

استخدامات العقود المستقبلية لأغراض التحوط

حالة مجمع *BNP Paribas* الفترة 2015_2022*Future contract uses for hedging status of BNP Paribas GROUPE for 2015_2022*فراح شادية^{1*}، محرز نور الدين²¹ مخبر المالية، المحاسبة، الجبابة والتأمين، جامعة محمد الشريف مساعدي، سوق اهراس، الجزائر، c.farah@univ-soukahras.dz² مخبر البحوث والدراسات الاقتصادية، جامعة محمد الشريف مساعدي، سوق اهراس، الجزائر، noureddine.mehrez@univ-

soukahras.dz

تاريخ القبول: 2023/12/27

تاريخ الاستلام: 2023/08/22

الملخص:

تتناول الدراسة أساسيات حول العقود المستقبلية باعتبارها أحد أهم أنواع المشتقات المالية التي تستخدم على نطاق واسع في الأسواق والمؤسسات المالية والبنوك، إضافة إلى استخداماتها في التحوط ضد المخاطر لحماية المتعاملين من تقلبات أسعار الأصول، وتهدف الدراسة إلى إبراز دور العقود المستقبلية في التحوط ضد مخاطر الأصول المالية والسلع وفعالية تغطية المشتقات المالية (العقود المستقبلية) لهذه المخاطر من خلال دراسة حالة مجمع *BNP Paribas* في الفترة 2015 إلى غاية 2022.

تم التوصل إلى مجموعة من النتائج أبرزها، أهمية العقود المستقبلية في التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد من خلال مجموعة الاستراتيجيات المستخدمة، كما تظهر النتائج فعالية المجمع في تغطية المخاطر باستخدام المشتقات المالية عموماً والعقود المستقبلية على وجه الخصوص خلال فترة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، العقود المستقبلية، التحوط، المخاطر، مجمع *BNP Paribas*.

تصنيف JEL: G13، G32

Abstract:

The study addresses the fundamentals of future contracts as one of the most important types of financial derivatives that are widely used in markets, financial institutions and banks, as well as their use in risk hedging to protect customers from asset price fluctuations. The study aims to highlight the role of future contracts in hedging against the risk of financial assets and commodities and the effectiveness of financial derivatives coverage. (Future contracts) for these risks through the case study of the *BNP Paribas* groupe in 2015 to 2022.

A number of results were achieved, most notably, the importance of future contracts in hedging against the risk of contracted asset price fluctuations through the range of strategies used. The results also show the effectiveness of the complex in covering risks using financial derivatives in general and future contracts in particular during the study period.

Key Words Financial derivatives, Futures contracts, hedging, risk, *BNP Paribas* groupe.**JEL Classification:** G13، G32

* المؤلف المرسل: فراح شادية، الإيميل: c.farah@univ-soukahras.dz

1. مقدمة:

ظهرت المشتقات المالية كأدوات مبتكرة تقدم حلول فعالة تساعد المؤسسات والمستثمرين في مواجهة المخاطر التي تتعرض لها منتجاتهم المالية، والعقود المستقبلية واحدة من المشتقات التي تستخدم على نطاق واسع في الأسواق والمؤسسات المالية والبنوك ويعد استخدام هذا النوع من العقود في التحوط أحد الأساليب الشائعة لإدارة المخاطر المالية وحماية الاستثمارات ضد المخاطر المتعلقة بتقلبات أسعار الأصول المالية أو السلع. تعتبر العقود المستقبلية أيضاً عقوداً تتعهد الأطراف فيها بشراء أو بيع أصل معين في تاريخ مستقبلي بسعر محدد مسبقاً ويتم التزامهم بشراء أو بيع الأصول المالية أو السلع في المستقبل بالسعر المحدد مسبقاً، وتنوع هذه الأصول ما بين الأسهم، مؤشرات الأسهم، أسعار الفائدة، العملات الأجنبية والسلع، وبذلك يتم تثبيت سعر هذه الأصول وتجنب التقلبات السعرية المحتملة التي قد تتعرض لها في المستقبل، حيث إذا ارتفعت أسعار الأصول المالية أو السلع في السوق، فإن المستثمر يكون قد استفاد من العقد المستقبلي وسيتمكن من شراء الأصل بسعر أقل من السعر الحالي في السوق، وإذا انخفضت الأسعار، فإن المستثمر سيدفع السعر المحدد في العقد المستقبلي ويتجنب خسائر إضافية وبهذه الطريقة تساعد العقود المستقبلية في التحوط ضد المخاطر المحتملة وتمنح المستثمرين الثقة والاستقرار في تخطيط استراتيجياتهم المالية.

انطلاقاً مما سبق نطرح الإشكالية الآتية:

كيف تساهم العقود المستقبلية في التحوط ضد مخاطر الأصول لدى مجمع BNP Paribas ؟
فرضيات الدراسة:

- كإجابة أولية للإشكالية نوجز الفرضيات في النقاط الموالية:
- تتيح استراتيجيات التحوط باستخدام العقود المستقبلية فرص لاكتشاف التغيرات السعرية ونقل المخاطر إلى الأطراف المقابلة؛
- فعالية المشتقات المستخدمة لأغراض التحوط في مجمع BNP Paribas.

اهداف الدراسة:

- الاحاطة بالجوانب النظرية للعقود المستقبلية؛
- ابراز دور العقود المستقبلية في التحوط ضد مخاطر الأصول المالية والسلع؛
- دراسة فعالية تغطية المشتقات المالية (العقود المستقبلية) لمخاطر الأصول المالية والسلع في مجمع BNP Paribas.

اهمية الدراسة:

- اهمية العقود المستقبلية في ادارة المخاطر المالية والتغطية ضد التغيرات السعرية ونقل المخاطر إلى الأطراف المقابلة؛
- التوسع في دراسة الجوانب النظرية والتطبيقية للعقود المستقبلية باعتبارها اداة جيدة لتوقع واكتشاف الاسعار مما يتيح فرص استثمارية للمتعاملين تمكنهم من سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية؛

- اسقاط الجوانب النظرية للدراسة على حالة مجمع BNP Paribas، كأحد أهم البنوك الرائدة في استخدام المشتقات المالية لتغطية المخاطر.

منهج الدراسة:

بغية الإجابة على إشكالية الدراسة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي للإحاطة بالجوانب النظرية للعقود المستقبلية، كما تم ادراج دراسة حالة مجمع BNP Paribas لاستخدامات العقود المستقبلية في التحوط ضد مخاطر الاصول المالية والسلع.

تم تقسيم الورقة البحثية الى ثلاثة اقسام رئيسية يضم القسم الأول دراسة الإطار النظري للعقود المستقبلية، وتناولت الدراسة في القسم الثاني، استخدامات العقود المستقبلية في التحوط ضد المخاطر، كما تم تخصيص القسم الثالث لدراسة حالة مجمع BNP Paribas لاستخدامات المشتقات المالية (العقود المستقبلية) في تغطية المخاطر.

2. الإطار النظري للعقود المستقبلية

تعد العقود المستقبلية أحد أهم المشتقات المالية المستخدمة لأغراض الاستثمار والتداول، يقدم السوق المالي من خلالها فرصة للاستفادة من تقلبات الأسعار في المدى القصير وكذا تقديم وسيلة للمستثمرين والشركات لحماية أنفسهم من خطر هذه التقلبات.

1.2. تعريف العقود المستقبلية:

العقد المستقبلي هو اتفاق بين المشتري والبائع حيث يوافق البائع على تسليم كمية ومواصفات محددة لأصل معين في وقت محدد مسبقاً بسعر متفق عليه من خلال سوق معين بموجب ضمانات مالية صارمة، او بعبارة أخرى العقد المستقبلي هو اتفاق لشراء أو بيع أصل معين بين طرفين في فترة مستقبلية معلومة وبسعر متفق عليه مسبقاً من خلال تبادل ثابت الشروط (Islam Misbahul; Chakraborti Jayanta، 2015، صفحة 73).

تعد المستقبلات اتفاق قانوني لشراء او بيع سلعة او أصل معين بسعر متفق عليه مسبقاً وفي وقت محدد في المستقبل ولتسهيل تداول العقود المستقبلية في البورصة يتم توحيدها كمياً ونوعياً. في العقود المستقبلية يتحمل مشتري العقد الآجل التزاماً بشراء الأصل محل التعاقد عند انتهاء فترة الاستحقاق وفي ذات الوقت يكون بائع العقد ملزماً بتوفير هذا الأصل. (علي عبد القادر بن الضب، 2020، صفحة 63)

تعتبر العقود المستقبلية ادوات مالية مشتقة معيارية وقابلة للتداول في الاسواق المالية المنظمة عبر مجموعة من الوسطاء الماليين المختصين في التعامل بالمشتقات المالية، ويمكن تداول العقود المستقبلية بالبيع والشراء طيلة فترة ابرام العقد، كما يمكن للمتعاملين فتح مراكز (وضيعات) من خلال بيع او شراء عقود مستقبلية، ويمكن للمستثمر ايضاً التراجع عن هذا الاستثمار واغلاق مركزه من خلال اعادة شراء او اعادة بيع نفس العقود قبل وصول تاريخ استحقاقها، وهو الوضع الشائع. (عماني لمياء; بن علي سمية، 2020، صفحة 242)

العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين الطرف البائع وهو صاحب المركز القصير، والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل. ويقضي الاتفاق أن يسلم البائع للمشتري أصل ما في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ

التنفيذ أو الاستحقاق، وذلك على أساس سعري يتفق عليه عند التعاقد. ويلتزم طرفا العقد بإيداع مبلغ نقدي لدى السمسار ويمثل نسبة ضئيلة من السعري يطلق عليها الهامش المبدئي، والغرض منه إثبات حسن نية الطرفين في الالتزام بالعقد، كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية، إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة تغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه. (طاهري فاطمة الزهراء، 2009، صفحة 161)

من خلال التعريفات السابقة يمكن تحديد الأوجه الرئيسية لمفهوم العقود المستقبلية فيما يأتي:

- العقود المستقبلية هي اتفاق قانوني لشراء أو بيع سلعة أو أصل معين بسعر متفق عليه مسبقاً وفي وقت محدد في المستقبل؛
- تعد العقود المستقبلية أدوات مالية مشتقة معيارية قابلة للتداول في الأسواق المالية المنظمة من خلال مجموعة من المتعاملين المختصين؛
- يمكن للمتعاملين بالعقود المستقبلية فتح مراكز (وضيعات) من خلال بيع أو شراء عقود مستقبلية، الطرف البائع وهو صاحب المركز القصير، والطرف المشتري يطلق عليه صاحب المركز الطويل،
- تخضع العقود المستقبلية للتسوية اليومية بين طرفيه من خلال إيداع الهوامش لدى الوسيط وتعد ضماناً إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة تغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه.

2.2. شروط عقود المستقبلية

باعتبار العقود المستقبلية عقود معيارية فهي تخضع لمجموعة من الشروط التي تلزم المتعامل أخذها بعين الاعتبار يمكن توضيحها في النقاط الآتية: (مقدم عبد الله، 2021/2020، صفحة 31_32)

- تحديد نوع الأصل محل التعاقد، كأن يكون الأصل سلعة، عملة أجنبية، معدل فائدة، أسهم أو مؤشرات الأسهم؛
- تحديد حجم العقد المستقبلي من حيث الكمية المسلمة أو المستلمة، ويختلف قياس حجم الأصل حسب نوعه؛
- تحديد شروط التسليم بتحديد تاريخ التسليم والدفع حسب طرفي العقد وإجراءات التسليم والتسوية من حيث المدة الواجبة لتسليم العقد وطريقة التسليم، بالإضافة إلى مواصفات الأصل ودرجة جودته؛
- تحديد السعر المستقبلي وهو السعر المتفق عليه في العقد المستقبلي والذي يدفعه مشتري العقد ويستلمه البائع في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه.

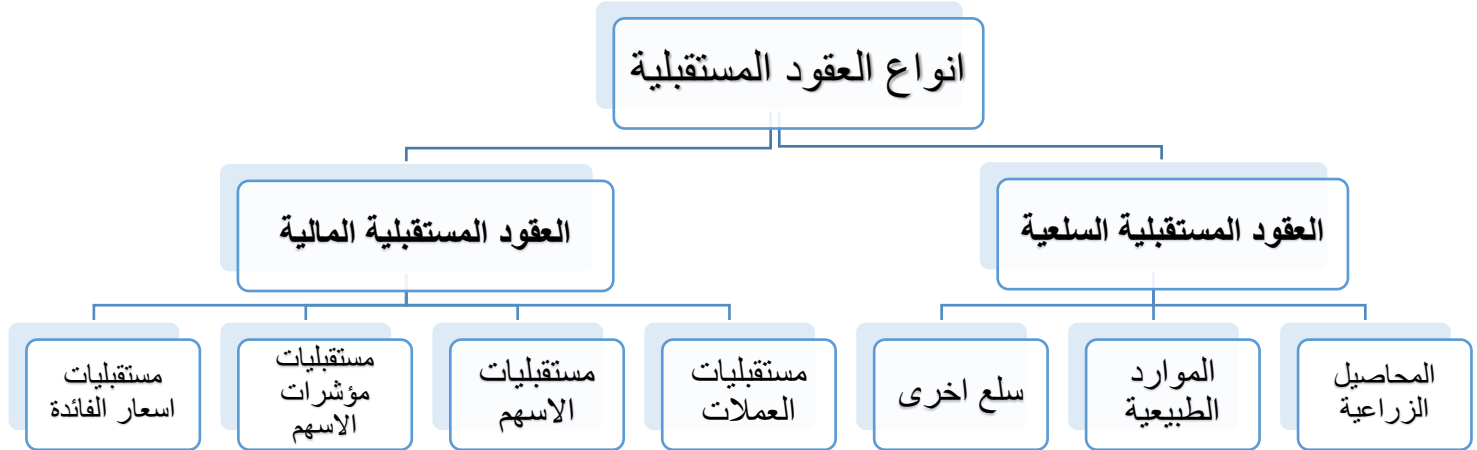
3.2. أنواع العقود المستقبلية:

يتم تداول العديد من أنواع العقود المستقبلية في الأسواق العالمية وتتنوع العقود طبقاً للأصل محل التعاقد ومن أكثرها تداولاً ما يأتي: (مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، 2012، صفحة 239 _ 241)

- العقود المستقبلية السلعية: وهي العقود المستقبلية على سلع نمطية حقيقية مثل المحاصيل الزراعية والتي تعتبر من أقدم عقود المستقبلية وأكثرها تداولاً وتشمل الحبوب، المواشي واللحوم والمواد الغذائية كما نجد الموارد الطبيعية والتي تتداول بكثافة على المعادن ومنتجات الطاقة إضافة إلى سلع أخرى متنوعة ذات أنماط أخرى.

- العقود المستقبلية المالية: وتتضمن العقود المستقبلية لل عملات (اليورو والدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الين الياباني، الفرنك السويسري الدولار الأسترالي، الدولار الكندي) إضافة الى العقود المستقبلية المؤشرات الأسهم وتتضمن مجموعة من الأسهم العادية وتختلف مكونات هذه المؤشرات باختلاف الأسهم المتضمنة لها وأيضاً باختلاف الأسواق التي يتم التعامل فيها، ونجد العقود المستقبلية لأسعار الفائدة وتتضمن عقود مستقبلية على أذونات الخزينة، سندات الخزينة، ودائع اليورو دولار، كما تتضمن هذه العقود عقود مستقبلية على الأسهم الفردية.

الشكل 1: أنواع العقود المستقبلية



المصدر: من اعداد الباحثين استنادا الى العناصر السابقة

3. استخدامات العقود المستقبلية في التحوط ضد المخاطر

تعتبر العقود المستقبلية أحد أهم المشتقات المالية المستخدمة لإدارة المخاطر بصفة عامة، وعلى وجه الخصوص يعد التحوط باستخدام العقود المستقبلية أحد أكثر الاستراتيجيات المستخدمة من قبل المتعاملين لحماية أصولهم من خطر تقلبات أسعار الأصول على اختلاف أنواعها.

1.3. تسعير العقود المستقبلية:

عندما يكون الأصل الأساسي معروضا، يتم تحديد سعر العقد المستقبلي في غياب المراجعة مثل العقود المستقبلية لمؤشر الأسهم وسندات الخزينة والسلع، أما إذا كان الأصل الأساسي غير معروض أو غير موجود بعد، مثل (المحاصيل قبل الحصاد أو العقود المستقبلية لليورو دولار التي ينشأ فيها الأصل الأساسي في تاريخ التسليم) لا يمكن تحديد سعر العقود المستقبلية عن طريق المراجعة بل يتم تحديدها من خلال العرض والطلب على الأصل في المستقبل، وهو العرض والطلب على العقود المستقبلية، في حالة الأصل الأساسي معروض يمكن تقديم حجة مراجعة مفادها أن سعر العقود المستقبلية يمثل القيمة فإنه سيجذب مشتري الأصول باهظة الثمن وبائعي الأصول باهظة الثمن، مما يدفع العلاقة بين الأسعار إلى حالتها الخالية من المراجعة، وبالتالي، سيحدد سعر هذا العقد الآجل بالصيغة التالية: (Patrick Boyle; Jesse McDougall, 2019, p. 15)

$$F_0 = S_0 \times e^{rT}$$

حيث:

T : وقت التسليم، يشار إليه بالسنوات

S_0 : السعر الفوري للأصل في الوقت الصفر

F_0 : سعر العقود المستقبلية

r : المعدل الخال من المخاطر سنويًا

في السوق المثالية، تعتمد العلاقة بين العقود الآجلة والأسعار الفورية على الصيغة المذكورة أعلاه اما في الاسواق الحقيقية يجب ان نأخذ بعين الاعتبار التكاليف والعوائد المرتبطة بالعقد المستقبلي، ويمكن تعديل علاقة التسعير لأخذ تكاليف التخزين أو أرباح الأسهم أو العملات الأجنبية في الاعتبار على النحو التالي:

- إذا كانت q هي النسبة المئوية لعائد توزيعات الأرباح على مؤشر الأسهم، فإن الصيغة تكون كالآتي:

$$F_0 = S_0 \times e^{(r-q)T}$$

- إذا كانت u هي النسبة المئوية لتكاليف التخزين على أساس، فإن الصيغة تكون على النحو الآتي:

$$F_0 = S_0 \times e^{(r+u)T}$$

- عند حساب سعر مستقبليات العملات، يمثل S_0 سعر الصرف مع العملة (المحلية/الأجنبية) بسعر

خالٍ من المخاطر rf ، وتكون صيغة تقييم العقود المستقبلية للعملة كالآتي :

$$F_0 = S_0 \times e^{(r-rf)T}$$

يمكننا تحديد العلاقة بين السعر المستقبلي والسعر الفوري بواسطة تكلفة التحمل cost of carry ، وهي تكلفة

تخزين الأصل وتكلفة الفائدة المدفوعة لنقله ولكن أقل من الدخل المكتسب على الأصل، بالنسبة للمخزون

الذي لا يدفع أرباحًا، فإن تكلفة التحمل هي r لأنه لا يتحمل تكاليف التخزين ولا يدر أي دخل، وبالنسبة

لمؤشرات الأسهم، يكون $(r - q)$ حيث يتم كسب الدخل بمعدل q ، بالنسبة للعملة، هي $(r - rf)$ حيث

يمثل rf معدل العائد الخالي من المخاطر اما بالنسبة لسلعة ذات تكاليف تخزين، فهي $(r + u)$ وتقاس C

التكلفة لتحمل الأصل على مدى فترة معينة ويتكون من مصروفات الفائدة I ، تكاليف التخزين U ، مطروحًا

منها التدفقات النقدية الناتجة عن الأصول D حيث: $C = I + U - D$ (YUH-DAUH LYUU, 2004, p. 166)

166)

كما قد يحصل مستخدمو أصل استهلاكي على منفعة من حيازة الأصل فعليًا والتي لا يتم الحصول عليها

من العقود المستقبلية تُعرف هذه الميزة باسم العائد الملائم أو عائد الراحة y ، كل من يمتلك مخزونًا لديه

الخيار في استهلاكه اليوم مقابل استثماره في المستقبل، سيختار المستثمر النتيجة الأفضل بالنسبة له بناء على

المنفعة المتحصل عليها : (Patrick Boyle; Jesse McDougall, 2019, p. 16)

سعر العقد المستقبلي بوجود العائد الملائم يعطى بالعلاقة الآتية :

$$F_0 = S_0 \times e^{(r+u-y)T}$$

الأساس:

في تاريخ انتهاء صلاحية العقد المستقبلي، يجب أن يكون للعقد المستقبلي الذي يتطلب تسوية فورية

سعر مستقبلي يساوي السعر الفوري، اما قبل التسوية، لا يجب أن تكون الاسعار المستقبلية والاسعار الفورية

هي نفسها، يطلق على الفرق بين الأسعار أساس العقد المستقبلي، يقترب الأساس من الصفر مع اقتراب تاريخ

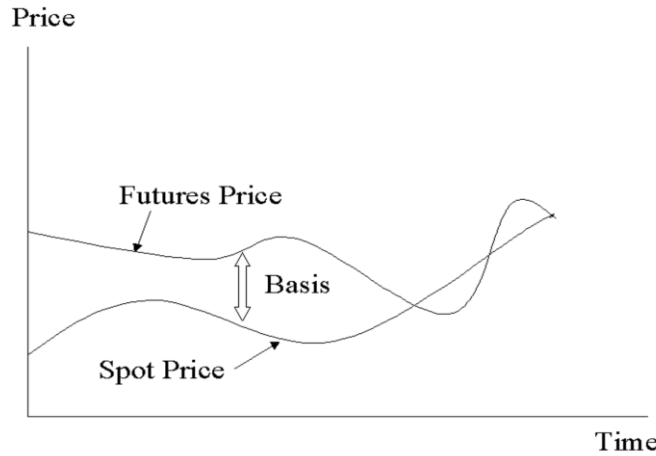
التسوية ويتطلب فهم كيفية تحديد أسعار العقود الآجلة فهم سلوك الأساس، ويعرف الأساس على أنه الفرق بين السعر الفوري وسعر العقد المستقبلي. (Ritchken Peter, 1999, p. 2)

لتكن $b(t)$ حجم الأساس في التاريخ t ، للعقود المستقبلية التي تم تسويتها في التاريخ T تكون عبارة الأساس كالآتي:

$$b(t) = S(t) - F(t)$$

حيث تمثل $S(t)$ سعر العقد المستقبلي و $F(t)$ السعر الفوري.

الشكل 2: الديناميكيات المحتملة لأساس العقد المستقبلي



المصدر: Peter Ritchken 1999 p 2

2.3. التحوط من المخاطر باستخدام العقود المستقبلية:

يعد التحوط الوظيفة الأساسية لسوق العقود المستقبلية وتعرف هذه الوظيفة أيضاً باسم تأمين الأسعار أو تحويل المخاطر أو وظيفة نقل المخاطر، توفر أسواق العقود المستقبلية وسيلة يمكن للتجار أو المشاركين من خلالها التحوط من مخاطرتهم أو حماية أنفسهم من تحركات الأسعار المعاكسة في الأصول الأساسية التي يتعاملون بها. (SRILATHA, 1956, p. 16)

نضع في الاعتبار مستثمراً يخطط لبيع أصل بعد سنوات من الآن، لتفادي بعض حالات عدم اليقين في الأسعار، يبيع المستثمر العقود المستقبلية على نفس الأصل بتاريخ تسليم مستقبلي T ، بعد t سنوات يقوم المستثمر بتصفية مركزه وبيع الأصل كما هو مخطط له، حيث يكون التدفق النقدي في ذلك الوقت (Patrick Boyle; Jesse McDougall, 2019, p. 226)

$$S_t - (F_t - F) = F + (S_t - F_t) = F + \text{basis}$$

S_t : السعر الفوري في الوقت t

F_t : سعر العقود المستقبلية في الوقت t

F : السعر الأصلي للعقود المستقبلية

كما استبدل المستثمر السعر المتوقع بأصغر اساس متوقع، ونتيجة لذلك انخفض الخطر، يكون التحوط مثاليًا إذا كانت $T = t$ أي عندما يكون هناك عقد مستقبلي بتاريخ تسليم مطابق.

إذا تم تحديد قيم تكلفة التحمل والعائد الملائم، يمكن توقع التدفق النقدي طالما أن سعر الفائدة r معروف وقيمة تكلفة التحمل c والعائد الملائم y ثابتة عندها يكون:

$$F_t = S_t e^{(r+c-y)(T-t)}$$

عندما نفترض ان h هو عدد العقود المستقبلية المباعة في البداية، يكون التدفق النقدي في الزمن t بعد تصفية مركز العقود المستقبلية وبيع الأصل:

$$S_t - h(F_t - F) = S_t - h[S_t e^{(r+c-y)(T-t)} - F]$$

التدفق النقدي للتحوط القصير في الزمن t يكون $S_t - h(F_t - F)$ اما في التحوط الطويل يكون $-S_t + h(F_t - F)$ ولتقليل المخاطر، يسعى المتحوط إلى تقليل التباين في التدفق النقدي لمركز التحوط .

يمكننا حساب العلاقة بين الوضعية الفورية والعقود المستقبلية من خلال حساب نسبة التحوط المثلى التي تتضمن درجة الارتباط بين الأسعار وتمثل حجم مركز العقود المستقبلية بالنسبة إلى المركز الفوري، يتم تحديد نسبة التحوط المثلى التي تقلل من تباين التدفق النقدي لمركز التحوط على النحو التالي: (Kaplan Schweser, 2012, p. 33)

$$HR = \rho_{s,f} \frac{\delta_s}{\delta_f}$$

حيث:

$\rho_{s,f}$: الارتباط بين السعر الفوري S_t والسعر المستقبلي F_t

δ_s : الانحراف المعياري لـ S_t

δ_f : الانحراف المعياري لـ F_t

كما ان هناك عدة عوامل تجعل التحوط بالعقود المستقبلية بعيدا عن الحالة المثلى، منها ان الأصول التي يتعين التحوط من سعرها قد لا تكون مطابقة للأصول الأساسية للعقود المستقبلية، كما يمكن ان يكون التاريخ الذي سيجري فيه التسليم غير مؤكد وقد يتطلب التحوط إغلاق العقود المستقبلية قبل تاريخ انتهاء صلاحيتها، هذه المشاكل تؤدي إلى مخاطر الأساس، اما في الحالات التي يتحرك فيها السعر الفوري بالنسبة لسعر العقود المستقبلية بأساليب يمكن التنبؤ بها تنخفض مخاطر الأساس الى ان تنعدم.

3.3. استراتيجيات التحوط باستخدام العقود المستقبلية يمكن التمييز بين صور التحوط من خلال

(Kasilingam R, 1996, p. 272_284) الآتية:

- التحوط القصير (أو التحوط البيعي): هو تحوط يتضمن وضعاً قصيراً في العقود المستقبلية يحدث ذلك عندما يخطط متعامل لشراء أصل، هذا يعني أن المركز القصير لديه مركز بيع صافي أو التزام بالتسليم وبالتالي فإن الهدف الرئيسي هنا هو حماية قيمة المركز من انخفاض الأسعار في المستقبل، يكون التحوط القصير مناسب عندما يتوقع المتحوط بيع الأصل في المستقبل، وبمجرد تحديد المركز القصير في العقود المستقبلية من المتوقع أن يعوض نقصان (زيادة) في قيمة الأصل كلياً أو جزئياً بمكاسب (خسارة) في المركز القصير.
- التحوط الطويل (أو التحوط الشرائي): ينطوي على اتخاذ مركز طويل في العقود المستقبلية، الهدف الأساسي من هذه الاستراتيجية هو حماية متخذ المركز من زيادة الأسعار في الأصل الأساسي قبل شرائه إما في السوق الفورية أو المستقبلية، يكون التحوط الطويل مناسباً عندما يتوقع المتعامل شراء الأصل في المستقبل، أي أن يكون لديه مركز شراء صافي أو حيازة فعلية للأصل. يُعرف أيضاً باسم تحوط المخزون لأن صاحب المركز قد يمتلك بالفعل الأصل محل التعاقد في المخزون.
- التحوط المتقاطع: المراكز القصيرة والطويلة تستخدم العقود المستقبلية التي يتم إجراؤها على الأصول التي يتم التحوط من سعرها والتي تنتهي صلاحيتها عند رفع التحوط، في بعض الأحيان يرغب المتعامل في التحوط ضد أصول معينة لا توجد عقود مستقبلية متاحة لها، كما يمكن أن لا تتوفر نفس الفترة المستقبلية (الاستحقاق)، هناك إمكانية للتحوط ضد مخاطر الأسعار في الأصول المتشابهة أو باستخدام العقود المستقبلية التي لا تنتهي صلاحيتها في نفس الفترة، تسمى هذه الاستراتيجية بالتحوط المتقاطع، في الممارسة الفعلية من النادر أن يمتلك البائع الأصل المالي بذات المواصفات التي أبرم على أساسها العقد وبالتالي يمكن استبدال الأصل في تاريخ التنفيذ بأصل مالي مشابه له ويكون أساساً للتحوط.
- مخاطر الأساس: الأساس هو الفرق بين السعر الفوري والسعر المستقبلي للأصل محل التعاقد، إذا كان السعر الفوري أعلى من السعر المستقبلي، يكون الأساس موجب والعكس صحيح، إذا تغيرت الأسعار المستقبلية والأسعار الفورية دائماً بنفس المقدار لن يتغير الأساس وسيصبح صفراً، أما إذا كان هناك تباين بين هذه الأسعار تنشأ مخاطر الأساس، ويعتمد حجم هذه المخاطر على درجة الارتباط أي كلما زاد ارتباط الأسعار قل خطر الأساس والعكس صحيح، ونظراً لأن الارتباط المثالي بين لأسعار الفورية والمستقبلية نادر جداً، فإن المتحوطون، يتحملون بعض مخاطر الأساس ولتقليل تعرضهم لمخاطر الأسعار يجب عليهم قبول التعرض لمخاطر الأساس في المقابل.

4. دراسة حالة مجمع BNP Paribas لاستخدامات المشتقات المالية (العقود المستقبلية) في تغطية

(المخاطر) في الفترة 2015_2022

لأجل دراسة استخدامات البنوك الدولية لعقود المشتقات الآجلة وعلى وجه الخصوص العقود المستقبلية في التحوط ضد مخاطر المعاملات المالية، اخترنا مجمع BNP Paribas باعتباره من أكبر البنوك النشطة دولياً بنموذجه المتكامل والمتنوع، ويملك المجمع فروعاً في 65 دولة تضم ما يقارب 190000 موظفاً ويعتمد المجمع على الامتيازات القوية لعملائه من الأفراد والشركات في جميع الفروع والتي تتمتع بمراكز قوية في أوروبا وخارجها حيث يقدم المجمع لعملائه خدمات مميزة على المدى الطويل، ويعد BNP Paribas شركة رائدة في الخدمات المصرفية والمالية تصدر المجمع خلال العقد السابق لقب أفضل بنك في العالم للتمويل المستدام، البيانات والتكنولوجيا، الشركات والأسواق وحصل على عدة جوائز في الخدمات المالية، إدارة المخاطر، الاستثمار، المشتقات المالية بما فيها جائزة بنك العالم لعقود الخيارات والعقود المستقبلية. (BNP PARIBAS, 2022، صفحة 4)

1.4. القيمة المعرضة للخطر

تستند منهجية حساب المجمع إلى نموذج داخلي صادقت عليه سلطات الإشراف المصرفي يهدف إلى حساب القيمة المعرضة للخطر بدقة على مدار يوم واحد بمستوى ثقة 99٪ باستخدام مؤشر VAR وهو مؤشر إحصائي يشير إلى الحد الأقصى للخسارة المحتملة التي قد تتكبدها المحفظة على مدى أفق زمني معين، مع فترة ثقة معينة، في ظل ظروف السوق العادية. حيث وبالإضافة إلى استخدام البيانات العادية في تحديد المخاطر يأخذ المجمع بعين الاعتبار بيانات السوق التاريخية والتأثيرات الخطية لا سيما بالنسبة للمشتقات المالية. يعرض المؤشر نتائج القيم المتوسطة للمخاطر بعد مراعات أثر التعويضات بين مختلف أنواع المخاطر الأخرى، كالآتي: (BNP PARIBAS, 2017, p. 371)

جدول 1: القيمة المعرضة للخطر في المجمع للسنوات 2015_2022

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	القيمة المعرضة للخطر (مليون أورو)
24	25	30	19	17	17	25	26	مخاطر أسعار الفائدة
11	14	23	11	11	13	16	19	مخاطر الائتمان
7	9	12	7	7	10	18	17	مخاطر العملة
15	21	23	10	15	13	14	17	مخاطر السعر المرتبطة بالأسهم
17	11	6	4	4	4	6	8	مخاطر السعر المرتبطة بالسلع
(40)	(42)	(49)	(27)	(30)	(31)	(46)	(49)	أثر التعويضات

المصدر: تقارير مجمع BNP Paribas للسنوات 2015_2022

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة المخاطر تتناقص تدريجياً ويرجع ذلك إلى تطور استراتيجيات إدارة المخاطر للمجمع مع مرور السنوات، غير أنها ارتفعت بشكل مفاجئ لتسجل أعلى قيمة للمخاطر سنة 2020 وبالتحديد مخاطر أسعار الفائدة وهذا راجع إلى أزمة كوفيد 19 الاستثنائية، حيث اتسم عام 2020

بانخفاض أسعار الفائدة وارتفاع التقلبات ومع غياب احتمالات التضخم والنمو، ظلت معدلات الفائدة طويلة الأجل سلبية، بالقرب من أدنى مستوياتها التاريخية. ويرجع ذلك جزئيًا إلى السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي استجابة للوباء وعواقبه الاقتصادية، (BNP PARIBAS , 2020, p. 422)

2.4. المشتقات المالية المستخدمة من قبل البنك:

الأدوات المالية المشتقة هي معاملات تبدأ بالتداول في الصكوك المالية، ويعد مجمع BNP Paribas متعامل نشط للأدوات المالية المشتقة، إما في شكل معاملات تنطوي على أدوات أولية أو عن طريق هيكلة موجزات مخاطر معقدة مكيفة مع احتياجات عملائها، يتم التعاقد عليها في سياق أنشطة صانعي الأسواق أو أنشطة المراجعة (BNP PARIBAS , 2016, p. 165) ويتم الاعتراف بالمشتقات الموجودة عند مستويات المعاملات في الميزانية العمومية على أنها أصول وخصوم مالية بالقيمة السوقية حسب الربح أو الخسارة، يتم تسجيلها في الأصول المالية عندما تكون القيمة السوقية إيجابية، وفي الخصوم المالية عندما تكون سلبية. (BNP PARIBAS , 2016, p. 149) وتجدر الإشارة أن الكمية الافتراضية للأدوات المالية المشتقة المعروضة في الجدول الآتي ليست سوى مؤشر على حجم نشاط المجمع في أسواق الأدوات المالية ولا تعكس مخاطر السوق المرتبطة بهذه الأدوات، (BNP PARIBAS , 2022, p. 600)

جدول 2: اجمالي المعاملات المستقبلية للمجمع في السوق المنظمة للسنوات 2022_2015

المعاملات المستقبلية في الأسواق المنظمة (مليون أورو)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
مشتقات العملة	4625824	5247171	4905163	5020965	5204615	5736267	7187330	7898318
مشتقات أسعار الفائدة	21469796	17396291	16612410	17235394	16009284	15894798	16562969	19339847
المشتقات على الأسهم	1301207	1338676	1203087	1290807	1202896	949023	1100098	1167841
مشتقات أخرى	80822	145689	1772276	225733	211034	123675	207817	239812
المجموع	27477649	24127827	24492936	23772899	22627829	22703763	25058214	28645818

المصدر: تقارير مجمع BNP Paribas للسنوات 2022_2015

يوضح الجدول أعلاه المعاملات المستقبلية للمجمع في السوق المنظمة خلال سنوات الدراسة والمتعلقة بالعملات، أسعار الفائدة والأسهم إضافة إلى أصول مالية أخرى، نجد من خلال البيانات المعروضة في تقارير المجمع خلال هذه السنوات أن النسبة الأكبر تحوزها المشتقات على أسعار الفائدة والعملات وهذا راجع إلى ارتفاع مخاطر معدلات الفائدة ومخاطر أسعار العملات الأجنبية وهذا ما يوجب على المجمع تطوير استراتيجيات إدارة المخاطر باستخدام المشتقات المالية عموماً والعقود المستقبلية على وجه الخصوص.

3.4. المشتقات المالية المستخدمة لأغراض التحوط:

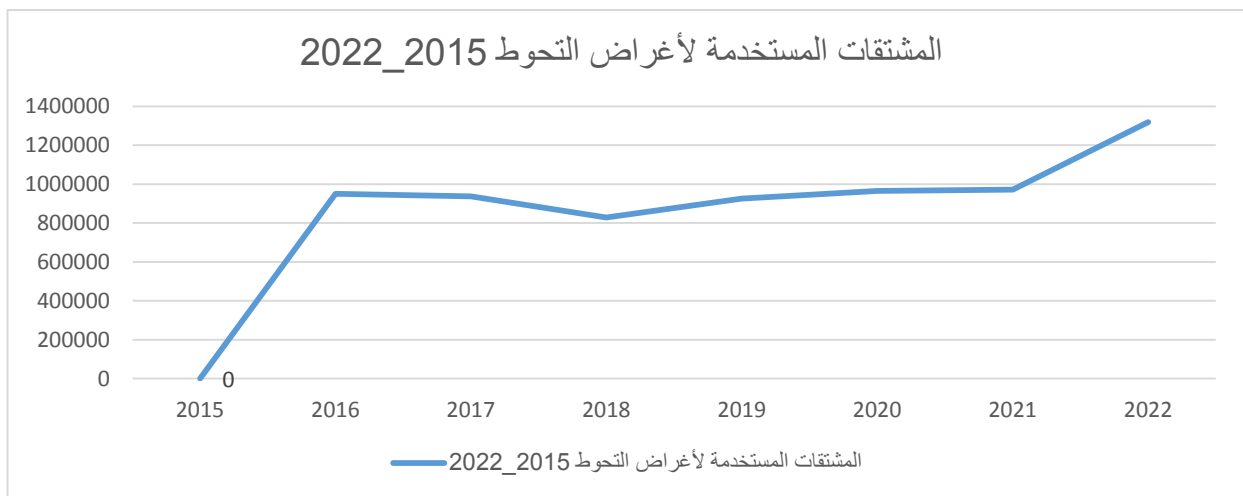
تغطي التحوطات التي يعتمد عليها المجمع بشكل رئيسي مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر الصرف الأجنبي التي تتحقق من خلال المشتقات المالية (المبادلات، والخيارات، والعقود المستقبلية للعملة الأجنبية). وتستخدم الأدوات المالية المشتقة لأغراض التحوط سواء تحوط القيمة أو التحوط من الإيرادات المستقبلية أو التحوط من صافي الاستثمار في العملات الأجنبية. ويتم توثيق كل علاقة تحوط مع وصف الاستراتيجية المتبعة، وتحديد الأداة المشمولة وأداة التحوط، وطبيعة المخاطر المشمولة، (BNP PARIBAS , 2016, p. 358) وتستند استراتيجية إدارة مخاطر أسعار الفائدة إلى إدارة حساسية إيرادات البنك للتغيرات في أسعار الفائدة، وهدفها هو استقرار هامش الفائدة وانتظامه، تتطلب هذه الإدارة فهمًا لمختلف المخاطر، من أجل تحديد استراتيجية التحوط، ويتم تحديد هذه الاستراتيجيات وتنفيذها حسب الكيان والعملية، وتغطي علاقات التحوط من مخاطر الصرف الأجنبي صافي الاستثمارات بالعملات الأجنبية والإيرادات المستقبلية بعملة المجمع، ويتم التحوط من الاستثمارات في الشركات الفرعية والفروع الممولة من الاقتراض بالعملات الأجنبية على أساس موثق للحفاظ على التماثل في تسجيل التغيرات في أسعار الصرف، وبالتالي الحد من تقلب الإيرادات (BNP PARIBAS , 2022, p. 499) والجدول الموالي يعرض اجمالي المشتقات المستخدمة لأغراض التحوط في الفترة 2015_2022:

جدول 3: اجمالي المشتقات المستخدمة لأغراض التحوط للسنوات 2015_2022

السنة	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
اجمالي المشتقات المستخدمة لأغراض التحوط (مليون أورو)	993 828	949767	936323	827800	925747	964795	972391	1319040

المصدر: تقارير مجمع BNP Paribas للسنوات 2015_2022

الشكل 3: المشتقات المستخدمة لأغراض التحوط في المجمع للسنوات 2015_2022



المصدر: من اعداد الباحثين استنادا الى البيانات المعروضة سابقا

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه ارتفاع عام لإجمالي المشتقات المالية المستخدمة لأغراض التحوط في سنوات الدراسة وتجدر الإشارة الى تأثير الاحداث المحيطة بالمجمع ما يلزمه بتطوير استراتيجيات إدارة المخاطر من أهمها تغطية مخاطر أسعار الفائدة والعملات الأجنبية وأسعار الأسهم والسلع باستخدام المشتقات المالية، من أبرزها العقود المستقبلية على أسعار الفائدة والعملات الأجنبية والأسهم والسلع ونوجز مجموعة التأثيرات التي شهدها المجمع خلال فترة الدراسة فيما يأتي:

- الفترة التي تسبق 2015 الى غاية 2016: بلغت قيمة المشتقات المستخدمة لأغراض التحوط 993 828 مليون أورو خلال سنة 2015 وعرفت انخفاض طفيف في السنة الموالية ويرجع ذلك الى جملة من التأثيرات الخارجية التي شهدها المجمع من أهمها انسحاب بريطانيا من الاتحاد الأوروبي وما أعقبه من تغيرات في الاتفاقيات التجارية والمالية، احداث الانقلاب وعدم اليقين السياسي في كل من تركيا وإيطاليا خلال هذه الفترة، الازمة المالية لمنطقة اليورو، انخفاض أسعار الفائدة المصاحبة للآزمة المالية العالمية 2008 إضافة الى اصدار أوراق مالية جديدة وزيادة اجمالية في المطلوبات بالعملات الأجنبية وارتفاع مستوى الدين بالعملة الأجنبية والمحلية، وتجدر الإشارة الى ان البنك يراقب المخاطر الدولية ويأخذها بعين الاعتبار عند القياس بالقيمة العادلة وتكلفة المخاطر (BNP PARIBAS , 2016, p. 244)

- الفترة من 2017 الى غاية 2018: نلاحظ من خلال المنحنى تواصل انخفاض قيمة المشتقات المستخدمة لأغراض التحوط بشكل طفيف خلال هذه الفترة ويرجع ذلك الى النمو العالمي والذي انعكس إيجابا في جميع فروع المجمع، (2017ص257) اعتدال مستويات التضخم، تشديد السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية لتخفيض صافي مشتريات الأوراق المالية؛ (BNP PARIBAS , 2018, p. 283)

- الفترة من 2018 الى غاية 2021: من خلال المنحنى نلاحظ زيادة متواصلة في استخدام المجمع للمشتقات المالية يرجع ذلك الى جملة من الاحداث ابرزها تباطؤ في الاقتصاد العالمي ونمو النشاط، تراجع النمو في منطقة اليورو والولايات المتحدة الأمريكية مما الزمها على خفض معدلات الفائدة، التغيرات الحاصلة في أسعار النفط، مخاطر عدم الاستقرار المالي، تفاقم النزاع التجاري بين الولايات المتحدة الأمريكية والصين سنة 2019 إضافة الى القواعد والتنظيمات الجديدة في الأسواق المالية وتنظيم أنشطة المشتقات المالية، (BNP PARIBAS , 2019, p. 271) ويعقب ذلك الازمة الصحية العالمية كوفيد_19 والتي مست جميع القطاعات خلال سنة 2020 ومن ابرز نتائجها ارتفاع أسعار النفط (BNP PARIBAS , 2020, p. 286) كما استمرت عواقب الازمة الصحية خلال سنة 2021 بسبب الزيادة الكبرى في نسب الدين وأسعار الفائدة؛ (BNP PARIBAS , 2021, p. 305)

- من سنة 2021 الى غاية 2022: نلاحظ ارتفاع ملحوظ في تغطية المخاطر بالمشتقات المالية ويرجع ذلك الى استمرار تأثير الازمة الصحية كوفيد_19 ما يعقبه تواصل في ارتفاع نسب التضخم وارتفاع أسعار الفائدة والتغيرات في أسعار العملة، إضافة الى الاحداث السياسية الفارطة أبرزها غزو أوكرانيا والتوترات الواضحة في اسيا والدول الغربية. (BNP PARIBAS , 2022, p. 315)

في المجمل عرف مجمع BNP PARIBAS خلال فترة الدراسة ارتفاع ملحوظ في استخدام المشتقات المالية (العقود المستقبلية) في تغطية المخاطر، تصبحها انخفاضات طفيفة بالتوازي مع ارتفاع وانخفاض قيمة المخاطر، كما شهد المجمع أعلى نسبة في قيمة المخاطر لأسعار الفائدة، العملة، الأسهم والسلع خلال فترة أزمة كوفيد-19 ترافقها في هذه الفترة أعلى نسبة لاستخدام المشتقات المالية (العقود المستقبلية) لتغطية المخاطر، مما يؤكد فعالية المجمع في التحوط ضد المخاطر باستخدام العقود المستقبلية.

5. الخاتمة:

تعد العقود المستقبلية أحد أهم أنواع المشتقات المالية التي تستخدم من قبل المتعاملين في الأسواق المالية لعدة أغراض، بالإضافة إلى كونها أداة لبناء الاستراتيجيات الاستثمارية لما لها من أهمية في تنويع المحفظة المالية للمستثمر وتوفير سيولة عالية في تداولها مما يسهل على المتعاملين الوصول إلى مختلف أنواع الأصول، يعتبر هذا النوع من العقود أداة فعالة لإدارة المخاطر حيث توفر العقود المستقبلية حماية للمستثمر من خطر تقلبات الأسعار من خلال نقل هذه المخاطر إلى الطرف المقابل دون الحاجة إلى حيازة الأصل محل التعاقد، أما بالنسبة للمؤسسات المالية والبنوك تستخدم العقود المستقبلية للتخفيف من المخاطر المختلفة التي تواجهها عملياتها والمتعلقة بمعدلات الفائدة ومخاطر الصرف الأجنبي ومخاطر أسعار السلع، مما يوفر الاستقرار ويقلل من تأثيرات تحركات السوق المعاكسة.

نتائج الدراسة:

- تعد العقود المستقبلية اتفاقات منظمة معيارية بين متعاملين يتخذون مراكز قصيرة أو طويلة لبيع أو شراء أصل مادي أو مالي في المدى القصير؛
- يتم تسعير العقود المستقبلية وفق فرضية تكلفة التحمل والتي تأخذ بعين الاعتبار التكاليف والفوائد المرتبطة بالأصل طول فترة العقد؛
- التحوط استراتيجية أساسية لإدارة مخاطر تقلبات الأسعار من خلال نقل هذه المخاطر إلى الأطراف المقابلة؛
- لتقليل مخاطر تقلبات الأسعار يسعى المتحوط إلى تقليل التباين في التدفق النقدي لمركز التحوط وزيادة درجة الارتباط بين الأسعار الفورية والمستقبلية؛
- يتم نقل مخاطر أسعار الأصول الأساسية إلى مخاطر أسعار الأساس من خلال استبدال السعر المتوقع بأصغر أساس متوقع؛
- يتعرض المتعاملون بالعقود المستقبلية لمخاطر الأساس في مقابل تجنب تعرضهم لمخاطر تقلبات سعر الأصل الأساسي؛
- عرف مجمع BNP Paribas انخفاض ملحوظ في قيمة المخاطر نتيجة تطور استراتيجيات إدارة المخاطر مع مرور السنوات إلى غاية أزمة كوفيد-19 والتي عرفت ارتفاع مفاجئ للمخاطر استجابة لتأثيرات الوباء عالمياً؛
- يستخدم مجمع BNP Paribas العقود المستقبلية لتغطية مخاطر أسعار الفائدة والعملات بنسب أكبر منها للأصول المالية الأخرى ويرجع ذلك إلى ارتفاع أنشطة الوساطة المصرفية للمجمع؛

- تطور استخدام المشتقات المالية عموماً والعقود المستقبلية على وجه الخصوص لمجمع BNP Paribas مع مرور السنوات نتيجة جملة من التغيرات المتعاقبة أبرزها الازمة الصحية كوفيد_19 واستمرار تأثيراتها على نسب التضخم، أسعار الفائدة وأسعار العملات، إضافة الى الاحداث السياسية الفارطة أبرزها غزو أوكرانيا والتوترات الواضحة في اسيا والدول الغربية.

6. قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية

- طاهري فاطمة الزهراء. (2009). العقود المستقبلية كوسيلة لتسيير مخاطر السعر في الاسواق الزراعية. مجلة ابحاث اقتصادية وادارية. 157-173. pp. ,
- علي عبد القادر بن الضب. (2020). مبادئ الهندسة المالية (Vol. الاولى). (الجزائر: دار الحامد للنشر والتوزيع.
- عماني لمياء/بن علي سمية. (2020). المشتقات المالية وادارة المخاطر (Vol. الاولى). (الجزائر: الدار الجزائرية.
- مقدم عبد الاله. (2020/2021). أثر تداول المشتقات المالية على الاستثمار المالي. اطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية تخصص: تطبيقات الاسواق المالية. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس . مستغانم .
- مؤيد عبد الرحمان الدوري /سعيد جمعة عقل. (2012). ادارة المشتقات المالية (Vol. الطبعة الاولى). (المملكة الاردنية الهاشمية: اثراء للنشر والتوزيع

المراجع باللغة الاجنبية

- BNP PARIBAS . (2016). (UE): ESEF (European Single Electronic Format).
- BNP PARIBAS . (2017). (UE): ESEF(European Single Electronic format).
- BNP PARIBAS . (2018). (UE): ESEF (European Single Electronic Format).
- BNP PARIBAS . (2019). (UE): ESEF (European Single Electronic Format).
- BNP PARIBAS . (2020). (UE): ESEF (European Single Electronic Format).
- BNP PARIBAS . (2021). (UE): ESEF (European Single Electronic Format).
- BNP PARIBAS . (2022). (UE): ESEF (European Single Electronic Format).
- Kaplan Schweser. (2012). FINANCIAL MARKETS AND PRODUCTS. Printed in the United states of America.
- Kasilingam R. (1996). Financial Derivatives. IV - Semester. PONDICHERY UNIVERSITY.
- Misbahul Islam; Jayanta Chakraborti. (2015). FUTURES AND FORWARD CONTRACT AS A ROUTE OF HEDGING THE RISK. Risk governance & control: financial markets & institutions, Volume 5(Issue 4), p. 68–79.
- Patrick Boyle; Jesse McDougall. (2019). Trading and Pricing Financial Derivatives. Boston/Berlin: Walter de Gruyter Inc.,.
- Ritchken Peter. (1999). Forward and Futures Prices.
- SRILATHA. (1956). FINANCIAL DERIVATIVES. INSTITUTE OF TECHNOLOGY AND MANAGEMENT: Dept of MBA.
- YUH-DAUH LYUU. (2004). FINANCIAL ENGINEERING AND COMPUTATION. PRES SYNDICATE OF THE UNIVERSITY OF CAMBRIDGE, United Kingdom.