

## دور العقود المستقبلية في التحوط من المخاطر حالة مجموعة سوسيتيه جنرال

الفترة 2006-2020

The Role of Future contracts in hedging of risk Case of Societe Generale for 2006-2020

زبير زمولي<sup>1\*</sup>، محسن بن سليم<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مخبر المالية، المحاسبة، الجباية والتأمين؛ جامعة محمد الشريف مساعدية سوق أهراس،

[z.zemouli@univ-soukahrass.dz](mailto:z.zemouli@univ-soukahrass.dz)

<sup>2</sup> مخبر المالية، المحاسبة، الجباية والتأمين؛ جامعة محمد الشريف مساعدية سوق أهراس،

[m.benslim@univ-soukahrass.dz](mailto:m.benslim@univ-soukahrass.dz)

تاريخ القبول: 2022/06/14

تاريخ الاستلام: 2022/02/08

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على العقود المستقبلية التي هي نوع من المشتقات المالية المتداولة في البورصة، وأنواعها وأهميتها وكذا دورها للتحوط من المخاطر أي كيفية التخلص من آثار تقلبات أسعار الأصل محل التغطية، كما تم التعرض لدراسة حالة مجموعة سوسيتيه جنرال للفترة 2006 إلى غاية 2020 وقد تم التوصل إلى جملة من النتائج أهمها وضعية التحوط تقلل المخاطر الرئيسية لسعر الأصل الأساسي إلى مخاطر الأسعار للأساس.

كلمات مفتاحية: المشتقات المالية، العقود المستقبلية، التحوط من المخاطر، مجموعة سوسيتيه جنرال.

تصنيف JEL: G13, G32

### Abstract :

This study aims to shed light on future contracts that are a type of financial derivatives traded on the stock exchange, their types and importance, as well as their role to hedge against risks, that is, how to get rid of the effects of fluctuations in the prices of the covered asset. The case study of Societe Generale Group for the period 2006 to 2020 was also presented. A number of results have been reached, the most important of which is the hedging position that reduces the main risks of the price of the underlying asset to the price risks of the basis.

**Keywords :** Financial derivatives, Futures contracts, risk hedging, Societe Generale Groupe.

**Jel Classification Codes :** G13, G32

## 1. مقدمة

لقد شهد العالم في السنوات الأخيرة تغيرات جذرية في مختلف المجالات صاحبها ظواهر مست أغلب الاقتصاديات العالمية، ومن هذه الظواهر تقلبات حادة في أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة، وقد نتج عن هذه الظواهر تغيرات هيكلية منها تعويم أسعار صرف العملات والتغير في السياسات النقدية والبحث عن تحقيق استقرار في أسعار الفائدة.

لقد صاحب التغيرات الهيكلية في الاقتصاد العالمي تطور هائل وسريع في مجال الاتصالات وتدفق رؤوس الأموال نتج عنها ظهور مخاطر كثيرة واجهت المؤسسة الاقتصادية مما عرضها إلى صعوبات كبيرة قد تصل إلى حد الإفلاس.

بسبب هذه المخاطر الناشئة سعت أطراف عديدة ومنها المؤسسات المالية إلى ابتكار أدوات مالية تمكن المؤسسة الاقتصادية من مواجهة هذه التحديات المتولدة وذلك عن طريق استخدام آليات أصبحت تعرف بإدارة المخاطر المالية وفي عقدي الثمانينات والتسعينات حدثت ثورة في مجال استخدام الابتكارات المالية، وقيام الكثير من المؤسسات الاقتصادية والمؤسسات المالية على وجه الخصوص مثل البنوك باستخدام هذه الابتكارات المالية في ما يسمى بإدارة المخاطر.

إن الدافع الأساسي وراء سعي المؤسسات الاقتصادية للتعامل بهذه الأدوات المالية المبتكرة كان نتيجة الأزمات الحادة التي تصيب أسعار السلع وأسعار الفائدة وأسعار صرف العملات وأسعار الأسهم والسندات ولذلك أصبح لزاما على هذه المؤسسات إيجاد وسائل فعالة تمكنها من مواجهة المخاطر الناتجة عن هذه التقلبات في الأسعار.

إذا كانت المنتجات المالية (المشتقات المالية) استحدثت في البداية لأغراض التحوط والتغطية من المخاطر المالية والاقتصادية فإنها أصبحت تستعمل لأغراض المضاربة لتحقيق الربح وبعد أن أصبح هذا الاستعمال بشكل مكثف تولدت اضطرابات كبيرة في الأسواق المالية وصلت حد حدوث أزمات مالية عالمية كادت أن تعصف بالاقتصاد العالمي مثل الأزمة المالية العالمية التي حدثت سنة 2008.

### إشكالية الدراسة:

من خلال التوطئة السابقة يمكن أن نطرح إشكالية البحث بالصورة التالية:

ما مدى فعالية تغطية المخاطر والأزمات باستعمال عقود المشتقات وبالخصوص العقود

المستقبلية لدى مجموعة سوسيتيه جنرال؟

فرضيات الدراسة

وكإجابة أولية على الإشكالية السابقة نوجز في النقطتين الموالتين:

- وضعية التحوط تقلل المخاطر الأساسية لسعر الأصل الأساسي إلى مخاطر الأساس.
- المشتقات المالية للتحوط بالنسبة لمجموعة سوسيتيه جنرال في ظل أزمة covid-19 فعالة.

هدف البحث

يسعى هذا البحث لتحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:

- تسليط الضوء على العقود المستقبلية وأنواعها وأهميتها.
- إبراز دور العقود المستقبلية في التحوط من المخاطر.

منهجية الدراسة:

لمحاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة والوصول إلى الأهداف المرجوة سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي لمحاولة التعرف على المفاهيم الأساسية للموضوع. كما سيتم دراسة حالة مجموعة سوسيتيه جنرال لتحوط من المخاطر، وذلك بتقسيم الورقة إلى ثلاث محاور:

- المحور الأول: العقود المستقبلية وأركانها.
- المحور الثاني: إدارة المخاطر عن طريق العقود المستقبلية.
- المحور الثالث: دراسة حالة مجموعة سوسيتيه جنرال للفترة الممتدة من 2006-2020.

2. العقود المستقبلية وأركانها

1.2- تعريف العقود المستقبلية

يمكن تعريف العقود المستقبلية بأنها التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الأخر أو يستلم الكمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد وبواسطة طرف ثالث كوسيط" (قندوز، 2017، صفحة 263).

يتم تعريفه أيضا على أنه "اتفاقية لشراء أو بيع سلعة أو أداة مالية للتسليم المستقبلي. على عكس العقد الأجل، والذي يتم التفاوض بشأنه على وجه التحديد ويحتوي على شروط موضوعية، فإن العقد المستقبلي هو اتفاق موحد قياسيا لا يتغير فيه سوى السعر وشهر التسوية". (عبد العال، إدارة المخاطر، 2007، صفحة 484).

وفي تعريف آخر يعتبر العقد المستقبلي "اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يتم تداولها، التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ، السعر الواجب دفعه للأصل. تعرف الأصول التي يتم تداولها بالأصول الفورية أو الأصل المعني، أما تاريخ التبادل فيسمى تاريخ الاستلام، والسعر الذي وافقت عليه الأطراف يسمى السعر المستقبلي المتعاقد عليه أو سعر المستقبليات، أما الطرف الذي تعاقد على الشراء فهو المالك للعقد المستقبلي ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، والطرف الذي تعاقد على تسليم البضاعة يسمى بائع العقد المستقبلي ويطلق عليه صاحب المركز القصير" (وهب، 2008، صفحة 289).

وهناك من يرى أن العقود المستقبلية تعد من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديما، و تمثل هذه الأدوات تعاقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه (الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، 2001، صفحة 413).

من خلال هذه التعريفات يمكننا استخلاص المعاني التي تبنى عليها عقود المستقبليات، وهي

كالآتي:

- هي عقود بيع وشراء آجلة: أي أنها عقود معاوضات موضوعها بيع أو شراء السلعة معينة أو أصول مالية؛
  - إنها تعقد في اللحظة التي تناسب طرفيها، وذلك لتحقيق الغاية التي لأجلها أحدثت؛
  - إن هذه العقود نمطية ولها سوق منظمة خاصة بها من ميزات إصدار قوانين ولها قوة الالتزام وبذلك هي قابلة للتداول؛
  - تخضع هذه العقود للتسويات اليومية من جانب غرفة المقاصة ويتم تعديل قيمتها وفقا لسعر التسوية؛
- ## 2.2 أهمية العقود المستقبلية

تتمتع المشتقات المالية بأهمية كبيرة يمكن توضيحها في النقاط التالية:

-تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية؛ تعد عقود المشتقات أداة جيدة للتغطية ضد مخاطر تغير السعر، أي نقل تلك المخاطر إلى طرف آخر، دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل

محل التعاقد. ومن المؤكد أن التغطية هي أهم وظائف أسواق المشتقات، بل أنها السبب في وجود تلك الأسواق. (هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، 1998، صفحة 343)

-أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر؛ من أبرز وظائف عقود المشتقات، أنها تزود المتعاملين بما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، لذا يقال أنها أداة جيدة لاستكشاف السعر، أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم. فعلى ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغير بما يعكس الأسباب التي تظهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين. (عبد الحميد، 2005، الصفحات 219-220)

-إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية؛ تتيح عقود المشتقات الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية، حيث يستطيع طرفي التعاقد تخطيط تدفقاتهما المستقبلية بدقة، وذلك طالما أن البائع يدرك أن حصيلة بيع الأصل ستكون على أساس سعر العقد، كما يدرك المشتري أن مدفوعاته للشراء هي أيضا على أساس سعر العقد. (عبد العال، المشتقات المالية، 2003، صفحة 163)

-إتاحة فرص استثمارية للمضاربين؛ يحاول المضارب تحقيق الأرباح من خلال توقعاته بشأن الأسعار. إلا أن سعيه لتحقيق الربح بدخوله طرفا في العقد يقدم خدمة اجتماعية وإن كان لا يقصدها. ذلك أنه الطرف الذي تنتقل إليه المخاطر التي لا ترغب فيها الأطراف الأخرى، أي الأطراف التي تمتلك الأصل بالفعل (الطرف البائع) أو ترغب في امتلاكه مستقبلا (الطرف المشتري) لحاجة فعلية إليه. (هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، 1998، صفحة 342)

-تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد؛ يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه، فتكلفة المعاملات لعقد مستقبلي قيمته مليون دولار لا تتجاوز 100 دولار، وهو معدل تكلفة يبلغ 0.01 % من قيمة العقد. ولتكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة بما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل.

كما يساهم التعامل بالعقود في تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه، ويرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة، وتقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء

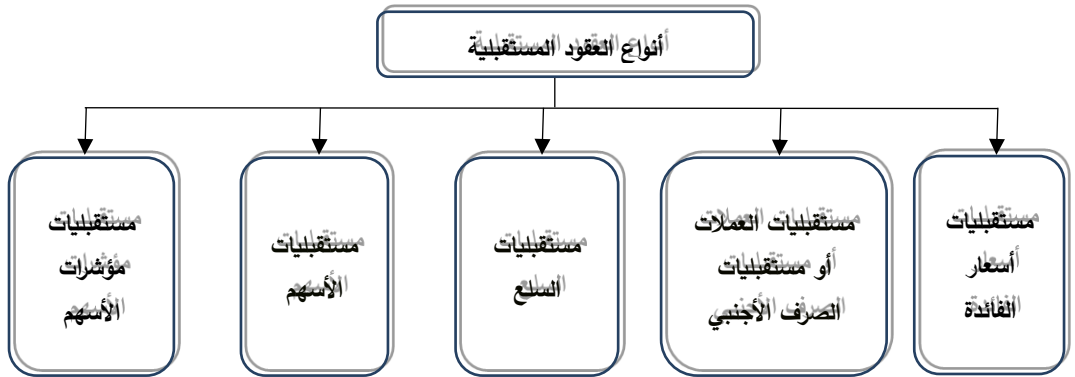
الهامشي للأصل من السوق الحاضر. (هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر باستخدام تقنية التوريق  
و المشتقات المالية الجزء الثاني، 2003، صفحة 20)

-سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية؛ تتمثل في سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، وذلك  
نظرا لتمييز عقود المشتقات بمرونتها وسيولتها الكبيرة. (هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر  
باستخدام تقنية التوريق و المشتقات المالية الجزء الثاني، 2003، صفحة 20).

## 2.2 أنواع العقود المستقبلية:

وتنقسم العقود المستقبلية إلى خمسة أنواع والموضحة في الشكل الموالي:

### الشكل 1: أنواع العقود المستقبلية



المصدر: من إعداد الباحثين، بالاعتماد على جملة من المراجع.

## 3. إدارة المخاطر عن طريق العقود المستقبلية

إن الهدف الأساسي للتغطية بالعقود المستقبلية هو التخلص التام من آثار تقلبات أسعار  
الأصل محل التغطية، وذلك عندما يكون العقد المستقبلي على أصل مماثل تماما للأصل المراد  
التغطية ضد مخاطر تقلبات سعره، يرجع ذلك إلى قوة معامل الارتباط بين سعر الأصل في السوق  
الحاضر وسعره في العقد المستقبلي، مما يجعل من الممكن التخلص من مخاطر الأساس، أي من  
مخاطر تقلب الفرق بين سعر العقد المستقبلي والسعر في السوق الآنية، خلال فترة سريان العقد.

نفترض أن مستثمرا في الزمن الحالي (الأفق الزمني 0) يمتلك أصلا بسعر  $(S_0)$ . وللتحوط من  
مخاطر تغيرات الأسعار لهذا الأصل، يبيع المستثمر عقدا مستقبليا بسعر  $(F_0)$ . في الأفق الزمني

(t)، يكون السعر الفوري للعقد (S<sub>t</sub>)، وسعر العقد المستقبلي للأصل (F<sub>t</sub>)، والأساس (basis) هو الفرق بين السعرين، كما هو موضح في الجدول الموالي ( Clarke, De Silva, & Thorley, ) (2013, p:23):

الجدول 1: جدول يوضح قيمة الأساس في الأفقين الزمنيين (t, 0)

الأساس	العقد المستقبلي	السعر الفوري	
S <sub>0</sub> -F <sub>0</sub>	F <sub>0</sub>	S <sub>0</sub>	الأفق الزمني 0
S <sub>t</sub> -F <sub>t</sub>	F <sub>t</sub>	S <sub>t</sub>	الأفق الزمني t

المصدر: من إعداد الباحثين

نناقش في مما يلي الطرق المختلفة التي يمكن من خلالها وصف القيمة الإجمالية لوضعية التحوط (الأصل والعقود المستقبلية القصيرة) في التاريخ (t) باستخدام هذه المتغيرات. إحدى الطرق للتعبير عن القيمة النهائية للمركز التحوط (P<sub>t</sub>) هي سعر الورقة المالية الأساسية في التاريخ (t)، بالإضافة إلى الربح أو الخسارة في العقد المستقبلي القصير:

$$P_t = S_t + F_0 - F_t \dots\dots 1$$

هذه الوضعية تساوي سعر الأصل الفوري في التاريخ (t) مضافا له المكاسب المحققة من العقد الآجل في التاريخ (t).

إعادة ترتيب المتغيرات تعطي قيمة وضعية التحوط (hedged position) في الوقت (t) في شكلين آخرين متكافئين.

أولاً؛ توضح المعادلة التالية أن قيمة وضعية التحوط (hedged position) هي سعر العقود المستقبلية في الأفق الزمني (0) بالإضافة إلى الأساس في الأفق الزمني (t):

$$P_t = F_0 + (S_t - F_t) \dots\dots 2$$

أي سعر العقد المستقبلي المبدئي في التاريخ (0) مضافا له الأساس في التاريخ (t).

ثانياً؛ توضح المعادلة (3) أنه يمكن اعتبار قيمة وضعية التحوط على أنها السعر الفوري للأصل في الأفق الزمني (0) بالإضافة إلى التغير في الأساس بين الأفق الزمني (0) والأفق الزمني (t):

$$P_t = S_0 + [(S_t - F_t) - (S_0 - F_0)] \dots\dots 3$$

تعبر النماذج الثلاثة على طرق متكافئة للتعبير عن القيمة التي يخلقها المستثمر من خلال اتخاذ وضعية التحوط تجاه الأصل الأساسي باستخدام عقد مستقبلية.

النموذج الأكثر بديهية لمفهوم التحوط من التعابير الثلاثة السابقة لوضعية التحوط هو النموذج الثاني، والذي تكون فيه وضعية التحوط مساوية لسعر العقد المستقبلي المبدئي مضافا له الأساس في التاريخ  $t$ . (Clarke, De Silva, & Thorley, 2013, p: 23-24)

حيث يوافق المستثمر الذي يبيع عقدا مستقبلي على بيع الأصل الأساسي بسعر العقود المستقبلية الحالي في الأفق الزمني (0)؛ من جهة، إذا كان الأفق الزمني للتحوط يساوي الأفق الزمني لتسوية العقد المستقبلية، فإن أساس في ذلك التاريخ يكون عموما صفرا. في هذه الحالة تكون قيمة وضعية التحوط مساوية لسعر العقد الآجل في الأفق الزمني (0) بغض النظر عما يحدث لاحقا لسعر الأصل الأساسي. بعبارة أخرى فإن المستثمر قام بإنشاء وضعية خالية من المخاطر من خلال الاحتفاظ بالأصل الأساسي وبيع عقد مستقبلي. في هذه الحالة، تكون قيمة وضعية التحوط مساوية لسعر العقد المستقبلي المبدئي بغض النظر عما يحدث لاحقا لسعر الأصل الأساسي.

من جهة أخرى، إذا تجاوز تاريخ تسوية العقد المستقبلي الأفق الزمني للتحوط، فإن صافي تكلفة التحمل لفترة الاحتفاظ تختلف عما هو وارد في سعر العقد المستقبلي المبدئي في الأفق الزمني (0). ونتيجة لذلك، تختلف قيمة وضعية عن سعر العقد المستقبلي المبدئي من خلال الجزء المتبقي من صافي تكلفة التحمل المنعكسة في الأساس في الأفق الزمني (t). وبالتالي، فإن وضعية التحوط تقلل المخاطر الرئيسية لسعر الأصل الأساسي إلى مخاطر الأسعار للأساس، كما هو موضح في المعادلة (2). يشار أحيانا إلى استخدام العقود المستقبلية للتحوط على أنها مضاربة على الأساس (the basis). بدلا من ذلك، يمكن للمستثمر أن يعتبر قيمة وضعية التحوط على أنها مساوية لسعر الحالي للأصل الأساسي بالإضافة إلى التغيير في الأساس (the basis) بين التاريخ (0) والتاريخ (t)، كما هو مبين في المعادلة (3). إن اقتراب سعر العقد المستقبلي إلى سعر الأصل الأساسي مع مرور الوقت يجعل قيمة التحوط تختلف عن السعر الفوري الحالي للورقة من خلال التقارب في الأساس.

عادة يكون سيناريو التحوط الأكثر شيوعا، عندما يبيع المستثمر عقدا مستقبليا للتحوط من مخاطر سعر الأصل الأساسي. يشار أحيانا إلى هذا التحوط على أنه تحوط للمخزون (inventory hedge)، ذلك لأن الأصل موجود بالفعل في محفظة المستثمر، أو "المخزون". هناك بديل آخر للتحوط يشار إليه بالتحوط، حيث تنتج هذا الإستراتيجية للتحوط نفس التفسير، ويشار إليها بالتحوط الإستباقي (anticipatory hedge). بموجب هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر بشراء (أي يحدد وضعية مستقبلية طويلة) عقدا آجل في الأفق الزمني (0)، تحسبا لشراء أصل أساسي في تاريخ مستقبلي (t). في



الأفق الزمني (t)، يشتري المستثمر الأصل الأساسي ويبيع العقد المستقبلي لإغلاق الوضعية الطويلة للعقد المستقبلي. وعليه يكون السعر الصافي الذي يدفعه المستثمر، مساويا لسعر الأصل الأساسي في الأفق الزمني (t)، مطروحا منه المكسب أو الخسارة في الوضعية الطويلة للعقد المستقبلي عند نفس التاريخ.

يتشابه تعبير هذا التحوط الاستباقي (anticipatory hedge) مع تحوط المخزون (inventory hedge) الذي تم التطرق إليه سابقا، والذي يساوي فيه السعر الصافي سعر الأصل النهائي مطروحا منه مكاسب / خسائر العقود المستقبلية (Clarke, De Silva, & Thorley, 2013, p: 24):

$$P_t = S_t - (F_t - F_0)$$

تظهر إعادة كتابة السعر الصافي في الشكلين الإضافيين حيث يمكن للمستثمر الذي يمتلك تحوطا استباقيا يمكن أن يعتبر أن السعر الصافي المدفوع للأصل الأساسي يساوي سعر العقد المستقبلي المبدئي بالإضافة إلى الأساس عند الأفق الزمني (t):

$$P_t = F_0 + (S_t - F_t)$$

كما يمكن التعبير على السعر الصافي بأنه سعر الأصل المبدئي بالإضافة إلى التغيير في الأساس:

$$P_t = S_0 + [(S_t - F_t) - (S_0 - F_0)]$$

يقوم المستثمر الذي يتخذ وضعية طويلة في الأفق الزمني (0) تحسبا لتحويل هذه الوضعية إلى أصل أساسي في الوقت المناسب، بإنشاء نفس السعر مقارنة مع المستثمر الذي يشتري الأصل الأساسي في الأفق الزمني (0) ويقوم بالتحوط تجاه مخاطر السعر لهذا الأصل حتى الأفق الزمني (t). تعد هاتين الإستراتيجيتين وجهين لعملة واحدة، ذلك لأن كلاهما يلتزم بشراء أو بيع الأصل الأساسي في التاريخ (t).

حيث أن السعر الذي تقدمه السوق للمستثمر للتسوية المتأخرة للمعاملة هو نفسه في كلتا الإستراتيجيتين ويمثله سعر العقد المستقبلي في الأفق الزمني (0).

كمثال للتحوط الاستباقي، نفترض أن المستثمر يتوقع تلقي أموال في شهرين يتم إيداعها بعد ذلك لكسب سعر اليورو دولار. وخوفا من انخفاض أسعار الفائدة بين الحين والآخر، يقرر المستثمر التحوط من خلال شراء عقد مستقبلي للدولار حاليا. لنفترض أن السوق يقدم حاليا سعرا عقد مستقبلي قدره (98.5)، والذي يمثل معدل فائدة سنويا يساوي: (100 - 98.5 = 1.5%). السعر الفوري الحالي لودائع اليورو دولار هو (98.2)، وهو ما يمثل معدل فائدة (100 - 98.2 = 1.8%). في غضون

دور العقود المستقبلية في التحوط من المخاطر حالة مجموعة سوسيتيه جنرال للفترة 2006-2020  
 زبير زمولي / محسن بن سليم

شهرين، لنفترض أن أسعار اليورو قد انخفضت إلى (1.1 %) وبالتالي ارتفع سعر العقود المستقبلية بـ (0.4) نقطة لتصل إلى (98.9) (Clarke, De Silva, & Thorley, 2013, p: 25)، كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول 2: جدول يوضح أثر قرار المستثمر

الأساس	السعر المستقبلي	السعر الفوري للأصل	
-0.3	98.5	98.2	الأفق الزمني 0 (حاليا)
0.0	98.9	98.9	الأفق الزمني t (بعد شهرين)
0.3	0.4	0.7	صافي التغيير

المصدر: من إعداد الباحثين

إن كسب (0.4) نقطة على العقد المستقبلي يعمل على زيادة سعر الفائدة الصافي الذي سيحصل عليه المستثمر علاوة على المعدل المبدئي. باستخدام المعادلات السابقة للسعر الصافي في الوقت (t) نجد:

$$P_t = P_t = S_t - (F_t - F_0) = 98.9 - 0.4 = 98.5$$

$$P_t = P_t = F_0 + (S_t - F_t) = 98.5 - 0.0 = 98.5$$

$$P_t = P_t = S_0 + [(S_t - F_t) - (S_0 - F_0)] = 98.2 + 0.3 = 98.5$$

يسمح السعر الصافي البالغ (98.5) للمستثمر بالاستفادة من سعر فائدة (100 - 98.5 = 1.5%)، على الرغم من انخفاض الأسعار إلى (1.1%) عند إجراء الاستثمار. بالطبع، إذا تحقق السيناريو المعاكس وذلك من خلال ارتفاع أسعار الفائدة خلال فترة الشهرين، وفي هذه الحالة كان من الممكن أن يتسبب التحوط المتوقع في خسارة يتم تعويضها من خلال معدلات الفائدة المرتفعة. في هذا المثال تم افتراض أن تاريخ التسوية للعقد المستقبلي هو نفسه الأفق الزمني لنهاية الاستثمار (بعد شهرين). وهذا ما يجعل الأساس يقترب إلى الصفر. أما إذا كان تاريخ انتهاء العقد المستقبلي أطول من شهرين، فمن المحتمل أن لا يقترب الأساس إلى الصفر وسيظل التحوط يحتوي على بعض المخاطر الرئيسية. بشكل مختصر، عند إنشاء وضعية تحوط المخزون (inventory hedge) لأصل موجود، أو عند إنشاء تحوط استباقي (anticipatory hedge) لأصل مقصود، فإن السعر الصافي للوضعية يساوي سعر العقد المستقبلي المبدئي بالإضافة إلى الأساس (the basis) عند تاريخ الاستحقاق. يقيم السوق وعند التسوية المؤجلة عن طريق سعر العقود المستقبلية، والتي تكون مختلفة للسعر الفوري الحالي ما دامت صافي تكلفة التحمل لا يساوي صفراً (Clarke, De Silva, & Thorley, 2013, p:26).

#### 4. دراسة حالة مجموعة سوسيتيه جنرال للفترة الممتدة من 2006 إلى غاية 2020

لأجل دراسة مدى مساهمة أدوات التغطية المشتقات المالية المستعملة من طرف البنوك دولية النشاط في إجمالي التغطية، فقد تم اختيار مجموعة سوسيتيه جنرال " GROUPE SOCIETE GENERALE" باعتبارها من البنوك دولية النشاط. فهذا البنك يتواجد في أكثر من 61 دولة، حيث بلغ عدد المستخدمين 133000، وعدد الزبائن 30 مليون زبون. وقصد تدعيم ما تم تناوله في الجانب النظري، فقد تم الاعتماد على المعطيات المالية الواردة في التقارير السنوية الصادرة عن المجموعة والممتدة من سنة 2006 إلى غاية 2020.

#### 1.4 معطيات الدراسة

الجدول الموالي يوضح المعطيات المعتمدة في الدراسة التطبيقية:

الجدول 3: بيانات المعطيات المتغيرات المدروسة الوحدة: مليون أورو

2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
3306	1278	1005	1349	2091	3065	2967	4052	3935	4330	4160	5848	2655	905	670
33128	27049	17892	18882	27694	26071	30300	21257	29909	25515	17429	12909	13672	7567	6404
التكاليف الصافية للمخاطر														
الأدوات المشتقة للتحوط														

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية لمجموعة سوسيتيه جنرال

حيث:

-التكاليف الصافية للمخاطر؛ يتم توزيع صافي تكلفة المخاطر على الأقسام المختلفة بطريقة تعكس لكل منها تكلفة المخاطر الكامنة في نشاطها، خلال كل سنة مالية. يتم تسجيل الاستهلاك والمخصصات للمجموعة بأكملها في مركز الشركة.

يعرض بنك سوسيتيه جنرال صافي تكلفة المخاطر التجارية معبرا عنها بنقاط الأساس. يتم احتسابها بقسمة صافي المخصصات السنوية لمخصصات المخاطر التجارية على متوسط الفترات المتبقية في نهاية الفترة للأربعاء الأربعة التي سبقت الإغلاق. يتيح هذا المؤشر تقييم مستوى المخاطر لكل من الركائز كنسبة مئوية من الالتزامات الائتمانية في الميزانية العمومية، بما في ذلك عقود الإيجار التشغيلي. (GROUPE SOCIETE GENERALE, 2021, page:43)

دور العقود المستقبلية في التحوط من المخاطر حالة مجموعة سوسيتيه جنرال للفترة 2006-2020  
 زبير زمولي / محسن بن سليم

-الأدوات المشتقة للحوط؛ الأدوات المالية المشتقة هي أدوات مالية تتغير قيمتها وفقا لأداة أساسية وقد تكون مصحوبة بتأثير مضاعف (تأثير الرافعة المالية). تتنوع العناصر الأساسية لهذه الأدوات (أسعار الفائدة، أسعار الصرف، الأسهم، المؤشرات، السلع، التصنيف الائتماني، وما إلى ذلك) كما هي في شكلها (العقود الآجلة، عقود الصرف أو المقايضات، والشراء أو البيع ...).

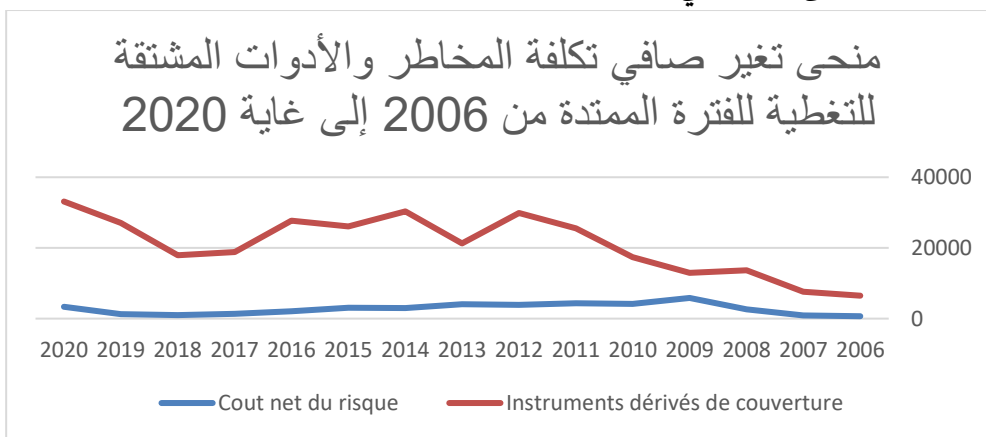
يمكن للمجموعة إبرام الأدوات المالية المشتقة كجزء من أنشطتها السوقية من أجل تقديم حلول لعملائها لإدارة المخاطر أو تحسين دخلهم. هذه هي ثم مشتقات المعاملات.

قد تدخل المجموعة أيضا في أدوات مالية مشتقة لإدارة مخاطرها والتحوط منها. هذه هي المشتقات التحوطية بعد ذلك. قد تتعلق معاملات التحوط بعناصر أو معاملات فردية (معاملات التحوط الصغيرة) أو محافظ الأصول والخصوم المالية التي تولد مخاطر هيكلية لسعر الفائدة (معاملات التحوط الكلي). يتم إدراج الأدوات المالية المشتقة للتحوط في الميزانية العمومية بقيمتها العادلة تحت عنوان مشتقات أدوات التحوط.

الغرض من علاقة التحوط هذه هو الحماية من التغيير غير المواتي في القيمة العادلة للبند الذي قد يؤثر على بيان الدخل إذا تمت إزالة البند المغطى من الميزانية العمومية.

في سياق أزمة Covid-19 ، لم تلاحظ المجموعة أي عدم فاعلية أو اختفاء لعناصر التحوط التي من المحتمل أن تؤدي إلى إنهاء علاقات التحوط الخاصة بها (GROUPE SOCIETE GENERALE,2021, page: 389-391)

الشكل 1: منحني تغير صافي تكلفة المخاطر والأدوات المشتقة للتغطية للفترة 2006-2020



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الجدول 3.

#### 2.4 تحليل المعطيات:

من الشكل يمكن تقسيم المنحنى إلى خمسة أقسام رئيسية وهي:

- من سنة 2006 إلى غاية سنة 2009؛ حيث يلاحظ ارتفاع طفيف في المتغيرات الثلاثة وذلك للظروف الطبيعية للنشاط ومحاولة التوسع.

- من سنة 2009 إلى غاية 2012؛ حيث يلاحظ ارتفاع كبير في قيمة أدوات المشقة للتغطية حيث بلغت 29909 مليون أورو سنة 2012، بعد أن كانت سنة 2009 قيمة 12909 مليون أورو أي تقريبا زادت بأكثر من الضعف وذلك للتغطية المخاطر المحتملة للأزمة المالية العالمية 2008 التي مست جميع القطاعات وبالخصوص القطاعات المالية، أما في ما يخص صافي تكاليف المخاطر فيلاحظ عليه ثبات قيمته تقريبا خلال هذه الفترة.

- من سنة 2012 إلى غاية سنة 2016؛ يلاحظ استمرار ثبات منحنى صافي تكاليف المخاطر مع وجود انخفاض طفيف، أما الأدوات المشتقة للتغطية انخفضت إلى 21257 مليون أورو سنة 2013 لترتفع بعدها إلى 30300 مليون أورو سنة 2014 لتحافظ تقريبا على هذا المستوى إلى غاية سنة 2016، ولذلك راجع للأزمة التي شهدتها العالم سنة 2014 نتيجة انخفاض أسعار المواد الأولية في السوق العالمية.

- من سنة 2016 إلى غاية سنة 2019؛ يلاحظ استقرار أو ثبات قيم المتغيرين وذلك راجع لاستقرار الاقتصاد العالمي لنفس الفترة.

- من الثلاثي الأخير من سنة 2019 إلى غاية سنة 2020؛ وبالرجوع إلى قيم متغيرا الدراسة فكليهما قد شهد ارتفاعا، فالأدوات المشتقة للتحوط فقد وصلت سنة 2020 إلى 33128 مليون أورو بعد أن كانت 17892 مليون أورو سنة 2018 أي تقريبا الزيادة بالضعف، في حين صافي التكاليف للمخاطر فهو أيضا بلغ 3306 مليون أورو سنة 2020 بعد أن كان 1005 مليون أورو سنة 2018 أي شهد زيادة بثلاثة أضعاف، وذلك راجع لما سببته جائحة كوفيد -19 من أزمة اقتصادية عالمية لم يسبق لها مثيل في حجمها. في عام 2020، شهدت معظم الدول انكماشًا حادًا في ناتجها المحلي الإجمالي أدى إلى انخفاضه بنسبة 4%، ساهمت تدابير الاحتواء التي تهدف إلى الحد من انتشار الفيروس في حدوث تباطؤ ملحوظ في النشاط العالمي في النصف الأول من عام 2020. وقد أتاحت الاستجابات الطارئة التي قدمتها السلطات العامة والبنوك المركزية في البداية، للتخفيف من الآثار الاجتماعية والاقتصادية للأزمة من خلال تجنب زيادة حالات فشل الأعمال ودعم دخل الأسر التي

أجبرت على الحجر المنزلي. سمح رفع الإجراءات التقييدية الأكثر صرامة والانتقال إلى قيود جزئية باستئناف تدريجي للنشاط اعتباراً من الربع الثاني من عام 2020، لكن نهاية عام 2020 وبداية عام 2021 اتسمت بانتعاش الوباء، مما أدى إلى قيود جديدة. مع عواقبها الاقتصادية المستحثة. على الرغم من أن النشاط الصناعي والتجارة الدولية في بداية عام 2021 يظهران مستوى قريباً من فترة ما قبل الأزمة، إلا أن بعض قطاعات الخدمات تتأثر بشكل أكبر (نقل الركاب، الإقامة، الخدمات الغذائية والأنشطة الثقافية) نظراً لحساسيتها للتدابير التي تهدف إلى احتواء جائحة.

## 5. الخاتمة

بعد التطرق لمختلف جوانب البحث، اتضح أن الأدوات المالية المبتكرة لها فعالية عندما يتعلق الأمر بتغطية المخاطر المالية أي ما سمي بإستراتيجية التغطية أو التحوط خاصة إذا تم استخدامها من طرف المؤسسة الاقتصادية بكفاءة وفعالية وذلك يتطلب أمرين هامين هما:

- القراءة الجيدة للمخاطر المتوقعة في المحيط الاقتصادي.

- التحكم الجيد في آليات الأدوات المالية المبتكرة.

ومن خلال الدراسة تم التوصل إلى النتائج الموالية:

- إدارة المخاطر هي نظام متكامل وشامل لتهيئة البيئة المناسبة والأدوات اللازمة لتوقع المخاطر المحتملة ودراستها ووضع الخطط المناسبة لها وتحديدها وقياسها وتحديد مقدار آثارها المحتملة على أعمال المؤسسة وأصولها وإيراداتها لتجنب هذه المخاطر أو لكبحها والسيطرة عليها وضبطها للتخفيف من آثارها.

- التغطية هي أداة لإدارة المخاطرة يلجأ إليها المستثمرون لتقليل المخاطر، فالتغطية هي تقليص الخسارة من خلال التنازل عن إمكانية الربح.

- المبتكرات المالية أدوات لتغطية المخاطر وتبادلها، أي أنها وسيلة لنقل الخطر من طرف مستعد لدفع علاوة لتفادي الخطر إلى طرف يقبل تحمل الخطر مقابل عائد محتمل مرتفع، هذه المخاطر متعلقة بالأنشطة الاقتصادية حيث تتمكن المؤسسات من تحقيق أهدافها بصورة أفضل وكفاءة.

- من الممكن التخلص من مخاطر الأساس، أي من مخاطر تقلب الفرق بين سعر العقد المستقبلي والسعر في السوق الآنية يرجع ذلك إلى قوة معامل الارتباط بين سعر الأصل في السوق الحاضر وسعره في العقد المستقبلي.

دور العقود المستقبلية في التحوط من المخاطر حالة مجموعة سوسيتيه جنرال للفترة 2006-2020  
زبير زمولي / محسن بن سليم

- وضعية خالية من المخاطر يقوم بإنشائها المستثمر من خلال الاحتفاظ بالأصل الأساسي وبيع عقد مستقبلي في هذه الحالة، تكون قيمة وضعية التحوط مساوية لسعر العقد المستقبلي المبدئي بغض النظر عما يحدث لاحقاً لسعر الأصل الأساسي.
- وضعية التحوط تقلل المخاطر الرئيسية لسعر الأصل الأساسي إلى مخاطر الأسعار للأساس.
- إذا كان تاريخ انتهاء العقد المستقبلي أطول من شهرين، فمن المحتمل أن لا يقترب الأساس إلى الصفر وسيظل التحوط يحتوي على بعض المخاطر الرئيسية.
- بناء على التقرير المالي السنوي لمجموعة سوسيتيه جنرال لسنة 2020 في ظل أزمة Covid-19، لم تلاحظ المجموعة أي عدم فاعلية أو اختفاء لعناصر التحوط.

## 6. قائمة المراجع:

- خالد الراوي وهب. (2008). *إدارة المخاطر المالية*. عمان: دار المسيرة للنشر والطباعة.
- سمير رضوان عبد الحميد. (2005). *المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر*. الاسكندرية: دار النشر.
- طارق حماد عبد العال. (2003). *المشتقات المالية*. عين شمس: الدار الجامعية.
- طارق حماد عبد العال. (2007). *إدارة المخاطر*. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- عبد الكريم قندوز. (2017). *الخيارات المستقبلية والمشتقات المالية الأخرى*. لندن: أي-كتب.
- محمد الصالح الحناوي. (2001). *تحليل وتقييم الأسهم والسندات*. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- محمد الصالح الحناوي، و آخرون. (2007). *الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر*. الاسكندرية: المكتبة الجامعية الحديثة.
- منير ابراهيم هندي. (1998). *الأسواق الحاضرة والمستقبلية*. الاسكندرية: المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية منشأة المعارف.
- منير ابراهيم هندي. (2003). *الفكر الحديث في إدارة المخاطر باستخدام تقنية التوريق و المشتقات المالية الجزء الثاني*. الإسكندرية: منشأة المعارف.
- Clarke, R. G., De Silva, H., & Thorley, S. (2013). *Fundamentals of futures and options*. CFA Institute Research Foundation, 3.
- GRUPE SOCIETE GENERALE.(2021). *RAPPORT FINANCIER ANNUEL 2020*. à le site:  
[https://www.societegenerale.com/sites/default/files/documents/document\\_d](https://www.societegenerale.com/sites/default/files/documents/document_d)

دور العقود المستقبلية في التحوط من المخاطر حالة مجموعة سوسيتيه جنرال للفترة 2006-2020  
زبير زمولي / محسن بن سليم

---

\_enregistrement\_universel\_2021/document\_d\_enregistrement\_universel\_2021.pdf

GROUPE SOCIETE GENERALE. RAPPORT FINANCIER ANNUEL 2006-2020. sur le site: <https://www.societegenerale.com>