

## التداول بالعقود المستقبلية للتحوط من مخاطر تقلبات الأسعار – بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

بسام أحمد عبد الله

قسم العلوم المالية والبنوك، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة دهوك، اقليم كردستان-العراق

(تاريخ استلام البحث: 20 آب، 2022، تاريخ القبول بالنشر: 20 أيلول، 2022)

### الخلاصة

ركز البحث على كيفية تبني سوق العراق للأوراق المالية لمنظومة تعاملات بالعقود المستقبلية كجزء من مبتكرات الهندسة المالية في الفكر المالي الحديث، من أجل المضاربة والتحوط من المخاطر باستخدام تسعير وتحديد العقود المستقبلية لعدد من الموجودات منها العملات الأجنبية والأسهم الفردية ومؤشر السوق، لعينة من الشركات والمصارف العراقية الخاصة، لذا يهدف البحث الى تقديم دليل تجريبي لتحديد أهمية قيمة العقود المستقبلية من خلال قراءة الظاهرة المالية، وذلك لتحقيق الاستقرار في ثنائية عائد وخطر الاستثمار وبناء الاختبارات للاستراتيجيات البسيطة للعقود المستقبلية، لتوضيح آلية قياس محفظة التحوط والتعامل بالعملة الاجنبية بالاعتماد الى طروحات الأدبيات في هذا المجال. وفي سبيل اختبار فرضيات البحث تم تحديد التعاملات بالعقود المستقبلية لعينة مكونة من 10 شركات ومصارف مدرجة في سوق العراق تم اختيارها بشكل عشوائي، فضلاً عن الاستعانة ببيانات البنك المركزي لتحديد متوسط اسعار الصرف للعملات الاجنبية وللمدة من بداية عام 2022 ولغاية منتصف عام 2022، وتماشياً مع استنتجت الدراسة بأن تبني سوق للعقود المستقبلية بالاعتماد على مخرجات السوق المالي العراقي يسهم في تقليل المخاطر الاستثمارية التي تواجه المحفظة الاستثمارية للشركات عينة البحث وكذلك تقليل مخاطر تقلبات سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار، ويقترح البحث ونظراً لما يمثله سعر بيع أو شراء العقد المستقبلي في أي سوق مالي جوهر العملية الاستثمارية برمتها، كونها تعكس خلاصة تفاعل مجموعة من المتغيرات المختلفة، الاستفادة من هذه العقود لجميع الأطراف ذات العلاقة في السوق المالي على أنها إشارة ذات طابع معلوماتي يعبر تعبيراً صادقاً عن القيمة العادلة لأي موجود في السوق.

*الكلمات الدالة:* العقود المستقبلية، الأسهم، العملات الأجنبية، التحوط.

### المقدمة

اكتشاف الأسعار والتحوط ضد المخاطر من خلال التعامل مع المستقبل الذي يمثل الهاجس الرئيسي لجميع فئات المتعاملين في الأسواق المالية، أي أن تواجد وعمل هذه الأسواق يكون بمشاركة المضاربين والمتحوظين الذين يسعون الى نقل المخاطر من المتحوظين الى المضاربين على اعتبار ان المضاربة والتحوط نشاطان مكملان لبعضهما البعض، لذا فإن هناك حاجة السوق العراقي للارتقاء ومواكبة الأسواق المتقدمة وأهميتها للنهوض بواقع السوق في نطاق تسعير واستراتيجية التعامل مع هذه العقود بالإضافة لإدارة مخاطرها، تتناول الدراسة تعزيز الربط بين انشاء

تعد العقود المستقبلية إحدى الأدوات المستخدمة للتحوط والتحوط من المخاطر التي تواجه المستثمرين والمضاربين على حد سواء، لذا فقد أصبحت تمثل الجزء الحيوي من الأسواق المالية في الظرف الراهن كونها تتعامل مع توقعات المتعاملين من متحوظين ومضاربين، لذا فقد برزت الحاجة لأهمية الفهم الدقيق لطبيعة هذه العقود ومراعاة ضوابطها التي تحكم استخدامها. ان تعامل الأسواق المالية بالعقود المستقبلية تعد ذات أهمية لتحقيق الازدهار الاقتصادي وتنميته كونها تسهل عملية

تفسير الفرق بين قيمة العقد المستقبلي وسعره، وتمثل أهمية الدراسة من خلال الآتي:

1- بما أن البحث يعتمد أنموذجاً لاستراتيجية العقود المستقبلية، فإن نتائجها توضح تحديداً لتشكيل أداة تحوط ضد مخاطر تغير اسعار صرف العملات الأجنبية، وكذلك مخاطر تقلب الأوضاع في سوق الأسهم.

2- يعطي البحث فرصة مهمة للمستثمرين والمعاملين في سوق العراق الى اعتماد نماذج بسيطة للتعامل بهذه العقود وأهميتها في تقليل الآثار السلبية التي تصاحب التطورات غير الموازية في اسعار صرف العملات او للتقلبات في اسعار الاسهم.

3- تشكل الدراسة أهمية في تحقيق الأرباح عبر منافع مميزات الرافعة المالية عن طريق المضاربة على تحرك اتجاهات أسعار الأسهم وكذلك لتغير اسعار صرف الدينار العراقي مقابل الدولار الامريكي.

#### ثالثاً: هدف البحث

تهدف الدراسة الى ما يأتي:

1- تحديد استراتيجيات العقود المستقبلية للعملات الأجنبية باعتبارها ضمن مجالات مهمة في الهندسة المالية ولاسيما للشركات المبحوثة في البيئة العراقية.

2- تقديم دليل تجريبي لتسعير استراتيجيات العقود المستقبلية وفقاً لاستراتيجيات بسيطة غير متقدمة او معقدة نظراً لظروف وبيئة السوق العراقي الذي يتطلب تطبيق مثل هذه الأدوات بشكل تدريجي، لتحقيق النجاح في تطبيقها.

#### رابعاً: فرضية البحث

بهدف تشخيص واختبار مشكلة الدراسة؛ تم طرح مجموعة فرضيات بهدف اختبارها وتطويرها، ومن هذه الفرضيات:

1- ان للعقود المستقبلية ممثلة باستراتيجية التحوط البسيطة دوراً كبيراً في التحوط ضد مخاطر تغير اسعار صرف الدينار العراقي مقابل الدولار.

سوق منظم وباستراتيجيات بسيطة غير معقدة وطرق تسعيرها وتطبيقاتها العملية كأداة أكثر تحديداً لتجنب مخاطر تقلبات اسعار الصرف المتكررة وكذلك لقياس قيمة الأسهم العادية الفردية بوصفها الدالة الرئيسية في تكوين محافظ الاستثمار والتحوط ضد مخاطرها.

#### المبحث الأول: منهجية الدراسة

##### أولاً: المشكلة

شهدت الأسواق المالية العالمية تطورات كبيرة في استخدام الهندسة المالية والمتمثلة بالمشتقات والعقود المالية، لما تشكله من آثار على ثنائية العائد والخطر المرافقة لأدوات الاستثمار، عبر تحقيق المزيد من العائد وتقليل المخاطر الى أقل ما يمكن.

إن التعامل بالعقود المستقبلية يشكل جزءاً لا يتجزأ من قيمة الموجود محل التعاقد، لذا فإن استخدامها تكون لعدة أغراض منها، لإدارة المخاطر والتحوط والمضاربة لمواجهة لتقلبات الكبيرة والمتكررة للأسواق المالية العراقية، لذا فهي ضرورية التطبيق في السوق العراقية التي تعد ذات قدرة وكفاءة منخفضة على التعامل مع الاحداث العالمية المباشرة وغير المباشرة في قيم الموجودات المالية والحقيقية المتداولة، ومن هنا فإن المشكلة تتحدد في ما يأتي:

1- هل يسهم التعامل بالعقود المستقبلية لاسعار صرف العملات من تقليل فروق اسعار صرف الدينار العراقي مقابل الدولار؟.

2- هل يؤدي التعامل مع العقود المستقبلية للأسهم الفردية او من خلال محفظة استثمارية في انخفاض خطر المحفظة تغير الاسعار؟.

##### ثانياً: أهمية البحث

إن فكرة التعامل بالسوق المستقبلي يقوم على إجراء توقعات لتقلبات حول أسعار الأسهم والعملات الأجنبية أو أي موجود مالي آخر وتقدير فرصها ومخاطرها، إذ تساعد على الاستفادة من دقة التوقعات بارتفاع وانخفاض الأسعار والاستفادة من

لمفاهيم واهمية العقود المستقبلية، في حين شمل المبحث الثالث استراتيجية ونسبة التحوط للعقود المستقبلية، واعتمدت الدراسة على الكتب والمراجع والدراسات والدوريات وأسعار الأسهم لعدد من الشركات العراقية المساهمة المبحوثة.

#### سادساً: عينة البحث

تضمنت العينة الى اختبار حالة توضيحية عن سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار الامريكي بالاعتماد على سعر صرف الدينار المعتمد في البنك المركزي العراقي، كما تم اختيار 10 شركات من قطاعات مختلفة لتكوين محفظة استثمارية، تم اختيارها بشكل عمدي وحسب توفر البيانات الحديثة لها وعدم انقطاعها او توقفها عن العمل. وكما مبين في الجدول (1)، وعدم التطرق الى جميع شركات السوق اما لعدم توافر أسعار الأسهم لها، أو توقف تداول أسهمها.

2- ان اقتراح تشكيل محفظة استثمارية متحوتة باستراتيجيات بسيطة للعقود المستقبلية يمكن أن يسهم في ترشيد القرار الاستثماري وان يحافظ على أموال المتعاملين في السوق المالي العراقي.

#### خامساً: هيكل البحث

تم الاعتماد على المنهج التحليلي عبر دراسة وتحليل استراتيجيات العقود المستقبلية وكذلك اختبار قياس محفظة التحوط ضد المخاطر باستخدام نموذج رياضي مناسب وبسيط لتحديد مدى أهمية محفظة التحوط في تجنب خسارة للمتعامل في سوق العراق وكذلك التعامل مع عقود مناسبة لتجنب انخفاض ثروة المستثمرين من انخفاض سعر صرف الدينار العراقي، من خلال مباحث ثلاث، يتطرق المبحث الأول الى منهجية الدراسة، وأما المبحث الثاني تناول الاطار النظري

جدول (1):- الشركات عينة البحث والقطاع الذي تنتمي اليه

ت	اسم الشركة	القطاع	ت	اسم الشركة	القطاع
1	المصرف التجاري العراقي	المصارف	6	بغداد للمشروبات الغازية	الصناعة
2	مصرف بغداد	المصارف	7	بغداد العراق للنقل العام	الخدمات
3	الشرق الاوسط للاستثمار	المصارف	8	المعمورة للاستثمار العقارية	الخدمات
4	الحياطة الحديثة	الصناعة	9	مدينة العباب الكرخ السياحية	الخدمات
5	الفلوجة لانتاج المواد الانشائية	الصناعة	10	فنادق عشتار	الفنادق والسياحة

المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على سوق العراق للأوراق المالية.

#### سابعاً: مدة البحث

1- غطت مدة البحث من 2022/1/3 ولغاية 2022/6/30 وباعتماد أسعار الإغلاق اليومية للأسهم، كما تم اعتماد المتوسط الشهري لسعر صرف الدينار العراقي حسب ما نشرته تقارير البنك المركزي العراقي، بسبب وجود تغيرات في اسعار الصرف اليومية نتيجة الصدمات المالية والظروف السياسية التي يمر بها العراق.

#### المبحث الثاني

##### الاطار النظري للبحث

##### أولاً: مفهوم واهمية العقود المستقبلية

2- إن العقود المستقبلية هي عقود تعطي لحاملها الحق في بيع أو شراء موجود معين (سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقاً على ان يتم التسليم والاستلام في تاريخ لاحق في المستقبل (العارضي وآخرون، 2007: 75)، وهي نوع من العقود الآجلة، ويمثل اتفاق بين مشتري وبيع على تسليم كمية محددة لموجود معين في وقت محدد مسبقاً وبسعر متفق عليه، ويتم تداولها في سوق

ان نجاح التعامل بالعقود المستقبلية تعتمد بالأساس على استراتيجية التحوط، والتي تشير الى ايجاد نسبة تحوط مناسبة، وتعرف نسبة التحوط بأنها القيمة الاسمية للعقد المستقبلي وتستخدم للتحوط للقيمة الاسمية للمركز النقدي، وتمثل نسبة التحوط عدد العقود المستقبلية التي يجب شراؤها أو بيعها مقابل مبلغ معين يراد به التحوط من أجل تقليل تأثير المخاطر عن الموجود المتعامل عليه (الفياض، 2014: 92)، وهذه الاستراتيجية يتم اعتمادها من قبل المستثمر او مديري المحافظ الاستثمارية في تحديد العدد الأمثل للعقود المستقبلية في محافظهم الاستثمارية للحصول على الحماية الأكثر فاعلية من تحركات السوق التي اصبحت في الوقت الحاضر ذات تقلبات شديدة ومعقدة (Salgado et. al., 2020: 203)، لذا فهي لاقت قبولاً واسعاً من قبل المستثمرين والمؤسسات المالية نظراً لما تحويه من منافع فيما يتعلق بتقليل تكاليف التمويل أو تحسين العائد على الاستثمار او حتى لتجنب الضرائب وحماية المستثمر من المخاطر السوقية الناجمة عن تغيرات الأسعار (خميسي وعبدالقادر، 2015: 29).

#### ثانياً: أهداف الاستثمار بالعقود المستقبلية

إن الهدف الأساسي للعقود المستقبلية هو استخدامها إما للمضاربة أو التحوط، وبالتالي فإن الأسواق المنظمة لهذه العقود لا يمكن أن تعمل او تتواجد بدون المضاربين والتحوطين، حيث يعمل التحوطون على تجنب مخاطر الأسعار عبر نقلها الى المضاربين الذين يهدفون الى تحقيق الأرباح من صفقاتهم، وكما يأتي:

**3- المضاربة في العقود المستقبلية:** تكمن أهمية التعامل بالعقود المستقبلية بهدف المضاربة عبر قدرتهم على التنبؤ بالأسعار المستقبلية لموجود معين، فإذا توقع احد المستثمرين أن أسهم شركة معينة أو سعر الذهب سيرتفع في المستقبل، فإنه بإمكانه المضاربة استناداً الى هذه التوقعات وذلك عن طريق شراء عقود مستقبلية لتلك الموجودات، أما اذا توقع انخفاض في الأسعار

منظم وبموجب ضمانات مالية، وتوفر هذه العقود للمتعاملين قدر كبير من الشفافية في التعامل وكذلك توفر السيولة والأمان عن طريق عدم كشف هوية المتعاملين أثناء الصفقات (Islam, 2015: 73 & Chakrabort), والفرق بين العقد المستقبلي والعقد الآجل هو أن العقد المستقبلي يتم تداوله في البورصات والأسواق المنظمة بينما العقد الآجل يتم بين طرفين بشكل مباشر بدون وجود سوق مالي، لذا فإن بإمكان غالبية الشركات والمستثمرين التعامل بالعقود الآجلة بكل سهولة الا أنها تفضل التعامل بالعقود المستقبلية بسبب تداولها في الأسواق المالية، لانخفاض مخاطر الطرف المقابل، أي انخفاض مخاطر عدم التزام أحد طرفي العقد بشروط العقد، ويتم ذلك عن طريق دفع مبالغ مالي كوديعة من قبل كل من البائع والمشتري ويسمى بالهامش لدى أحد الوسيط في السوق المالي، واصبحت هذه العقود متداولة لدى التجار والتحوطون والمستثمرين من أجل تحقيق الربح بسبب تغير اسعار هذه العقود في بشكل مستمر (Pike, 2009: 333-334 & Neale), وتستخدم هذه العقود في الأصل لجميع انواع الموجودات مثلاً يتم استخدامها في القمح عبر عقد صفقات بين الفلاحين والمطاحن، وتطورت الى استخدامها في تداول العملات الأجنبية لتحديد قيمة صفقات البيع والشراء مما يمكن طرفي الصفقة من تثبيت الأسعار وبالتالي تقليل تعرضهم للمخاطر، كما تطورت وتنامت اسواق ضخمة للعقود المستقبلية والآجلة لأسعار الفائدة على السندات بين المستثمرين والشركات لتقليل تكاليف التمويل (Ehrhardt & Brigham, 2011: 908)، كما تم استخدام مستقبلات مؤشرات الأسهم لأغراض المضاربة والتحوط والمراجحة، وتعد هذه العقود مناسبة جداً للتحوط كونها تمتلك سيولة وتنخفض فيها كلف العمولة، فضلاً عن المراجحة على اختيار مؤشر سوق الأوراق المالية من خلال التسوية النقدية للعقد المستقبلي وتصحيح الانحراف عند انخفاض السعر (يوسف ونجم، 2019: 320).

مع الأحداث التي تؤثر في قيم الموجودات المالية والحقيقية المتداولة يصبح المستقبل أكثر خطورة، ويتعرض المستثمرون والمتعاملون بجميع الموجودات (الأسهم، السندات، العملات الأجنبية، المعادن) الى عدة أنواع من المخاطر منها: مخاطر تغير اسعار الفائدة ومخاطر تقلب الأوضاع في السوق المالي ومخاطر تغير اسعار صرف العملات الأجنبية، لذا يسعى المتعاملون الى التحوط عن طريق تجنب او الغاء او تقليل الآثار التي تواجه المخاطر المذكورة آنفاً (الدوري وعقل، 2012: 275-276)، ويكون التحوط على نوعين هما:

**1- التحوط القصير:** وهي تعني أنه في حالة رغبة الشركة أو المستثمر في بيع موجود ما في المستقبل، فعليها أن تتحوط باتخاذ مركز البائع في عقد مستقبلي يعرف بالتحوط القصير ( short Hedge)، وإذا انخفض سعر الموجود فهذا لا يكون في مصلحة الشركة إذا ما رغبت في بيع الموجود لأنها ستحقق خسارة من ذلك، ولكن في المقابل ستحقق مكاسب من وراء المركز النقدي الذي اتخذته الشركة أو المستثمر في العقود المستقبلية، أما اذا ارتفع السعر بخلاف توقعات المستثمرين الشركة ستكسب من بيع الموجود ولكنها ستحقق خسارة في المركز النقدي الذي اتخذته في العمليات المستقبلية (الحسن، 2014: 77).

**2- التحوط الطويل:** وهي بخلاف التحوط القصير فإن المستثمر الذي يرغب في شراء موجود ما في المستقبل سيلتزم باتخاذ مركز طويل بهدف الوقاية ضد مخاطر ارتفاع الاسعار ( Bodie et., 2014: 771)، فإذا ارتفع سعر الموجود فإنه سيرتفع أيضاً سعره المستقبلي ويحقق ربحاً عن المركز الطويل في السوق المستقبلي وبذلك سيتم تعويض الخسائر او تقليلها عند شراء الموجود (الدوري وعقل، 2012: 276-277).

فإنه سوف يتجه الى المضاربة عن طريق بيع عقود مستقبلية لما يمتلكه من موجودات (الدوري وعقل، 2012: 223)، ولا تقتصر هذه الأهمية فقط على الموجودات بشكل فردي، بل تستخدم أيضاً من قبل مديري المحافظ الاستثمارية لمواجهة المخاطر القطاعية التي تنتج عن الاستثمار في هذه الأدوات، أي يتم استخدام المشتقات المالية للتحوط من مخاطر الاستثمار التي تخص ورقة مالية أو أداة مالية معينة ضمن المحفظة عبر تنفيذ تغيرات تكتيكية في تخصيص الأموال لكل موجود، وتحقيق التوازن في أرصدها النقدية وبالتالي تحقيق المزيد من الأرباح (Feibel, 2003: 244).

**4- التحوط في العقود المستقبلية:** يتم استخدام العقود المستقبلية مع الادوات المالية الأساسية، حيث يتم تعويض أي ربح أو خسارة في المركز النقدي للموجود الأصل، بخسارة أو ربح مكافئ له في مركز المشتقات، أي أن المتحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار سيحاول اتخاذ مركز لعقود مستقبلية معاكس لمركز الموجود (الأصل) موضوع العقد المستقبلي، وبالتالي هذا التحوط قد يقلل من احتمال الفشل سواء كانت لشركة معينة أو لمستثمر معين عبر أخذ نظرة طويلة الأجل في صنع القرار يتوافق مع نهج صافي القيمة الحالية، مما يقلل من احتمالات تعرض المركز المالي من احتمال عسر مالي مما يقلل من تكلفة رأس المال، واستمرارية الحصول على تدفقات نقدية دون التعرض للمخاطر (Pike & Neale, 2009: 698)، وبالتالي فإن هذه العقود تعد أداة جيدة للتغطية ضد مخاطر تغير السعر، أي نقل مخاطر تغير السعر الى طرف آخر دون الحاجة الى شراء مسبق للموجود محل التعاقد، ومن المؤكد أن التغطية هي أهم وظائف اسواق المشتقات (زموي و بن سليم، 2022: 162-163).

#### ثالثاً : أساسيات استراتيجية التحوط للعقود المستقبلية

يمثل عدم التأكد حول المستقبل الهاجس الرئيسي لجميع فئات المتعاملين في الأسواق المالية، وان كثرة التقلبات المتكررة وكانت أسواق المال والاستثمار أقل مقدرة وكفاءة على التعامل

### المبحث الثالث

#### استراتيجية ونسبة التحوط للعقود المستقبلية

يقصد بنسب التحوط ان يتم احتساب عدد العقود المستقبلية اللازمة وتحديدتها للتحوط للمخاطر التي قد يتم التعرض لها في السوق الفوري، وذلك من أجل معرفة هل أن الأرباح أو الخسائر التي قد تتحقق في السوق المستقبلي قد تساوي للأرباح أو الخسائر التي قد تتحقق في السوق الفوري.

يتم تحديد نسبة التحوط لكل موجود بالاعتماد على الحجم الأمثل من العقود المستقبلية اللازمة للتحوط، وتختلف نسبة التحوط باختلاف طبيعة الموجود المراد التحوط له، إذ يمكن التحوط لمختلف الموجودات مثل التحوط للأسهم أو التحوط ضد مخاطر سعر الفائدة أو في السندات ومخاطر العملات الأجنبية وكذلك لمؤشرات الأسهم والمحافظ الاستثمارية وغيرها (الدوري و عقل، 2012: 284). وكما يأتي:

#### 1- التحوط للعملات الأجنبية

يختلف حجم العقد المستقبلي الواحد للعملات الأجنبية من عملة الى أخرى، سواء تم استخدامها لغرض المضاربة او التحوط، عن طريق استخدام التغير في سعر صرف العملة ويتم قياسها عادةً بنقطة واحدة (Tick) والتي تعبر عن اقل قيمة للتغير ثم يتم ضربها في قيمة كل نقطة حسب العقد المستقبلي، فعلى سبيل المثال تكون أقل نقطة تحرك ضمن العقد الواحد من الدولار مقابل أي عملة أخرى 0.0001 ومن ثم يتم ضربه في قيمة العقد المستقبلي الواحد للدولار مقابل أي عملة والبالغ قيمته 100000 دولار وبالتالي تكون النتيجة ربح أو خسارة بقيمة 10 دولار. تختلف عملة الدولار عن العملات الأخرى مثل اليورو او الجنيه الاسترليني والين الياباني، وبما أن عينة الدراسة تقتصر على العراق فإن غالبية التعاملات المالية والتجارية تتم بالدولار الأمريكي مقابل الدينار العراقي، فإن نسبة التحوط وحجم العقود المستقبلية ستقتصر على الدولار الأمريكي فقط، وكما يأتي:

إن تحديد استراتيجية مناسبة للتحوط تعتمد على احتساب نسبة مناسبة للتحوط والتي تعرف بالقيمة الظاهرية أو القيمة الاسمية (Face value) للعقد المستقبلي وهي تستخدم بشكل أساسي للتحوط الخاص بمركز الموجود النقدي ، وبالتالي استخدام معادلة مناسبة لايجاد نسبة التحوط للعقود المستقبلية (Solink, 2000: 487)، وكما يأتي:

$$Hedge\ ratio = \frac{n \times size \times s}{v} \dots \dots \dots (1)$$

إذ أن:

Hedge ratio: نسبة التحوط ويرمز لها HR.

N: عدد العقود اللازمة للتحوط.

Size: قيمة العقد المستقبلي مثلاً 100000 دولار أو

100 أوقية من الذهب.

S: السعر الفوري للموجود.

V: القيمة الاسمية لمركز الموجود النقدي.

وبتطبيق استراتيجية التحوط على أحد المستوردين العراقيين للسيارات الأمريكية، حيث تعاقد في شهر شباط من عام 2022 على شراء 12 سيارة أمريكية وتكلفة السيارة الواحدة 18000 دولار أمريكي، تستحق الدفع بعد ثلاثة أشهر، وأنه نتيجة للتقلبات التي تواجه سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار الأمريكي يخشى المستثمر من ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل الدينار في شهر آيار 2022 مما يؤدي بالنتيجة الى ارتفاع تكلفة شراء السيارات.

علماً أن متوسط سعر صرف الدولار مقابل الدينار كانت في شهر شباط 1471 وفي شهر آيار 1480 (الجهاز المركزي للاحصاء، 2022: 4)، كما أن سعر صرف الدولار في السوق المستقبلي يتم توقعه مقارنةً بالسوق الفوري والاتفاق بين الطرفين (بائع ومشتري العقد) وبأسعار تكون متقاربة مع اسعار سع الصرف في السوق الفوري، وقد افترض البحث أنه المستثمر

دولار، يمكن توضيح الفرق بين قيمة الصفقة في السوق الفوري (بدون وجود عقود مستقبلية) وقيمتها في السوق المستقبلي (بوجود عقود مستقبلية) في الجدول الآتي:

توقع ان سعر الصرف في السوق المستقبلي سيكون 1470 دينار لكل دولار واحد في شهر شباط، ووصل سعر صرف الدينار في شهر آيار الى 1482 بسبب ارتفاع سعر صرف الدينار في شهر آيار في السوق الفوري ووصله الى 1480 دينار لكل

جدول (2):-قيمة صفقة شراء سيارات في السوق الفوري والسوق المستقبلي

التاريخ	السوق الفوري	السوق المستقبلي
سعر صرف الدولار 1471 دينار عراقي.	سعر صرف الدولار 1470 دينار عراقي.	
شباط	قيمة الصفقة = عدد السيارات × ثمن السيارة × سعر الصرف	سعر العقد الواحد = $1470 \times 100000 = 147,000,000$ دينار
قيمة الصفقة = $1471 \times 18000 \times 12 = 317,736,000$ دينار	عدد العقود اللازمة = $\frac{18000 \times 12}{100000} = 2.16$ عقد	نسبة التحوط (شراء 2 عقد)
		$147,000,000 \times 2 = 294,000,000$ دينار
آيار	سعر صرف الدولار 1480 دينار عراقي.	سعر صرف الدولار 1482 دينار عراقي.
قيمة الصفقة = عدد السيارات × ثمن السيارة × سعر الصرف	قيمة الصفقة = $1480 \times 18000 \times 12 = 319,680,000$ دينار	سعر العقد الواحد = $1482 \times 100000 = 148,200,000$ دينار
قيمة الصفقة = $1480 \times 18000 \times 12 = 319,680,000$ دينار	بيع 2 عقد = $148,200,000 \times 2 = 296,400,000$ دينار.	
التحليل: تكلفة الصفقة في السوق الفوري:		التحليل: نسبة التحوط في السوق المستقبلي:
$317,736,000 - 319,680,000 = 1,944,000$ دينار <u>خسائر</u> .		$294,000,000 - 296,400,000 = 2,400,000$ دينار <u>ربح</u>

## 2- المضاربة والتحوط للأسهم الفردية

يمكن استخدام هذه العقود من قبل كل من المضاربين والمتحوظين، فإذا توقع المستثمر ارتفاعاً في سعر سهم محدد فإنه يتخذ مركزاً طويلاً (مضارب) أي يقوم بشراء عقد مستقبلي على السهم، بينما يقوم المستثمر ببيع العقود المستقبلية (متحوط) على الاسهم الفردية إذا توقع انخفاضاً في سعر السهم المستقبلي، ويحقق المستثمر الأرباح في كلتا الحالتين إذا تحققت توقعاته بينما يتحمل خسارة في حالة عدم صحة توقعاته مع الواقع.

ويتطبيق العقود على الشركات عينة الدراسة، فلو رغب احد المستثمرين شراء سهم احدى الشركات التي حققت ربحاً مابين تاريخ 2022/3/1 الى تاريخ 2022/6/30، يمكن توضيح الفرق في شراء وبيع الأسهم بشكل مباشر في السوق أو تداولها عن طريق العقود المستقبلية ومقدار العائد على رأس المال المستثمر لكل سهم في الحالتين، علماً أن الشركات التي حققت ارباحاً في خلال المدة المذكورة أعلاه هي: شركة الخياطة الحديثة وشركة بغداد للنقل العام وشركة المعمورة الاستثمارية العقارية، وكما موضح في الجدول (3)

بالاعتماد على المعادلة رقم (1) يمكن ملاحظة ان المستثمر (التاجر) العراقي حقق ربحاً من السوق المستقبلي عوض عن الخسائر التي كان قد تعرض لها في السوق الفوري، وبلغ صافي الربح 456,000 (1,944,000-2,400,000).

يمكن ملاحظة أن التاجر (المستورد) العراقي تجنب حدوث خسائر تبلغ قيمتها 1,944,000 دينار، وذلك بشراء 2 عقد مستقبلي يستحق قيمتها بعد ثلاثة أشهر تقريباً، وذلك عندما ارتفع سعر الصرف فعلاً، فإن قيمة النقود المشتراة ارتفعت قيمتها بالقدر الذي يغطي خسائره المتوقعة بل وحقق فائضاً من الربح.

كما أنه يمكن للتاجر العراقي أن يختار نسبة تحوط بقيمة 50% فقط من أو أكثر أول اقل على موجوداته المالية، فضلاً عن أن ما ينطبق على هذا المثال ينطبق على غيرهم من المتعاملين في مختلف الأنشطة المالية والاستثمارية والصناعية والزراعية.

جدول (3):-مقارنة بين التداول في الأسهم والتداول في العقود المستقبلية للأسهم الفردية في حالة ارتفاع السعر

الحالة الأولى: شراء وبيع الأسهم بشكل مباشر من السوق الفوري						
اسم الشركة	سعر السهم	شراء	سعر السهم	بيع	الربح	العائد على الاستثمار
الخياطة الحديثة	2022/3/1	100000 سهم	2022/6/30	100000 سهم	90000	16.6%
بغداد للنقل العام	27.75	2775000	28.75	2875000	100000	3.6%
المعمورة الاستثمارية العقارية	2.68	268000	4.95	495000	227000	84.7%
الحالة الثانية: شراء وبيع عقود مستقبلية للأسهم الفردية						
اسم الشركة	سعر السهم	شراء 1000 عقد (دفع 20% من اجمالي المبلغ)	سعر السهم	بيع	الربح	العائد على الاستثمار
الخياطة الحديثة	2022/3/1	1000 عقد (دفع 20% من اجمالي المبلغ)	2022/6/30	1000 عقد سهم	90000	83.3%
بغداد للنقل العام	27.75	555000	28.75	2875000	100000	18%
المعمورة الاستثمارية العقارية	2.68	53600	4.95	495000	227000	423.5%

المصدر: من اعداد الباحث، بالاعتماد على اسعار الاغلاق للشركات في سوق العراق للأوراق المالية.

الحالة 108000 دينار وهو ما قيمته 20% من مبلغ 540000 دينار (1000 عقد × 100 سهم × 5.4 دينار = 540000) أي أنه لن يقوم بدفع المبلغ كاملاً كما في الحالة الأولى. وبتاريخ 6/30 وعند ارتفاع اسعار الأسهم سيلجأ المستثمر الى بيع العقود المستقبلية بسعر 6.3 دينار وبالتالي فإنه يحقق ربحاً من فروق الأسعار مساوياً للربح الذي يحققه في السوق الفوري ولكن المبلغ المستثمر هو فقط 20% لكل سهم، وبالتالي فإن العائد على الاستثمار يحتسب من خلال قيمة صافي الربح على المبلغ المستثمر لشراء العقود المستقبلية فقط والبالغ 20% (108000/90000=83.3%). وكذلك بالنسبة للشركات الأخرى.

يمكن ملاحظة ارتفاع العائد الاستثمار في الحالة الثانية لجميع الشركات مقارنة بالحالة الأولى نتيجة الاستفادة من ميزة التمويل التي لا تتطلب دفع المبلغ كاملاً للحصول على نفس قيمة الموجود، مقارنةً بالحالة الأولى التي تتطلب توفير المبلغ كاملاً، أما إذا لم تتحقق التوقعات فإن الخسارة في الحالتين ستكون بنفس القدر من المبلغ.

أما في حالة رغبة احد المستثمرين شراء سهم احدى الشركات التي حققت خسارة ما بين تاريخ 2022/3/1 الى تاريخ 2022/6/30 ، يمكن توضيح الفرق في شراء وبيع الأسهم

نلاحظ من الجدول (3) أنه عند شراء 100000 سهم لأي من الشركات المدرجة في الجدول أعلاه بشكل مباشر في السوق الفوري نظراً لتوقعات المستثمر حول ارتفاع قيمة السهم خلال الأشهر الأربعة المقبلة، يجب على المستثمر أن يقوم بدفع المبلغ كاملاً (100% من قيمة الأسهم)، فمثلاً بلغ سعر السهم لشركة الخياطة الحديثة 5.4 × 100000 سهم = 540000 دينار، وعندما قام المستثمر ببيع الأسهم بتاريخ 6/30، قام باستلام المبلغ كاملاً (6.3 × 100000 سهم = 630000 دينار) محققاً ربحاً قدره 90000 دينار (630000 دينار - 540000 دينار = 90000 دينار) نتيجة ارتفاع سعر السهم، وبالتالي فإن العائد على الاستثمار يتم بقسمة صافي الربح على اجمالي المبلغ المستثمر (مبلغ شراء الأسهم) والذي بلغ 16.6% (540000/90000=16.6%)، وكذلك بالنسبة لبقية الشركات.

فيما يتعلق بشراء وبيع عقود الأسهم الفردية في السوق المستقبلي، فكما هو موضح بالنصف الثاني من الجدول (3)، فلو أن المستثمر الذي يرغب بشراء أسهم شركة الخياطة الحديثة بتاريخ 3/1 كونه يتوقع ارتفاع سعرها في المستقبل، فإنه سوف يقوم بشراء 1000 عقد (كل عقد يساوي 100 سهم)، وبالتالي فإنه يقوم بدفع 20% فقط من قيمة اجمالي المبلغ وحسب الاتفاق المسبق بين اطراف التعامل والتي بلغت في هذه

بشكل مباشر في السوق أو تداولها عن طريق العقود المستقبلية ومقدار العائد على رأس المال المستثمر لكل سهم في الحالتين، علماً أن الشركات التي حققت خسائر في خلال المدة المذكورة أعلاه هي : المصرف التجاري العراقي وشركة بغداد للمشروبات

جدول (4):-مقارنة بين التداول في الأسهم والتداول في العقود المستقبلية للأسهم الفردية في حالة انخفاض السعر

الحالة الأولى: شراء وبيع الأسهم بشكل مباشر من السوق الفوري						
اسم الشركة	سعر السهم 2022/3/1	شراء 100000 سهم	سعر السهم 2022/6/30	بيع 100000 سهم	الخسارة	العائد على الاستثمار
المصرف التجاري العراقي	0.66	66000	0.53	53000	-13000	-19.7%
بغداد للمشروبات الغازية	4.48	448000	4.13	413000	-35000	-7.8%
مصرف بغداد	1.27	127000	1.21	121000	-6000	-4.7%
الفلوجة لانتاج المواد الانشائية	3.83	383000	3.54	354000	-29000	-7.6%
فنادق عشتار	11.15	1115000	8.5	850000	-265000	-23.8%
مدينة العباب الكرخ السياحية	2.92	292000	2.76	276000	-	-5.5%
مصرف الشرق الأوسط للاستثمار	0.2	20000	0.19	19000	-1000	-5%
الحالة الثانية : شراء وبيع عقود مستقبلية للأسهم الفردية						
اسم الشركة	سعر السهم 2022/3/1	بيع 1000 عقد (استلام 20% من اجمالي المبلغ)	سعر السهم 2022/6/30	شراء 1000 عقد سهم (فقل المركز)	الربح	العائد على الاستثمار
المصرف التجاري العراقي	0.66	13200	0.53	53000	13000	98.5%
بغداد للمشروبات الغازية	4.48	89600	4.13	413000	35000	39.1%
مصرف بغداد	1.27	25400	1.21	121000	6000	23.6%
الفلوجة لانتاج المواد الانشائية	3.83	76600	3.54	354000	29000	37.9%
فنادق عشتار	11.15	223000	8.5	850000	265000	118.8%
مدينة العباب الكرخ السياحية	2.92	58400	2.76	276000	16000	27.4%
مصرف الشرق الأوسط للاستثمار	0.2	4000	0.19	19000	1000	25%

المصدر: من اعداد الباحث، بالاعتماد على اسعار الاغلاق للشركات في سوق العراق للأوراق المالية.

المستثمر حول السوق في المستقبل وانخفاض سعر السهم (13000 دينار = 66000 دينار - 53000 دينار) محققاً صافي خسارة 13000 دينار (13000 دينار = 53000 دينار - 66000 دينار)، وبالتالي فإن العائد على الاستثمار بقسمة صافي الخسارة على اجمالي المبلغ المستثمر (مبلغ شراء الأسهم) بلغ -19.7% (13000/66000 = -19.7%) ، وكذلك بالنسبة لبقية الشركات.

نلاحظ من الجدول (4) أنه عند شراء 100000 سهم لأي من الشركات المدرجة في الجدول أعلاه بشكل مباشر في السوق الفوري نظراً لتوقعات المستثمر حول ارتفاع قيمة السهم خلال الأشهر الأربعة المقبلة، يجب على المستثمر أن يقوم بدفع المبلغ كاملاً (100% من قيمة الأسهم) ، فمثلاً بلغ سعر السهم للمصرف التجاري 0.66 × 100000 = 66000 دينار، وقد دفع المستثمر المبلغ كاملاً، وعندما قام المستثمر ببيع الأسهم بتاريخ 6/30، حقق خسائر نتيجة عدم مطابقة توقعات

الموجود، مقارنةً بالحالة الأولى التي تتطلب توفير المبلغ كاملاً وفي النهاية تحقيق خسارة بسبب تقلبات الاسعار.

### 3- التحوط لحفظة الأسهم

تستخدم العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم من مجموعة من الأسهم العادية التي تكون أي محفظة استثمارية، من أجل التحوط لتغيرات أسعار السوق بشكل سلبى للأسهم المكونة للمحفظة، علماً أن التنوع يقضي على المخاطر غير النظامية المتعلقة بالظروف الخاصة لكل شركة صاحبة السهم المدرج في المحفظة الاستثمارية لاي مستثمر، إلا المخاطر النظامية لا يمكن تجنبها عن طريق التنوع لذلك نستخدم التحوط باستخدام العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم للتقليل من أثر هذه المخاطر أو تجنبها.

ويمكن تحديد عدد العقود اللازمة المستخدمة في تحوط المحفظة الاستثمارية باستخدام مؤشرات الأسهم من خلال استخدام المعادلة الآتية (الدوري وعقل، 2012: 285):

$$NF = \frac{Bp \times Vp}{Vf} \dots \dots \dots (2)$$

إذ أن:

NF: عدد العقود اللازمة.

Bp: بيتا المحفظة.

Vp: قيمة المحفظة.

Vf: قيمة العقد الواحد المستقبلي من المؤشر

إن قياس الخطر الذي يرافق القرار الاستثماري يشكل أهمية كبيرة في عملية اتخاذ القرار المالي (الجميل، 2018: 279)، وهذا يمكن قياسه من خلال نموذج تسعير الموجود الرأسمالي Capital Assets Pricing Model والذي يطلق عليه اختصاراً CAPM من أجل استخدام معلمة بيتا (beta) المحتسبة من الأنموذج لقياس الخطر النظامي المحتسب، والذي يمكن احتسابه من المعادلة الآتية: (الجميل، 2018: 291)

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

وفيما يتعلق بشراء وبيع عقود الأسهم الفردية في السوق المستقبلي، فكما هو موضح بالنصف الثاني من الجدول (4)، فلو أن المستثمر الذي يرغب بشراء أسهم المصرف التجاري العراقي أو أي شركة أخرى بتاريخ 3/1 كونه يتوقع ارتفاع سعرها في المستقبل، وللمزيد من التحوط أو نتيجة التقلبات المتكررة التي يتعرض لها سوق العراق للأوراق المالية، فإنه سوف يقوم ببيع 1000 عقد للمصرف المذكور (كل عقد يساوي 100 سهم)، وينفس سعر السهم في تاريخ 3/1 وبالتالي فإنه يقوم باستلام 20% فقط من قيمة اجمالي المبلغ وحسب الاتفاق المسبق بين اطراف التعامل والذي يزيد او يقل عن النسبة المذكورة، والتي بلغت في هذه الحالة 13200 دينار وهو ما قيمته 20% من مبلغ 66000 دينار (1000 عقد × 100 سهم × 0.66 دينار = 66000 دينار) أي أنه لن يقوم باستلام المبلغ كاملاً كما في الحالة الأولى. وبتاريخ 6/30 وعند انخفاض اسعار الأسهم سيلجأ المستثمر الى شراء العقود المستقبلية بسعر 0.53 دينار، ويقوم المستثمر في هذه الحالة فقط باستلام مبلغ الفرق بين سعري البيع والشراء بالاضافة بمبلغ الهامش المبدئي المستلم، وبالتالي فإنه يحقق ربحاً من فروق الأسعار بعكس الخسارة التي حققها في السوق الفوري ولكن المبلغ المستلم هو فقط 20% لكل سهم لانه يمثل فقط الهامش المبدئي في سوق العقود المستقبلية، وبالتالي فإن العائد على الاستثمار يحتسب من خلال قيمة صافي الربح على المبلغ المستثمر لبيع العقود المستقبلية فقط والبالغ 20% (13200/13000 = 98.5%). وكذلك بالنسبة للشركات الأخرى.

يمكن ملاحظة الحصول على عائد موجب على الاستثمار في الحالة الثانية لجميع الشركات مقارنة بالحالة الأولى التي يحقق فيها المستثمر فيها خسارة بسبب انخفاض الاسعار وغياب العقود المستقبلية، عن طريق الاستفادة من ميزة التحوط التي لا تتطلب دفع واستلام المبلغ كاملاً للحصول على نفس قيمة

إذ إن:

$R_{i,t}$ : العائد المتوقع لسهم الشركة (i) في السنة (t).

$R_{f,t}$ : عائد السهم الخالي من المخاطرة.

$\beta$ : معامل بيتا ويمثل الخطر المنتظم للورقة المالية.

$R_{m,t}$ : عائد السوق.

1- تم الاعتماد على أسعار الاغلاق اليومية لأسهم الشركات عينة الدراسة من تاريخ 2022/1/3 لغاية 2022/6/30 ولمدة (180) يوماً، وذلك من أجل التوصل الى احتساب العائد المتوقع للسهم لكل شركة، والذي يتم احتسابه وفق الصيغة الآتية:

وقد تم تطبيق نموذج تسعير الموجود الرأسمالي على الشركات (عينة الدراسة) وفق معادلة الانحدار الخطي البسيط وبواقع (10) مرات، بواقع مرة واحدة لكل شركة من الشركات العشرة، وذلك بالاعتماد على البيانات اليومية التي تم الحصول عليها من سوق العراق للأوراق المالية، وذلك باتباع الخطوات الآتية:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots \dots \dots (4)$$

إذ إن :

$R_t$  : معدل العائد اليومي للسهم.

$P_t$  : سعر الاغلاق اليومي الحالي.

$P_{t-1}$ : سعر الاغلاق اليومي السابق.

2- تم الاعتماد على العوائد اليومية لمؤشر السوق بوصفه مؤشراً يدل على عائد المحفظة لسوق العراق للأوراق المالية، من خلال احتساب المعادلة الآتية:

$$R_t = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \dots \dots \dots (5)$$

إذ إن:

$R_t$  : عائد مؤشر السوق.

$I_t$  : قيمة مؤشر السوق اليومي الحالي.

$I_{t-1}$  : قيمة مؤشر السوق اليومي السابق.

بافتراض أن أحد مدراء المحافظ الاستثمارية يمتلك محفظة استثمارية مكونة من 10 شركات مختلفة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، ويرغب في المحافظة على قيمة المحفظة من احتمالات انخفاض الاسعار السوقية للأسهم المكونة للمحفظة

تم الاعتماد على متوسط أسعار الفائدة على الايداع بالدينار العراقي المعتمدة في النشرات السنوية للبنك المركزي العراقي، حيث بلغ متوسط سعر الفائدة على الودائع 4.5% (البنك المركزي العراقي، دائرة الاحصاء والابحاث: 2022).

خلال ثلاث شهور قادمة، لذلك يرغب في اجراء عملية تحوط لكل سهم تم احتسابها عبر معادلة الانحدار الخطي البسيط لمحفظته.

الآتي جدول يوضح عدد الأسهم لكل شركة تم اختيارها بشكل عشوائي تبعاً لمنحنى تفضيل المستثمر، وأسعارها، وبيتا

جدول(5):- عدد الأسهم وأسعارها وقيمة بيتا لمحفظة استثمارية

شركات المحفظة	عدد الاسهم	البيتا	الاسعار 3/1	الاسعار 6/30
المصرف التجاري العراقي	300000	0.117654	0.53	0.66
بغداد للمشروبات الغازية	200000	1.692001	4.13	4.48
مصرف بغداد	180000	0.129234	1.21	1.27
الخطاطة الحديثة	250000	-0.37875	6.3	5.4
الفلوجة لانتاج المواد الانشائية	400000	0.359696	3.54	3.83
بغداد للنقل العام	300000	-0.03533	28.75	27.75
المعمورة الاستثمارية العقارية	280000	0.021375	4.95	2.68
فنادق عشتار	350000	0.31678	8.5	11.15
مدينة العاب الكرخ السياحية	240000	0.330967	2.76	2.92
مصرف الشرق الأوسط للاستثمار	320000	-0.2494	0.19	0.2
قيمة مؤشر سوق العراق			601.64	574.27

المصدر: من اعداد الباحث، بالاعتماد على اسعار الاغلاق وقيمة المؤشر من بيانات سوق العراق للأوراق المالية.

سيتم البدء باحتساب القيمة السوقية للمحفظة ووزن كل شركة الى اجمالي عدد الشركات في المحفظة الاستثمارية، وكما موضح في الجدول الآتي:

جدول(6):- القيمة السوقية لاجمالي المحفظة الاستثمارية

شركات المحفظة	عدد الاسهم	الاسعار 3/1	القيمة السوقية	الوزن	البيتا	بيتا المحفظة (الوزن×بيتا)
المصرف التجاري العراقي	300000	0.53	198000	0.011032300	0.117654	0.001297994
بغداد للمشروبات الغازية	200000	4.13	896000	0.049923944	1.692001	0.084471363
مصرف بغداد	180000	1.21	228600	0.012737292	0.129234	0.001646091
الخطاطة الحديثة	250000	6.3	1350000	0.075220228	-0.37875	-0.028489661
الفلوجة لانتاج المواد الانشائية	400000	3.54	1532000	0.085361029	0.359696	0.030704021
بغداد للنقل العام	300000	28.75	8325000	0.463858073	-0.03533	-0.016388106
المعمورة الاستثمارية العقارية	280000	4.95	750400	0.041811303	0.021375	0.000893717
فنادق عشتار	350000	8.5	3902500	0.217442178	0.31678	0.068881333
مدينة العاب الكرخ السياحية	240000	2.76	700800	0.039047656	0.330967	0.012923486
مصرف الشرق الأوسط للاستثمار	320000	0.19	64000	0.003565996	-0.2494	-0.000889359
الاجمالي			17947300			0.155050878

قيمة العقد المستقبلي الواحد = رقم المؤشر × مضاعف المؤشر  
وعلى افتراض أن مضاعف مؤشر سوق العراق للأوراق المالية بلغ  
100، كما هو الحال في أغلب مؤشرات الأسواق المالية  
العربية والتي قد تقترب بيئتها الاستثمارية من البيئة العراقية، فإن  
:  
قيمة العقد المستقبلي الواحد =  $601.64 \times 100 = 60164$  دينار.

4- نسبة التحوط:

$$NF = \frac{Bp \times Vp}{Vp}$$

$$NF = \frac{0.155050878 \times 17947300}{60164} = 46.25 \text{ عقد}$$

6- نحسب القيمة السوقية للمحفظة بتاريخ 6/30، كما في

الجدول (7):

من الجدول أعلاه يمكن ملاحظة ما يأتي:

- 1- تم احتساب القيمة السوقية للمحفظة من خلال احتساب حاصل جمع القيمة السوقية لكل شركة، والتي تم احتسابها من خلال حاصل ضرب عدد الأسهم × سعر الاغلاق.
- 2- تم احتساب بيتا للمحفظة من خلال حاصل ضرب وزن كل شركة × بيتا لكل شركة، وبالتالي فإن حاصل جمع النتيجة تمثل بيتا للمحفظة ككل.
- 3- سيلجأ مدير المحفظة الى حساب قيمة العقد المستقبلي الواحد لمؤشر السوق، وكما يلي:

أي ما يعادل 46 عقد تقريباً.

- 5- قيام مدير المحفظة ببيع 46 عقد مستقبلي لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية في 3/1 بسعر 60164 دينار للعقد الواحد.

جدول(7):-القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية بتاريخ 6/30

شركات المحفظة	عدد الاسهم	الاسعار 6/30	القيمة السوقية 6/30
المصرف التجاري العراقي	300000	0.66	159000
بغداد للمشروبات الغازية	200000	4.48	826000
مصرف بغداد	180000	1.27	217800
الخياطة الحديثة	250000	5.4	1575000
الفلوجة لانتاج المواد الانشائية	400000	3.83	1416000
بغداد للنقل العام	300000	27.75	8625000
المعمورة الاستثمارية العقارية	280000	2.68	1386000
فنادق عشثار	350000	11.15	2975000
مدينة العاب الكرخ السياحية	240000	2.92	662400
مصرف الشرق الأوسط للاستثمار	320000	0.2	60800
اجمالي القيمة السوقية للمحفظة في 6/30			17903000

المصدر: من اعداد الباحث، بالاعتماد على اسعار الاغلاق وقيمة المؤشر من بيانات سوق العراق للأوراق المالية.

سيقوم مدير المحفظة بغلق مركزه بتاريخ 6/30، حيث سيقوم  
بشراء 46 عقداً مستقبلياً لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية.  
تكلفة شراء 46 عقد =  $57427 \times 46 = 2641642$  دينار.  
التفسير والتحليل:

من الجدول السابق بلغت القيمة السوقية للمحفظة بتاريخ  
6/30 17903000 دينار.  
وبالتالي فإن قيمة العقد المستقبلي الواحد بتاريخ 6/30 =  
 $57427 \times 100 = 57427$  دينار

التعامل بهذه العقود بشكل صعوبة في قراءة الظاهرة المالية، مما قد يسبب بنتائج عكسية على تقييم آثار عوائد ومخاطر الاستثمارات للعديد من الموجودات المالية.

2- تم الاعتماد على استراتيجيات بسيطة غير معقدة في تسعير وتحديد العقود المستقبلية للموجودات المالية لقياس قيمتها المناسبة في ظل تحركات الاسعار في السوق، سواء كان للموجود المالي بشكل منفرد او على اساس محفظة لعدد من الموجودات، وبالتالي تحديد قيم هذه الموجودات وتقييمها بالشكل الذي يحقق العائد المناسب على استثمارات المتعاملين وتحمي محافظهم عبر بناء محفظة خالية من المخاطر النظامية.

3- عند تحديد استراتيجية العقود المستقبلية تتحرك اسعار العقود واسعار الموجود المالي بشكل طردي في سوق المال.

4- إن الاعتماد على العقود المستقبلية في سوق منظم يسهم في بناء محفظة تحوط بالاعتماد على مخرجات استراتيجية مناسبة يحقق قيمة للموجود وللمحفظة يسهم في تقليل الخطر الاستثماري الذي يواجه المحفظة للشركات المبحوثة.

### المقترحات

تم صياغة مجموعة مقترحات، وكما يأتي :

- 1- نظراً لأهمية التعامل بالعقود المستقبلية واستخدامها للتنبؤ بتحركات أسعار الموجودات المالية والحقيقية، يقترح البحث أن يتم استفادة المتعاملين من توقعاتهم بانخفاض وارتفاع الاسعار من خلال شراء وبيع العقود التي تعطيهم حق البيع أو الشراء حسب توقع اتجاه الأسعار.
- 2- إن ما يمثل سعر العقود المستقبلية في سوق المال هو جوهر العملية الاستثمارية برمتها، لذا يقترح البحث الاستفادة من هذه العقود لجميع اطراف المتعاملين في سوق المال على أنها إشارة ذات طابع معلوماتي يعبر تعبيراً صادقاً عن القيمة العادلة لسعر الموجود.
- 3- نظراً لما يبذله الأكاديميين لايجاد نماذج رياضية واحصائية مناسبة لتسعير العقود المستقبلية، لذا يوصي بها الباحث ضرورة

1- نلاحظ أنه بلغت القيمة السوقية في يوم 3/1 للمحفظة الاستثمارية 17947300 دينار، في حين بلغت قيمتها السوقية في يوم 60/30 17903000 دينار، أي أنه قد انخفضت القيمة السوقية للمحفظة بسبب انخفاض أسعار الاغلاق لأغلب الشركات المكونة للمحفظة، حيث بلغ مقدا الانخفاض (44,300) دينار (17903000-17947399) = -44300 دينار).

2- نلاحظ أنه تم تحقيق ربح من التعامل بالعقود المستقبلية لمؤشر يوق العراق للاوراق المالية، وكما يلي:

ثمن بيع العقود المستقبلية بتاريخ 3/1 = 46 عقد × 60164 دينار = 2,767,544 دينار.

تكلفة شراء العقود المستقبلية بتاريخ 6/30 = 46 عقد × 57427 دينار = 2,641,624 دينار.

وبالتالي فإن مدير المحفظة حقق ربحاً بلغ قيمته 125,902 دينار (2,641,624-2,767,544 = 125,902 دينار).

نلاحظ أن عملية التحوط عن طريق العقود المستقبلية قللت من الخسائر الكلية، حيث يتم تعويض الخسائر التي تعرضت لها المحفظة الاستثمارية نتيجة انخفاض قيمتها السوقية، عن طريق تحقيق أرباح من العقود المستقبلية لمؤشر لاسوق وكما يلي:

125902 دينار - 44300 دينار = 81,602 دينار صافي ربح حققه مدير المحفظة من تاريخ 3/1 لغاية 6/30.

كما يمكن لمدير المحفظة تصور عكس ذلك والقيام بشراء عقود مستقبلية لمؤشر سوق العراق في حالة التخطيط لشراء محفظة استثمارية والخوف من احتمال ارتفاع السعر المكونة لأي محفظة استثمارية.

### الاستنتاجات

يمكن توضيح أهم نتائج البحث :

- 1- تعد العقود المستقبلية أداة جوهرية لعملية اتخاذ الاستثمارية للمستثمرين والشركات، في ظل الدور الذي تمارسه في الاسواق المالية، وان تحركات أسعار الأسهم وتذبذبات اسعار الصرف من

الصناعية العشر-، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 6.

زمولي، زبير و بن سليم محسن، 2022، دور العقود المستقبلية في التحوط من المخاطر حالة مجموعة سوسيتيه جنرال الفترة 2006-2020، مجلة

دراسات في الاقتصاد وادارة الاعمال، المجلد 5، العدد 1.

الحسن، محمود محمد، 2014، أثر استخدام المشتقات المالية للتحوط ضد المخاطر السوقية للأسهم-دراسة تطبيقية على الأسهم الأوروبية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة دمشق، سوريا.

الجميل، سرمد كوكب، (2018)، المدخل الى الأسواق المالية، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

### المراجع باللغة الأجنبية

Islam, Misbahul & Chakraborti, Jayanta, 2015, **FUTURES AND FORWARD CONTRACT AS A ROUTE OF HEDGING THE RISK, Risk governance & control: financial markets & institutions** , Volume 5, Issue 4.

Pike, Richard & Neale, Bill, (2009), **Corporate Finance and Investment Decisions & Strategies**, Copyright Licensing Agency Ltd., 6<sup>TH</sup> Edition, London.

Ehrhard, Michael C. & Brigham, Eugene F., 2011, **Financial Management: Theory and Practice**, South-Western, a part of Cengage Learning, 13<sup>TH</sup> Edition, USA.

Salgado, Roberto J. Santillán & Saldivar, Luis Jacob Escobar & Herrera, y Francisco López, 2020, **Optimal Hedge Ratios for the Mexican Stock Market Index Futures Contract: A Multivariate GARCH Approach**, ECONOMÍA TEORÍA Y PRÁCTICA, Nueva Época, año 28, número 53.

Feibel, Bruce J., (2003), **Investment Performance measurement**, John Wiley & Sons, Inc, Second Edition, USA.

Bodie, Z. , Kane, A., Marcus, A., (2014), **Investments**, McGraw-Hill Education, 10<sup>TH</sup> Edition, USA.

Solink , Bruno, 2000, **International Investments** , An imprint of Addison Wesley Longman ,Inc, 4<sup>TH</sup> Edition, USA.

تهيئة بيئة مناسبة ومنظومة عمل من قبل سوق العراق للأوراق المالية لتداول هذه العقود وتقديم الوسائل والادوات التي تسهل التعامل بمثل هكذا أدوات أسوةً ببقية الأسواق المالية العربية.

4- أهمية تطبيق نطاق هذا البحث لتشمل أسواق مختلفة وقطاعات أخرى، لتفاوت اظهار نتائج استراتيجيات العقود بين القطاعات المختلفة نظراً لاختلاف عوائد بيئة الاستثمار لكل قطاع ومخاطرها.

### المراجع باللغة العربية

الصفحة الرسمية لسوق العراق للأوراق المالية - <http://www.isx.iq.net/isxportal/portal/homePage.html>

الموقع الإلكتروني الرسمي للبنك المركزي العراقي ([www.cbi.iq](http://www.cbi.iq)). الجهاز المركزي للاحصاء، 2022، تقرير أسعار صرف الدولار لشهر ايار في محافظة بغداد لسنة 2022، وزارة التخطيط ، العراق.

الدوري، مؤيد عبد الرحمن وعقل، سعيد جمعة، 2012، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن.

العارضضي، جلال كاظم وأحمد، احمد ميرى والعبدي، علي رزاق، 2007، استعمال عقود المستقبلات لأغراض المضاربة-مدخل استراتيجي (دراسة استشرافية لعينة من القطاع المصرفي العراقي الخاص)، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 9 العدد 4.

يوسف، زينب جبار و نجم، خولة شهاب، 2019، أهمية التحوط بمنتجات الهندسة المالية في تخفيض مخاطر التداول بالأوراق المالية، مجلة جامعة بابل للعلوم الصرفة والتطبيقية، المجلد 27، العدد 2.

الفياض، حسن أحمد، 2014، أثر استخدام استراتيجيات التحوط للحد من مخاطر تقلبات أسعار الصرف خلال الأزمات المالية-دراسة تطبيقية على الواقع السوري، رسالة ماجستير غير منشورة، المعهد العالي لادارة الأعمال، سوريا.

خميسي، قايد و عبدالقادر حسين، 2015، دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق-حالة الدول

## THE IMPORTANCE OF USING FUTURE CONTRACTS AS A HEDGING STRATEGY AGAINST THE RISKS OF PRICE FLUCTUATIONS FOR A NUMBER OF FINANCIAL ASSETS IN THE IRAQI MARKET

BASSAM A. ABDULLAH

Dept. of Finance and Banking Sciences, , College of Administration and Economics,  
University of Duhok, Kurdistan Region-Iraq

### ABSTRACT

The research focused on how the Iraqi Stock Exchange adopted a system of dealing with future contracts as part of the innovations of financial engineering in modern financial thought, for speculation and risk hedging using pricing and determining future contracts for a number of assets, including foreign currencies, individual stocks and market index, for a sample of Iraqi companies and banks. Therefore, the research aims to provide empirical evidence to determine the importance of the value of future contracts by reading the financial phenomenon, in order to achieve stability in the duality of return and investment risk and to build tests for simple strategies for future contracts, to clarify the mechanism of measuring the hedging portfolio and dealing in foreign currency by relying on the literature in this field . In order to test the research hypotheses, transactions in future contracts were determined for a sample of 10 companies and banks listed in the Iraqi market that were randomly selected., as well as using the data of the Central Bank to determine the average exchange rates for foreign currencies for the period from the beginning of 2022 until the middle of 2022. and in line with that The research indicated a test to assess the importance of future contracts as a link to changes in the value of assets and the available opportunities for hedging against risks. The exchange rate of the Iraqi dinar against the dollar, and the research suggests, given what the sale or purchase price of the future contract represents in any financial market, the essence of the entire investment process, as it reflects the summary of the interaction of a group of different variables, taking advantage of these contracts for all relevant parties in the financial market as a signal Informational in nature that honestly expresses the fair value of any asset in the market.

**KEYWORDS:** Future contracts, Stocks, Foreign exchange, Hedging.