلب
٩. يتفق على هامش محدد عند توقيع العقد .	٩. الاحتفاظ بمؤشرات عائمة تعكس تحركات السوق .
١٠. التسوية تكون في تاريخ محدد .	١٠. التسوية تكون يومية .
١١. تسوية العقد فقط عند تاريخ الاستحقاق .	١١. مرونة تسوية العقد قبل تاريخ الاستحقاق
١٢. سعر التسليم هو السعر الاجل .	١٢. سعر التسليم هو نفسة السعر الحالي .
١٣. يتحدد الربح او الخسارة فقط عند نهاية العقد .	١٣. تحديد الربح او الخسارة يوميا بحسب تغير الاسعار .

رابعاً: التحوط.

تمثل وظيفة التغطية والتحوط ضد المخاطر المالية واحدة من الوظائف المهمة التي تمتاز بها المشتقات المالية بوجه عام والعقود الآجلة على وجه الخصوص، إذ تستعمل العقود الآجلة للتحوط من مخاطر تقلب أسعار العملات أو حتى الأسعار السوقية للسلع والأدوات المالية كالسندات والقروض أو أسعار الفائدة، فإذا أراد شخص الحصول على قرض معين، ففي حال توقعه ارتفاع أسعار الفائدة فبإمكانه شراء عقد آجل لأسعار الفائدة بمعدل ثابت محدد سابقاً، وأن يقوم بإلزام الطرف الآخر بالتنفيذ خلال مدة محددة في العقد، وبذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع سعر الفائدة

([www.arabictrade.com](http://www.arabictrade.com))، ويعد المتحوطون من أهم عناصر الأسواق الآجلة، وينظر اليهم على أنهم مالكون للسلعة أو بحاجة إليها ويحاولون عن طريق صفقات السوق المستقبلي إلى تجنب مخاطرة الأسعار المرتبطة بالسلعة الأساسية (Stoll، 1979:875).

ويختلف التحوط في العقود الآجلة عنه في العقود المستقبلية، إذ إن التحوط باستعمال العقود الآجلة يكون على المدى الطويل، في حين التحوط بالمستقبليات يكون على المدى القصير (Shiraya&Takahashi، 2009:2).

وقد تبلور هذا المفهوم بعد إن أصبح متاحاً أمام المديرين الماليين عموماً ومديروا المحافظ الاستثمارية على وجه الخصوص العديد من الطرق لتخفيف أو ازالة المخاطر. سواء كانت هذه المخاطرة متعلقة بأسعار الأسهم أو معدلات أسعار الفائدة أو معدلات الصرف الأجنبي أو حتى تقلب أسعار السلع، فإذا لم يرغب المستثمر في تحمل أحد الأنواع السابقة من المخاطرة، فإنه يستطيع نقل المخاطرة غير المرغوبة إلى الآخرين الذين لديهم استعداد لتحمل تلك المخاطرة لقاء ثمن محدد، هو العلاوة وحسب نوع العقد، فالمستثمرون هم أولئك الذين يتصرفون

لمخاطر التغيرات السعرية محل التعاقد (العارضي والعبادي، ٢٠١٢: ١٨٥).

وعلى هذا الأساس، يعد التحوط باستعمال عقود المشتقات ومنها العقود الآجلة، السبيل الأكثر حداثة لإدارة المخاطر (محسن، 2006، 46)، إذ إن كلفة التحوط وفاعلية التحوط تمثل ما يسمى بكفاءة التحوط ( Hedging Efficiency)، التي تمثل الحد الأقصى لحجم المخاطر التي يمكن تخفيضها بمقابل كل وحدة من وحدات التكلفة، عليه فإن التحوط المثالي هو الذي يحقق أقصى منفعة للمستثمر، فإذا كان تخفيض المخاطر يعني منفعة موجهة وزيادة التكلفة تعني منفعة سالبة، فيصبح من المتوقع إن يسعى المستثمر إلى تحقيق

التوازن بين مستوى كل من التكلفة والمخاطر، ومن المتوقع إن يكون المستوى الأمثل للتحوط لمستثمر مختلف عن مثيله لمستثمر آخر، اعتماداً على دالة أكبر من المخاطر (هندي، 2003، 64).

وهناك أسلوبان للتحوط هما: التحوط الساكن والتحوط المتحرك، ويُقصد بالتحوط الساكن (Static Hedging) تغطية المخاطر لحظة اتخاذ القرار فقط ومن دون متابعة، أي إن الهدف من التحوط هو تثبيت الوضع الحالي عند القيام بالعملية حتى تاريخ الاستحقاق (البرغوثي، ١٩٩٨: ١٠٥)، وهذا يعني إن المتحوط لن يتابع سلوك الأسعار في أثناء عملية التحوط مما قد يكبده الخسائر عندما تكون تحركات الأسعار السوقية للعقد والأسعار النقدية (الحاضرة) للسلعة الأساس في غير صالح مركز المتحوط (العامري، ٢٠١٠: ٥٤١)، ومن ثم فإن احتمالية تجنبه لمخاطرة السوق تكون قليلة (الجبوري ٢٠٠٢: ٩٥). أما التحوط المتحرك (Dynamic Hedging) فيُقصد به معالجة مركز التحوط لتحقيق أرباح إضافية والتقليل من حدة مخاطرة السوق بسبب تغير أسعار كل من أداة السوق النقدي وأداة التحوط عبر الوقت (VanHorne، 1998:562)، فعند اتخاذ مركزاً مضاداً بالعقود الآجلة، فيؤدي هذا المركز المضاد لموازنة أو معادلة المركز النقدي في السوق الآني، بمعنى إن المتحوط يحاول تعديل مركزه النقدي الذي قد يكون معرضاً للمخاطر، لذلك يدعى هذا النوع بالتحوط الديناميكي (Benning & Wiener، 1998:2)، ويجب أن يتابع المتحوط سلوك الأسعار في أثناء عملية التحوط لتلافي الخسائر في حالة إن تحركات الأسعار في غير صالح مركز المتحوط وإن احتمالية تخفيض مخاطرة السوق أو تجنبها تكون كبيرة (العامري، ٢٠١٠: ٥٤١).

ويتخذ التحوط أيضاً التحوط الجزئي والتحوط الكامل والتحوط غير الكامل، إذ يشير التحوط الجزئي (Micro Hedging) إلى توظيف عقد آجل

من قبل مؤسسة مالية للتحوط عن المخاطرة التي قد تصيب فقرة معينة من فقرات الميزانية، ومن ثم فإن التحوط يكون على أساس نسبة معينة من المركز النقدي للمؤسسة المالية، أي ان التحوط يستطيع أن يستثنى من حسابات التحوط للتغيرات المتوقعة قيمة جزء معين بحيث لا يكون هذا الجزء معرضاً للمخاطر التي يتم التحوط عليها (Finnerty & Grant، 2006:21). ويقصد بالتحوط الكامل (Macro) Hedging اتخاذ مركزين مختلفين على الموجود نفسه لسلمة أو أداة مالية وبالسعر نفسه، ومن ثم فإن الأرباح المتحققة لأحد المراكز تساوي الخسائر المتحققة للمركز الآخر، إن المالك لمركز التحوط الكامل يكون ملزم تعاقدياً أن يكسب ربحاً مساوي للصفر و خسارة بالقدر نفسه (الجبوري، ٢٠٠٢: ٥٩).

## المبحث الثاني

### منهجية البحث

#### أولاً: مشكلة البحث:

يمكن ايجاز مشكلة البحث بالجوانب الآتية:

- ١- تواجه شركات التأمين الخاصة منافسة كبيرة مع غيرها العاملة في قطاع الصناعة نفسه، وما زاد من حدة المنافسة انفتاح القطر على البيئة الدولية والعالمية.
- ٢- تمارس شركات التأمين الخاصة أنشطتها المالية على آليات متقدمة كثيراً لا يمكن لها ان تكون قادرة على مواجهة المنافسة الدولية.
- ٣- ندرة الدراسات، حتى إن الدراسات النظرية والتطبيقية التي تناولت موضوع البحث (العقود الآجلة) اقتصرت في اغلبها على الجانب العالمي المتقدم، ومحدوديتها على المستوى المحلي.

### ثانياً: أهمية البحث:

تأتي أهمية البحث من أهمية الموضوع الذي يتناوله المتمثلة بالعقود الآجلة وما ينطوي عليه من استراتيجيات مهمة تخدم الواقع المحلي بتغطية المخاطر المالية وجعلها في أدنى مستوياتها مع تحقيق عوائد أعلى، بالشكل الذي يؤثر إيجاباً في سعر السهم ومن ثم زيادة القيمة السوقية للشركة.

### ثالثاً: هدف البحث:

يهدف البحث إلى إمكانية استخدام العقود الآجلة لأغراض التحوط المالي لجعل المخاطر المرافقة للعوائد بأدنى مستوياتها، وتتفرع عنه المهام البحثية الآتية:

١- تحليل التحوط ضد مخاطر الاستثمار.

٢- تحليل التحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة المرتفعة.

٣- تحليل التحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة المنخفضة.

٤- تحليل التحوط في مجال الاقتراض تحت ظروف معينة.

### رابعاً: عينة البحث:

اعتمدت الدراسة قطاع التأمين العراقي المدرجة شركاته في سوق العراق للأوراق المالية، والجدول (١) يبين هذا القطاع وبعض المؤشرات الأساسية له كما هي في عام ٢٠١٢.

### جدول (١)

العائد المتحقق على السهم في شركات قطاع التأمين العراقي الخاص للسنوات (2012.2008)

S.D	Mean	2012	2011	2010	2009	2008	الشركة	ت
0.101	0.136	0.13	0.07	0.04	0.14	0.3	الامين	١.
0.043	0.086	0.1	0.01	0.1	0.11	0.11	دار السلام	٢.
0.059	0.104	0.08	0.03	0.08	0.17	0.16	الاهلية	٣.
0.01	0.03	0.001	0.001	0.03	0.04	0.02	الخليج	٤.
0.044	0.089	0.07775	0.02775	0.0625	0.115	0.1475	مؤشر السوق	

## الجدول من إعداد الباحث

يتبين من الجدول (١)، معدل العائد المتحقق على السهم في شركات قطاع التامين للسنوات (٢٠٠٨-٢٠١٢)، إذ تأتي شركة الامين في المستوى الأول، إذ بلغ المتوسط فيها (٠.١٣٦)، بما يفوق المتوسط العام للصناعة البالغ (٠.٠٨٩)، تليها شركة الأهلية، إذ بلغ المتوسط فيها (٠.١٠٤)، ومن بعدها شركة دار السلام، إذ بلغ المتوسط فيها (٠.٠٨٦)، ثم شركة الخليج، إذ بلغ المتوسط فيها (٠.٠٣).

أما على مستوى الانحراف المعياري الذي كان بمقدار (٠.٠٤٤) على مستوى قطاع التامين، فقد جاءت شركة الامين في المستوى الاول، إذ بلغ الانحراف المعياري فيها (٠.١٠١)، تأتي بعدها الشركة الاهلية في المستوى الثاني، إذ بلغ الانحراف المعياري فيها (٠.٠٥٩)، تليها شركة دار السلام في المستوى الثالث، إذ بلغ الانحراف فيها (٠.٠٤٣)، ومن ثم شركة الخليج في المستوى الرابع، إذ بلغ الانحراف المعياري فيها (٠.٠١).

## المبحث الثالث

### الجانب التطبيقي للبحث

يعتمد العقد الآجل كأداة مناسبة للتحوط من المخاطر المالية المختلفة. وسوف يستعرض هذا الجانب بشيء من التفصيل وكالاتي:

أ) التحوط ضد مخاطر الاستثمار:

تنخفض مخاطر الاستثمار عند اعتماد العقود الآجلة بزيادة الهامش الفعلي. ويمكن الوقوف على المخاطر هذه من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{المخاطرة} = \left(\frac{1}{ش}\right)^2 \times \sigma^2 \times \text{الربحية}$$

وباعتماد هذه المعادلة يمكن تحديد مخاطر الاستثمار من خلال العقود الآجلة في الشركات المشمولة بالبحث، وكما يظهرها الجدول (٢)، المتضمن حساب المخاطر المرافقة للأرباح الصافية الناجمة عن بيع أسهم الشركات المشمولة بالبحث، ومنه يتبين عدد الأسهم المتداولة في العمود (١)، عدد العقود في عمود (٢) وما تتضمنه من أسهم في عمود (٣)، والعمود (٤) والذي يعكس أسعار الأسهم الحاضرة للشركات المشمولة بالبحث، يليه العمود (٥) والذي يبين الأسعار المستقبلية. وقد تم تحديد الهامش المبدئي بمقدار (١,٠) للشركات المشمولة بالبحث جميعاً، وعلى وفق البيانات السابقة أمكن تحديد الإيرادات من واقع البيانات الفعلية للشركات المذكورة، وأيضاً تم حساب التكاليف على النحو المذكور، وبعد اعتماد الإيرادات والتكاليف والهامش المبدئي تم الوقوف على صافي الربح المتحقق من الاستثمار في أسهم الشركات المشمولة بالبحث.

ولغرض تحديد المخاطر المرافقة مع الربحية، وبحسب فقرات المعادلة المذكورة، تم حساب متغيراتها المتمثلة بالهامش والانحراف للوصول إلى المخاطرة التي يعرضها العمود الأخير من جدول (٢) المذكور. ويلاحظ إن قيم هذه المخاطرة في بعض الشركات المشمولة بالبحث مساوية إلى قيم سالبة، وهذه القيم تكون ناتجة عن الخسائر التي حققتها الشركات، إذ إن المعلوم بأن المخاطرة تأخذ علاقة طردية مع العائد (الربحية) تزداد بزيادتها وتنخفض بانخفاضها، وهذا ما يؤكد نتائج الجدول (٢) المذكور، ومنه يلاحظ إن الشركات اغلبها حققت قيماً موجبة (ربح).

## جدول (٢)

## حساب المخاطر المرافقة للأرباح الصافية الناجمة عن بيع أسهم الشركات الخاصة

اسم الشركة	الاسهم المتداولة	عدد العقود	عدد أسهم العقد (مليون)	سعر السهم الحاضر	سعر السهم المستقبلي	الهامش المبدئي	الإيراد	التكليف	صافي الربح (الخسارة)	(الهامش/١)	الانحراف ٢	المخاطرة
الأمين	376	205	1.834	1.35	1.22	0.1	890	30	860	100	٠.٣٧	31820
دار السلام	120	156	0.769	4.65	3.3	0.1	1220	54794	-53574	100	٠.٧٧	-4125198
الاهلية	783	608	1.288	1.13	0.89	0.1	1400	40	1360	100	٠.٤٩	66640
الخليج	692	1800	0.384	1.16	0.74	0.1	427	4	423	100	٠.٥٦	23688

**ب) التحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة المرتفعة:**

يمكن استعمال العقود الآجلة كأدوات تحوط لحماية الشركات المشمولة بالبحث من التغيرات التي يمكن أن تطرأ على أسعار الفائدة في الأسواق المالية، إذ إن انخفاض أسعار الفائدة على القروض التي تحتاجها الشركات يعني انخفاض تكاليفها ومن ثم سهولة الحصول عليها، وعلى النقيض من ذلك يعني ارتفاع أسعار الفائدة على القروض التي تحتاجها الشركات ارتفاع تكاليفها ومن ثم صعوبة الحصول عليها، لذلك فإن سعي الشركات المشمولة بالبحث باتجاه اعتماد استراتيجية التحوط للحد من التغيرات في أسعار الفائدة على القروض.

ويتضح من الجدول (٣)، مبالغ القروض التي حصلت عليها الشركات المشمولة بالبحث (ملايين الدينانير)، التي سبقت الإشارة إليها، يليه العمود (٢) الذي يوضح نسبة الفائدة البالغة (١٢٪) وللشركات المشمولة بالبحث جميعاً، 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)٪ ألف دينار)). وكانت مدة القرض (١ سنة) لجميع الشركات المشمولة بالبحث، ويتم تسوية جميع العقود (قبل يومين من بداية العقد)، وهذا ما يوضحه العمود (٥)، وكان تنبؤ الشركات المشمولة بالبحث بأن هناك تغيرات في أسعار الفائدة قد تحدث وتحدد بمقدار (١) ألف دينار العمود (٦) أو ينخفض بمقدار (-) العمود (٧).

**جدول (٣)**

استخدام العقود الآجلة كأداة للتحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة المرتفعة

اسم الشركة	القرض (مليون دينار)	الفائدة %	سعر العقد	مدة القرض (سنة)	تسوية العقد	تغير سعر الفائدة	تغير سعر الفائدة
الامين	136	١٢	٩٨٨	١	قبل يومين	١	-
دار السلام	99	١٢	٩٨٨	١	قبل يومين	١	-
الاهلية	228	١٢	٩٨٨	١	قبل يومين	١	-
الخليج	199	١٢	٩٨٨	١	قبل يومين	١	-

أسعار الفائدة للشركات المشمولة بالبحث لعام ٢٠١٢، وكما يبينه جدول (٤) الآتي، والذي يظهر منه مقدار القروض التي اعتمدها الشركات المشمولة بالبحث كمصدر أساس للتمويل كما تم ذكره سابقاً ثم (مبلغ الفائدة) في العمود (٤) والذي أمكن حسابها من خلال المعادلة:

$$\text{مبلغ الفائدة} = \text{القرض} \times \text{تغير الفائدة} \% \times (\text{مدة القرض} / ٣٦٠)$$

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

$$\text{القيمة الحالية لمبلغ الفائدة} = (\text{مبلغ الفائدة} / (1 + \text{نسبة الفائدة عند الارتفاع} \\ (100 / (\text{مدة القرض} / 360))$$

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

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

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

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

ومن الجدول المذكور يتضح إن تغير سعر الفائدة كان (٠,٠١) للشركات المشمولة بالبحث جميعاً، وهذه الفائدة تمثل ما تم توقعه من الشركات من الارتفاع (٠,١٣ ٠,٠١)، لهذا تم اعتماد استراتيجية التحوط ضد هذا الارتفاع، وقد بلغ مبلغ الفائدة أقصاه في شركة (الأهلية) ثم شركة (الامين)، وكان سبب ارتفاع مبلغ الفائدة في هذه الشركات من دون سواها، كان يعزى إلى ارتفاع مبلغ القرض الذي ارتفع كثيراً في هذه الشركات.

## جدول (٤)

## آلية اعتماد التحوط من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة

اسم الشركة	القرض (مليون دينار)	الفائدة %	مدة القرض (سنة)	تغير سعر الفائدة	مبلغ الفائدة (مليون دينار)	القيمة الحالية للفائدة	صافي المبلغ المقرض	الفائدة المدفوعة
الامين	136	13	1	0.01	4.91111	0.01207	135.988	0.0136
دار السلام	99	13	1	0.01	3.575	0.00879	98.9912	0.0099
الاهلية	228	13	1	0.01	8.23333	0.02024	227.98	0.0229
الخليج	199	13	1	0.01	7.18611	0.01766	198.982	0.02

والأمر نفسه ينطبق على صافي القيمة الحالية والفائدة المدفوعة.

الجدير ذكره، إن القيمة الحالية للفائدة تنخفض كثيراً عن مبلغ الفائدة في الشركات المشمولة بالبحث، وهذا يعزى إلى طبيعة الخصم المعتمد على أساس القيمة الزمنية للنقود.

وعليه نستنتج، بأنه يمكن للشركات المشمولة بالبحث من حماية نفسها عن طريق التحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة على القروض، وذلك بشرائها عقوداً آجلة مساوية تقريباً لمبالغ الاقتراض، فعند ارتفاع أسعار الفائدة يستلم مشتري العقود الآجلة (الشركة) فرق الفائدة (سعر الفائدة وسعر فائدة ليبور) والتي تحددها المبالغ المتفق عليها بين أطراف العقد والتي تكون مساوية تماماً لمبالغ القروض كما بينها جدول (٤) المذكور.

## ج) التحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة المنخفضة:

يبين الجدول (٥) آلية اعتماد استراتيجية التحوط من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة في الشركات المشمولة بالبحث. ويظهر الجدول أيضاً بمبالغ القروض المشار إليها في الجداول السابقة، نسبة الفائدة البالغة (١٣,٠) في عموم الشركات المشمولة بالبحث، وكانت مدة القرض (١ سنة) ولعموم الشركات المشمولة بالبحث أيضاً، وإن تغير سعر الفائدة المتنبأ به هو بمقدار (٠,٠١)، أي تتوقع الشركات انخفاض أسعار الفائدة على القروض بمقدار (٠,٠١)، وهذه البيانات تمثل ذات البيانات السابقة المذكورة في الجداول (٢، ٣) السابقة، وذلك لغرض الحصول على الدقة العالية التي نتوخاها من البحث.

إن انخفاض أسعار الفائدة بمقدار (٠,٠١) على أسعار الفائدة على القروض سوف يعرض الشركات المشمولة بالبحث إلى خسارة تمثل القيمة (٠,٠١) × القرض، إذ كان بإمكان الشركات تأجيل اقتراضها مدة معينة لحين انخفاض أسعار الفائدة على القروض التي تحتاجها. وعلى هذا الأساس ولغرض التحوط ضد انخفاض أسعار الفائدة على هذه القروض، قامت الشركات المشمولة بالبحث ببيع عقوداً آجلة للغرض المذكور، وعند تحقق تنبؤاتها وانخفاض أسعار الفائدة على القروض، فإن الشركات المشمولة بالبحث تستلم فرق الفائدة (سعر الفائدة على العقد وسعر فائدة ليبور)، وباعتماد هذه الاستراتيجية يمكن للشركات المشمولة بالبحث من التحوط ضد انخفاض أسعار الفائدة المستقبلية على القروض التي سبق الحصول عليها بأسعار فائدة مرتفعة، إذ كان بإمكان هذه الشركات الحصول عليها (القروض) بأسعار فائدة منخفضة.

وباعتماد البيانات المذكورة، يمكن من تحديد المبلغ المستلم مضافاً إليه سعر الفائدة والذي كان في أقصاه عند شركة (الاهلية) بمقدار (٢.٢٨) مليون دينار في حين جاءت بقية الشركات الأخرى مقاربة للمليون (الواحد الصحيح) أو مساوية للصفر، يليه العمود الآخر الذي يبين القيمة الحالية للفائدة وقد كانت شركة (الاهلية)، قد حققت أعلى مستوى لهذه القيمة إذ كانت مقاربة للواحد الصحيح أكثر من غيرها من الشركات الأخرى وبمقدار (٠.٠٠٥٦). وعلى هذا الأساس أمكن حساب المبلغ المستلم مضافاً إليه فرق الفائدة ١٢٪ (٠,١٣).

والجدير ذكره إن الجدول (٥) يبين آلية تسوية العقد المتعلق بانخفاض السعر الآجل، من خلال قيام الشركة المشترية للعقد الآجل بدفع الفرق بين سعر العقد وسعر ليبور (١٣ ١٢) ٪ مبنياً على أساس قيمة العقد ومدته محسوباً على أساس القيمة الحالية للفائدة التي تتضمنها الجداول المذكورة.

وعلى هذا الأساس أمكن للشركات المشمولة بالبحث ضمان نسبة الفائدة التي اعتمدها حسب اتفاقية العقد الآجل، لأن بائع العقد الآجل يستلم قيمة فرق الفائدة إذا انخفضت الأسعار بحسب ما تم التوصل إليه سابقاً.

## جدول (٥)

## آلية اعتماد التحوط من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة

اسم الشركة	المبلغ المصدر (مليون دينار)	الفائدة %	مدة القرض (سنة)	تغير سعر الفائدة	مبلغ الفائدة (مليون دينار)	القيمة الحالية للفائدة	المبلغ المستلم + الفائدة
الامين	136	13	1	0.01	١,٣٦	0.00334	١٣٦,١٢
دار السلام	99	13	1	0.01	٠,٩٩	0.00243	٩٩,١٢
الاهلية	228	13	1	0.01	٢,٢٨	0.0056	٢٢٨,١٢
الخليج	199	13	1	0.01	١,٩٩	0.00489	١٩٩,١٢

## د) التحوط في مجال الاقتراض بوجود الظروف الأخرى غير الملائمة:

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

ويلاحظ من الجدول (٦) مبالغ القروض التي سبق للشركات المشمولة بالبحث الحصول عليها والمشار إليها في الفقرات السابقة في العمود (١)، ثم العمود (٢) والذي يبين عدد العقود، إذ بلغ عدد هذه العقود أقصاه في شركة (الاهلية) بمقدار (228000) مليون عقد يليه شركة (الخليج) بمقدار (199000) مليون عقد، وهكذا بقية الشركات الأخرى، وكانت الفائدة السائدة تبلغ (١٢٪) ولعموم الشركات المشمولة بالبحث، وبالتالي أمكن تحديد سعر العقد المباع (العقد الفائدة) أي (٠,١٠٠١٢) مليون دينار، وعند تغير سعر الفائدة (٠,١١ ١٠٠٠) ٩٨٩ مليون دينار.

وعلى هذا الأساس أمكن تحديد الأرباح والخسائر التي يمكن للشركة تحقيقها، إذ بلغت (١) مليون عند انخفاض سعر الفائدة إلى (١١٪)، وبنفس الكيفية يمكن أن تتعرض الشركات المشمولة بالبحث إلى خسارة عند ارتفاع أسعار الفائدة إلى (١٣٪) أي بارتفاع (١) مليون دينار للعقد الواحد، وهذا ما يدفع الشركات ببيع عقوداً آجلة مبنية أعدادها في العمود (٢)، وهذا بطبيعته يعرض بيع العقود الآجلة بمقدار (٩٨٨) مليون دينار بدلاً عن السعر الجديد (٩٨٩)، هذا من جهة، من جهة أخرى، فإن الشركات قد تتعرض إلى حالة مغايرة أكثر مخاطرة وهي ارتفاع أسعار الفائدة إلى (١٣٪). كما تم ذكره، وهذا سوف يولد خسائر نتيجة اقتراض الشركات بأسعار فائدة مرتفعة، لكن هذه الخسائر سوف تعوض ببيع العقود الآجلة بأسعار أعلى أي ببيعها 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 (٦)

##### استراتيجية التحوط من مخاطر الاقتراض بأسعار الفائدة

اسم الشركة	القرض (مليون دينار)	عدد العقود	الفائدة %	سعر العقد الجديد	سعر العقد القديم	أرباح تغير الفائدة	خسائر تغير الفائدة
الامين	136	136000	12	989	988	1	-1
دار السلام	99	99000	12	989	988	1	-1
الأهلية	228	228000	12	989	988	1	-1
الخليج	199	199000	12	989	988	1	-1

### المبحث الرابع

#### الاستنتاجات والتوصيات

##### أولاً: الاستنتاجات:

استناداً إلى ما تم التوصل إليه من نتائج في الجانب التطبيقي للبحث وما

أجري من مناقشات وتحليلات كمية، فقد تم التوصل إلى الاستنتاجات الآتية:

١- أمكن تطبيق استراتيجية التحوط باعتماد العقود الآجلة في الشركات المشمولة بالبحث من خلال اعتماد رأس المال وأسعار الأسهم، من خلال قيام الشركة ببيع عقوداً مساوية تماماً لرأس المال لديها.

٢- تنخفض درجة تقلب العائد والوصول إلى المخاطرة بزيادة الهامش الفعلي فضلاً عن الانحراف المعياري والعائد على الاستثمار. ويكون حساب الربحية (العائد) من خلال تطبيق استراتيجيات العقود الآجلة، وهو يشابه كثيراً مع الأسهم التي لم تجري المنشأة المصدرة لها أية توزيعات بدأ من تأريخ شراءها وحتى تأريخ بيعها.

٣- إن بيع العقود الآجلة في حالات الاقتراض بأسعار الفائدة يثبت مستوى القرض في حالتي الارتفاع والانخفاض لأسعار الفائدة.

٤- أمكن استعمال العقود الآجلة كأدوات تحوط للحماية من التغيرات التي يمكن أن تطرأ على أسعار الفائدة في الأسواق المالية، إذ إن انخفاض أسعار الفائدة على القروض التي تحتاجها الشركات يعني انخفاض تكاليفها ومن ثم سهولة الحصول عليها، وعلى النقيض من ذلك يعني ارتفاع أسعار الفائدة على القروض التي تحتاجها الشركات ارتفاع تكاليفها ومن ثم صعوبة الحصول عليها، لذلك فإن سعي الشركات المشمولة بالبحث باتجاه اعتماد استراتيجية التحوط للحد من التغيرات في أسعار الفائدة على القروض.

٥- يمكن للشركات المشمولة بالبحث من حماية نفسها عن طريق التحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة على القروض، وذلك بشراءها عقوداً آجلة مساوية تقريباً لمبالغ الاقتراض، فعند ارتفاع أسعار الفائدة يستلم

مشترى العقود الآجلة (الشركة) فرق الفائدة (سعر الفائدة وسعر فائدة ليبور) والتي تحددها المبالغ المتفق عليها بين أطراف العقد والتي تكون مساوية تماماً لمبالغ القروض

٦- أمكن للشركات المشمولة بالبحث ضمان نسبة الفائدة التي اعتمدها حسب اتفاقية العقد الآجل، لأن بائع العقد الآجل يستلم قيمة فرق الفائدة إذا انخفضت أسعار الفائدة في اسواق المال.

٧- أمكن تطبيق استراتيجية التحوط باعتماد العقود الآجلة في الشركات المشمولة بالبحث من خلال اعتماد رأس المال وأسعار الأسهم، من خلال قيام الشركة ببيع عقوداً مساوية تماماً لرأس المال لديها.

### ثانياً: التوصيات:

١- يوصي البحث الجهات ذات العلاقة بإجراء الموافقات و التشريعات اللازمة، لتنظيم عمل الأسواق المالية بالشكل الذي يمكنها من اعتماد العقود الآجلة أو المستقبلات.

٢- مراقبة أسعار الأسهم الحالية وجعلها تفوق سعر التنفيذ، لما له من اثر كبير في تنفيذ الخيارات وتحقيق الأرباح.

٣- ضرورة التنبؤ الدقيق بأسعار الافتتاح والإغلاق للسنوات اللاحقة، لغرض تحديد فرص الاستثمار في أسهم هذه الشركات أو حتى على الأقل الابتعاد عن بيع أسهمها عند التنبؤ بارتفاعها مستقبلاً، والأمر ذاته ينطبق على أسعار الفائدة سواء على الودائع الثابتة لديها أو الاقتراض والإقراض.

٤- يوصي البحث بإجراء دراسات مماثلة تأخذ متغيرات أخرى للوصول إلى نتائج معينة في القطاعات الأخرى.

٥- يوصي البحث بتكرار حساب المخاطرة بشكل دوري لغرض الحيلولة دون وقوع آثارها السلبية ولاسيما على أسعار أسهمها أو الوضع المالي الكلي للشركات.

٦- ضرورة إجراء تسوية في نهاية كل فترة بهدف الوقوف على التغيرات المالية الحاصلة وتحديدها بدقة والعمل على تلافي الجوانب السلبية أو معالجتها.

٧- ضرورة اعتماد الشركات اساليب تنبؤ دقيقة كالأساليب الرياضية والاحصائية وبحوث العمليات، ويمكن لها من اعتماد برامج الحاسوب الخاصة، لغرض اعتماد استراتيجية التحوط.

٨- يوصي البحث بزيادة الهامش الفعلي لغرض تلافي تقلب العائد ومن ثم الابتعاد عن المخاطرة من خلال رفع نسبة العلاوة المدفوعة من قبل البائع (التحوط).

### المستخلص:

يستهدف البحث تحديد كيفية التحوط باستخدام العقود الآجلة، وقد اجري البحث في شركات التأمين العراقية المساهمة الخاصة، وقد انطلق من مشكلة مفادها ان الكشف عن واقع ودور العقود الآجلة، إذا كان محسوماً من الناحية الفكرية، فان حسمه من الناحية التطبيقية في اطار سوق يتسم بضعف الكفاءة يتمثل بسوق العراق للأوراق المالية يعد مشكلة تواجه قطاع التأمين المعني بالدراسة. وقد استعملت مقاييس وأدوات مالية واحصائية لهذا الغرض، وقد خرجت الدراسة بعدد من الاستنتاجات منها (أمكانية تطبيق استراتيجية التحوط باعتماد العقود الآجلة في الشركات المشمولة بالبحث من خلال اعتماد رأس المال وأسعار الأسهم، من خلال قيام الشركة ببيع عقود

مساوية تماماً لرأس المال لديها) والتوصيات المهمة كانت منها (يوصي البحث الجهات ذات العلاقة بإجراء الموافقات و التشريعات اللازمة، لتنظيم عمل الأسواق المالية بالشكل الذي يمكنها من اعتماد العقود الآجلة أو المستقبلية).

### Abstract

Targeted research to determine how to hedge using futures contracts, has conducted research in the Iraqi insurance companies own contribution, was launched from the problem of the effect that disclosure of the reality and the role of futures, if it has finished from the intellectual aspect, its ending from practice aspect in market environment characterized by weak efficiency is market Iraq for the Stock Exchange consider as problem facing the insurance sector on the study. also statistical and financial tools has used for this pupose, the study has emerged a number of conclusions, including (the possibility of applying hedging strategy by depending on the contrat futures in companies under investigation by the adoption of capital and stock prices, through the company sold decades completely equal to its capital) and important recommendations the ones (the research recommends the relevant authorities to conduct the necessary approvals and legislation, to regulate the functioning of financial markets, which could form the adoption of futures or futures.

### قائمة المصادر والمراجع

#### أولاً: العربية:

- ١- جباري، شوقي وخميلي، فريد، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية المعاصرة من منظور اقتصاد إسلامي، 1 - 2 كانون أول / ديسمبر، عمان، 2010.
- ٢- الجبوري، رغد محمد، استخدام مستقبليات السلع في التحوط والمضاربة: دراسة تطبيقية على مستقبليات النفط الخام، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بغداد، 2002.
- ٣- حبش، محمد محمود، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة - تطبيقات عملية، الطبعة الاولى، بنك الأردن المحدود، 1998.
- ٤- العارضي، جليل كاظم، العبادي، هاشم فوزي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- ٥- العامري، محمد علي إبراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الاولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2010.
- ٦- عبد علي، سعد مجيد، إمكانية تطبيق استراتيجيات التحوط من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم باستخدام العقود الآجلة والمستقبلية - دراسة لعينة من القطاع المصرفي الخاص في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الكوفة، 2010.
- ٧- قندوز، عبد الكريم أحمد، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع: اتجاهات عالمية، 15 - 16 ديسمبر، جامعة الكويت، 2010.
- ٨- هندي، منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثالث، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003.
- ٩- هندي، منير إبراهيم، الفكر الحديث في الاستثمار، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2004.

#### ثانياً: الأجنبية:

- 1- Allaz، B. & Vila،J.، Croute Competition، and Efficiency، Journal of Economic، 59، PP:279 - 308، 2008.

- 2- Ashutosh, Vashisha & Satish, Kumar, **Development of Financial Derivatives Market in India-A case Study**, International Research Journal Of Financial and Economics, issn1450- 2887.issue37, 2010.
- 3- Ross, Stephen A. & Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey F. & Jordan, Bradford D., **Modern Financial Management**, 8<sup>th</sup> Ed, McGraw-Hill Irwin, 2008.
- 4- Shiraya, Kenichiro & Takahashi, Akihiko, **Pricing and Hedging of Long-term Futures and Forward Contracts by A Three-Factor Model**, April, 2009.
- 5- Stoll, Hans R., **Commodity Futures and Spot price Determination and Hedging in Capital Market Equilibrium**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. XIV, NO. 4, November, 1979.

ثالثا: شبكة الانترنت:

- 1- [www.arabictrade.com](http://www.arabictrade.com)
- 2- [www.startimes.com/f.aaspx](http://www.startimes.com/f.aaspx).