

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر)

أ/بزاز حليلة

جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية. قسنطينة

الملخص:

شكلت التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة في الأسعار (أسعار السل، أسعار الأسهم، أسعار الفائدة، أسعار الصرف) خطرا كبيرا على المؤسسات الاقتصادية، إذ هدد وجودها وعرضها للإفلاس. لذا نشطت المؤسسات المالية في تطوير منتجات مالية بهدف الحماية أو تدنيّة المخاطر مما أدى إلى ظهور أدوات مالية جديدة سميت بالمشتقات المالية. غير أنه ومنذ ظهورها أثارت الكثير من الجدل حول مشروعيتها من الناحية القانونية والاقتصادية، المدافعون عنها يرون أنها أدوات لنقل المخاطر من الوحدات المنتجة كالشركات و المؤسسات التي لا ترغب في تحمل مخاطر الأسعار إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر و هي المؤسسات المالية و بيوت السمسرة الكبيرة و بذلك ترتفع إنتاجية الوحدات الاقتصادية ومن ثم مستوى الرخاء الاقتصادي. لكن المعارضين يعتبرونها أدوات للمجازفة والرهان على تقلبات الأسعار فهي تعتمد أساسا على معاملات وهمية ورقية شكلية.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، الخطر، إدارة المخاطر .

Resumé:

Les grandes fluctuations inattendu des prix (prix des biens, Prix des actions, taux d'intérêt, taux de changes) à pousser les institutions financières à créer ou développer de nouveaux produits financiers " les dérivés financiers" afin de protéger ou minimiser les risques. Dès leur apparition ces nouveaux produits ont suscité de nombreux

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/بزاز حليلة

controverse sur leur légitimité sur le cadre juridique et économique, ces partisans voient comme des outils de transfert des risques d'unités qui ne veulent ou ne peuvent pas prendre de risque des prix telles que les entreprises et les institutions, aux unités capables de prendre ce risque en charge telles que les institutions financières et maisons de courtage, ce qui va améliorer la productivité des unités économiques et le niveau de prospérité de l'économie en générale. les opposants y voient c'est produit dérivés comme des outils de risques et parie sur les fluctuations des prix, pour eux ces produits s'appuient principalement sur les transactions imaginaires.

Mots clés: les dérivés financiers, les risques, la gestion des risques..

مقدمة:

شكّلت التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة خطراً كبيراً على مؤسسات الأعمال إذ هدد وجودها و عرضها للإفلاس، لذا نشطت المؤسسات المالية في تطوير المنتجات المالية بهدف الحماية و تدنيّة المخاطر، و قد أدى ذلك إلى ظهور المشتقات المالية .

غير أنه ومنذ ظهور هذه العقود في الغرب، أثارت الكثير من الجدل حول مشروعيتها، المدافعون عنها يرون أنها أدوات لنقل المخاطر من الوحدات المنتجة كالشركات و المؤسسات التي لا ترغب في تحمل مخاطر الأسعار إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر، و هي المؤسسات المالية و بيوت السمسرة الكبيرة و بذلك ترتفع إنتاجية الوحدات الاقتصادية و من ثم مستوى الرخاء الاقتصادي. لكن المعارضين يعتبرونها أدوات للمجازفة و الرهان على تقلبات الأسعار، فهي تعتمد أساساً على معاملات وهمية ورقية شكلية . وهذا هو موضوع هذه الورقة البحثية والتي قمنا بتقسيمها إلى:

-تعريف المشتقات المالية .

-أنواع المشتقات المالية.

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/بازاز حليلة

- الأهمية الاقتصادية للمشتقات المالية.

-مخاطر المشتقات المالية.

1-تعريف المشتقات المالية :

تعتبر المشتقات المالية منتجا من منتجات الهندسة المالية *وتعرف على أنها عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد)، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم و السندات والسلع و العملات الأجنبية. وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع التعاقد.¹

2-أنواع عقود المشتقات :

يمكن تقسيم المشتقات المالية إلى:

-عقود مشتقات رئيسية.

- عقود مشتقات هجينة وعقود مشتقات غريبة

*الهندسة المالية هي تصميم وتطوير أدوات مالية كما تعمل على إيجاد حلول إبداعية لمشاكل التمويل.

¹ - سميرة محسن، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية،مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير،جامعة منتوري قسنطينة،2005-2006، ص 35.

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/بازاز حليمة

2-1- عقود المشتقات الرئيسية:

للمشتقات أربعة عقود رئيسية تتمثل في :

-العقود الآجلة:

العقود الآجلة أو الأمامية هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ.¹

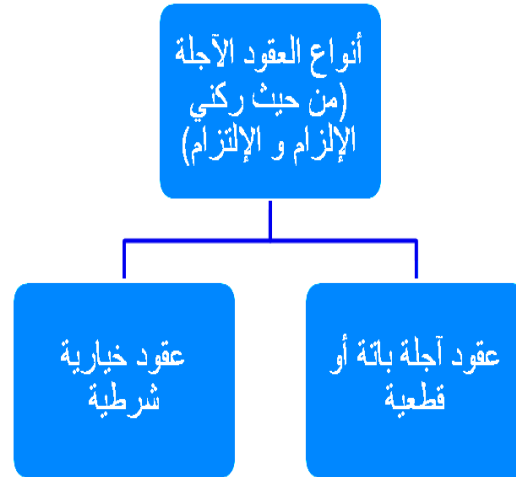
فالعقود الآجلة هي عقود على أصول مالية كالأسهم أو أصول مادية كالسلع، تسلم في تاريخ لاحق في المستقبل، كما يؤجل تسليم الثمن إلى ذلك التاريخ، فهي عقود لا تختلف من حيث حقيقتها عن العقود المستقبلية.

و تجدر الإشارة إلى أن العقود الآجلة هي عقود شخصية حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية والتي قد لا تناسب غيرهما.

هذا وللعقود الآجلة نوعان حسب مايبينه الشكل الموالي:

¹ - منير إبراهيم هندي ،إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف ، الإسكندرية، 1999، ص668.

شكل 1: أنواع العقود الآجلة



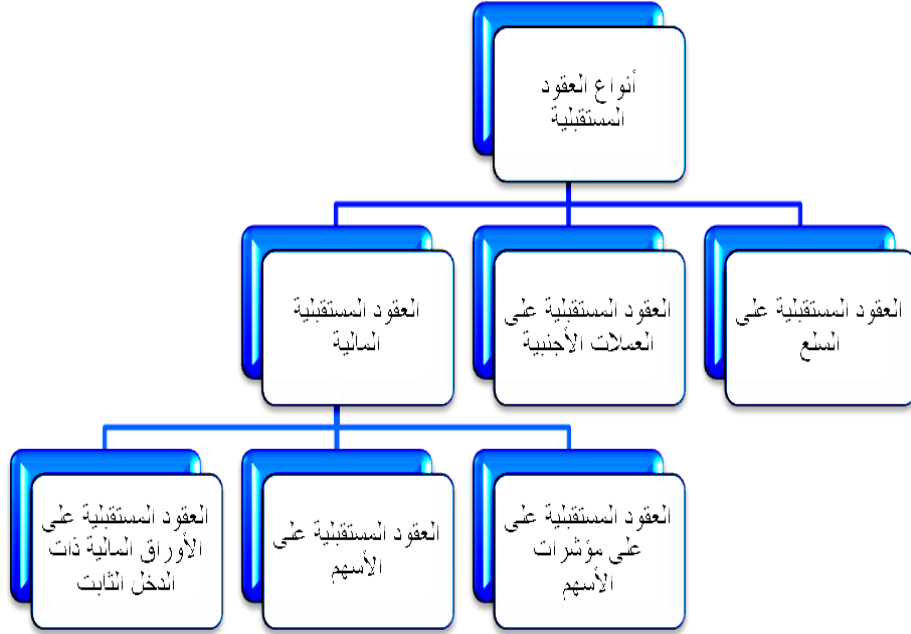
المصدر: من إعداد الباحثة

-العقود المستقبلية:

العقود المستقبلية هي عقود يتم الاتفاق فيها عند إبرام العقد على الشيء المباع، وكميته و سعره على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق في المستقبل.

ينقسم المستثمرون في هذه العقود إلى فئتين، فئة المحتاطين، و الذين يتعاملون بهذه العقود لغرض الحماية من التغيرات السعرية في المستقبل في غير صالحهم، و فئة المضاربين و الذين يتعاملون بها لغرض تحقيق الأرباح. هذا وتتنوع العقود المستقبلية إلى الأنواع التالية حسب المخطط التالي:

شكل 2: أنواع العقود المستقبلية



المصدر: من إعداد الباحثة

- عقود الخيارات:

يعرف عقد الخيار بأنه عقد يمثل حقا للمشتري (وليس التزاما) في بيع أو شراء شيء معين بسعر محدد (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية محددة، ويلزم بئحه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية.¹

¹ - شعبان محمد إسلام البر واري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، 2001، ص 222.

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/إيزاز حليمة

بدأ التعامل في الاختيارات منذ القرن السابع عشر الميلادي في الأسواق غير المنظمة ،أو ما يطلق عليها أسواق التعامل على المنضدة (over the counter)، من خلال مكاتب التجار وبيوت السمسرة حيث يعتمد السمسار إلى الإعلان عن استعداداته لمساعدة الأطراف (مشتريين ومحررين) على التفاوض لإبرام اتفاق ،فكان الغالب على هذه العقود في ذلك الوقت الصفة الشخصية وعدم النمطية، وترتب على ذلك صعوبة تداولها أثناء مدة الاختيار، لذا لم يتسم الاختيار بالسيولة.

ثم توسع التعامل في الاختيارات فشمّل العقارات والأوراق المالية في الأسواق خارج البورصة (O.t.C) حيث تم التعامل بعقود الاختيارات في الأسهم في سوق لندن للأوراق المالية في بداية عام 1820م ،وفي سنة 1860م كانت هنالك سوق الاختيارات في السلع و الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية إلا أن هذه العقود في تلك الفترة كانت غير نمطية ،حيث لم تكن لها قابلية التداول في الأسواق الثانوية (البورصة) .

أما التطور الحقيقي للتعامل في الاختيارات فقد بدأ مع التقدم الصناعي والتطور السياسي الذي شهده العقد الثامن من القرن التاسع عشر حيث ظهر أول سوق منظم للتعامل في الاختيار في مدينة شيكاغو بالولايات المتحدة الأمريكية في شهر إبريل عام 1973م، عندما أنشأ مجلس شيكاغو سوقاً متخصصاً للاختيارات (chicago board of exchange option)، فأدخل هذا السوق تعديلات جوهرية على الأسس التي يقوم عليها التعامل في الأسواق غير المنظمة ،مما جعل التعامل في الاختيار سهلاً ،لأن هذا السوق قد تخصص في الاختيارات فقط وعلى أسهم الشركات المعروفة بعد أن كانت بداية نشاط الاختيارات في أسواق السلع ،كما تم ترميط شروط التعاقد

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/باز حليمة

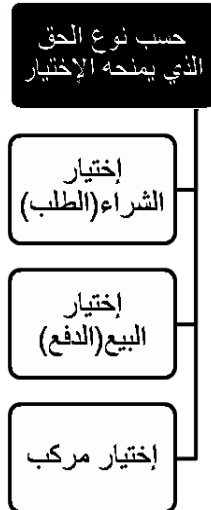
،مثل؛تتميط شروط التنفيذ،وذلك بتقسيم السنة إلى دورات ربع سنوية،وتتميط أسعار التنفيذ بجعل آحاد أسعار الممارسة الأقل من المائة لتكون صفرا أو خمسة،وما فوق المائة يكون أحاده صفرا،وكذلك تم تحديد المسؤولية عن الصفقات ،حيث أنشأت إدارة البورصة هيئة تتولى عملية إصدار الاختيار، ولتكون وسيطا بين مشتري الاختيار ومحرره،فلم تعد العلاقة مباشرة بين البائع والمشتري،ولم يعد للصفقة الشخصية تأثير على الاختيار وسيولته وسوق تداوله.ثم انتشر التعامل بهذه العقود النمطية في الأسواق الأخرى داخل الولايات المتحدة الأمريكية،حيث بلغت عقود الاختيارات في الأسواق الأمريكية أكثر من مليون عقد يوميا.¹

تتنوع عقود الاختيارات إلى عدة أنواع حسب الاعتبارات التالية:

أ- حسب نوع الحق الذي يمنحه الاختيار:تتنوع عقود الاختيار حسب هذا الاعتبار إلى الأنواع التالية:

¹ - خورشيد أشرف إقبال الندوى ،سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية المصرية،رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه،جامعة القاهرة،كلية دار العلوم، 2005،ص 427-428.

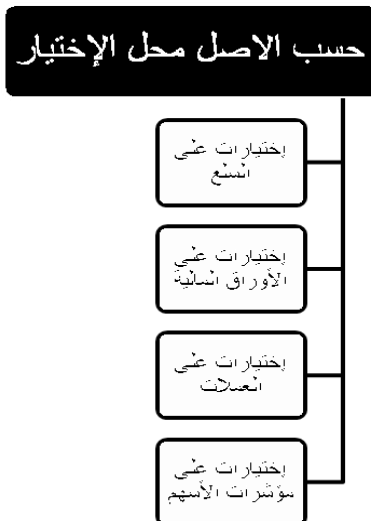
شكل 3: أنواع عقود الاختيارات حسب نوع الحق الذي يمنحه الاختيار



المصدر: من إعداد الباحثة

ب- حسب الأصل محل الإختيار: تتنوع عقود الإختيار حسب هذا المعيار إلى الأنواع التالية:

شكل 4: أنواع عقود الإختيار حسب الأصل محل الإختيار

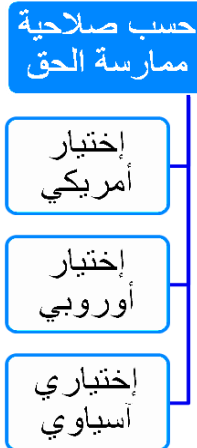


المصدر: من إعداد الباحثة

ت-حسب صلاحية ممارسة الحق:

تتنوع عقود الاختيار حسب هذا المعيار إلى الأصناف التالية:

شكل 5:أنواع عقود الاختيار حسب صلاحية ممارسة الحق



المصدر: من إعداد الباحثة

ث-حسب الغطاء:

تتنوع عقود الاختيار حسب الغطاء إلى:

شكل 6:أنواع عقود الاختيار حسب الغطاء



المصدر: من إعداد الباحثة

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/بازاز حليمة

- عقود المبادلة:

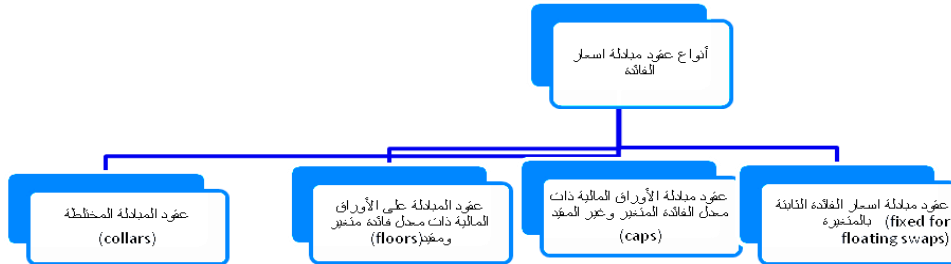
عقد المبادلة هو عقد يبرم بين طرفين يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية.¹ وله أنواع عديدة لعل من أهمها وأكثرها شيوعاً مايلي:

- عقود مبادلة أسعار الفائدة؛

- عقود مبادلة العملات .

هذا ولعقود مبادلة أسعار الفائدة أنواع عديدة يمكن إبرازها في الشكل الموالي:

شكل 7: أنواع عقود مبادلة أسعار الفائدة



المصدر: من إعداد الباحثة

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريث والمشتقات المالية، ج 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 9.

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/باز حليمة

2-2- عقود المشتقات الهجينة وعقود المشتقات الغريبة: ¹

مع نمو حجم المشتقات وتعدد احتياجات المستثمرين لم تعد الأنواع السابقة للمشتقات كافية لتلبية هذه الاحتياجات، لذا ظهرت الحاجة إلى استحداث أدوات جديدة تتمثل في:

- عقود المشتقات الهجينة: وهي عبارة عن مزيج لعدد من عقود المشتقات على نفس الأصل؛

- عقود المشتقات الغريبة: تعتبر هذه العقود ثمار التجديدات المالية الموجهة لرفع عدد العملاء المحتملين. ومن بين أهم هذه المنتجات؛ الخيارات على المتوسط، الخيارات بحاجز.....

3- تطور حجم التعامل بالمشتقات المالية:

بدأ التعامل في المشتقات منذ أوائل السبعينات مع التقلبات الحادة التي شهدتها عديد من الأسواق المالية فيما يتعلق بمعدلات العائد وأسعار الصرف و أسعار الأسهم، والتي أدت إلى ارتفاع درجات المخاطرة وانتعاش عمليات المضاربة، مما أدى إلى البحث عن أدوات معينة تكفل الحماية من المخاطر المرتبطة بتلك المعدلات والتحوط ضدها؛

ولقد تصاعد حجم التعامل في أدوات المشتقات خلال الثمانينات، وبشكل واضح خلال التسعينات، نظرا لزيادة هذه المخاطر مع تزايد اللجوء إلى التمويل من خلال الأسواق المالية الدولية - والذي أدى بدوره إلى ترابطها- خاصة في ظل التطور الهائل في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات و ما يتبعه من شفافية للمعلومات، فضلا عن برامج التحرر

¹ - للمزيد من التوسع أنظر سميرة محسن، مرجع سابق، ص 89-93

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/بازاز حليمة

المالي والحد من القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال بين هذه الأسواق.¹

وحسب الـGAO (General Accounting Office) للكونغرس الأمريكي عرفت الأسواق المشتقة (خارج الخيارات في الأسواق غير المنتظمة، والعقود الآجلة) بين عامي 1989 و1992 نموا وصل 145% في نهاية السنة المالية 1992. ويبين الجدول الموالي تطور قيمة المبالغ غير المسددة للمشتقات المالية في الأسواق غير المنتظمة.

جدول رقم 1

إجمالي قيمة المنتجات المشتقة في الأسواق غير المنتظمة

الوحدة: بليون دولار

| نوع المشتق | جوان 2007 | ديسمبر 2007 | جوان 2008 | ديسمبر 2008 | جوان 2009 |
|-----------------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|
| عقود العملات الأجنبية | 48.645 | 56.238 | 62.983 | 44.200 | 48.775 |
| عقود أسعار الفائدة | 347.312 | 393.138 | 458.304 | 358.896 | 437.198 |
| الأسهم المرتبطة بعقود | 8.590 | 8.469 | 10.177 | 6.159 | 6.619 |
| عقود السلع | 7.567 | 8.455 | 13.229 | 3.820 | 3.729 |

¹ - هبة محمود الطنطاوي الباز، التطورات العالمية و تأثيرها على العمل المصرفي واستراتيجية عمل البنوك في مواجهتها مع إشارة خاصة لمصر، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2003، ص 23.

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/باز حليمة

| | | | | | |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------------------------|
| 36.046 | 41.883 | 57.403 | 58.244 | 42.581 | مقايضات مخاطر الائتمان |
| 72.255 | 65.413 | 81.719 | 71.194 | 61.713 | غير مخصصة |
| 604.622 | 547.371 | 683.814 | 595.738 | 516.407 | إجمالي العقود |

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصائيات بنك التسويات
الدولية جوان 2009

4- الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات: ¹

إن للمشتقات المالية أهمية كبيرة نوجزها فيما يلي:

4-1- 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.

4-2 - أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر: من أبرز

وظائف عقود المشتقات أنها تزود المتعاملين عما 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 تظاهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين.

¹ - للمزيد من التوسع راجع منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص12-ص24

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/باز حليمة

4-3- 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.

4-4- إتاحة فرص استثمارية للمضاربين: إن المضارب يحاول تحقيق

الأرباح من خلال توقعاته بشأن الأسعار ولذلك فإن 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، هذا يعني أنه يزيل عدم التأكد لدى الطرف الآخر بما يتيح له فرصة أكبر لتركيز جهوده في أمور أخرى .

4-5- تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد: يتميز

التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه فيه، 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

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/إيزاز حليمة
الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل من
السوق الحاضر.

4-6- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية: ميزة أخرى لعقود
المشتقات هي سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية نظرا لمرونتها إضافة إلى
سيولتها المتميزة.

5- مخاطر التعامل في المشتقات المالية:

رغم أن التعامل في المشتقات يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في
العائد و أسعار الصرف و أسعار السلع إلا أنه و بحكم طبيعة هذه الأدوات و
ارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها، ويمكن القول أنه هناك
مجموعتين من المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات:

5-1- المخاطر التقليدية: وهي مخاطر تشترك فيها المشتقات المالية
مع غيرها من العقود و الأدوات المالية الأخرى و نجد منها:

- **مخاطر السوق:** تتعلق هذه المخاطر أساسا بالتقلبات غير المتوقعة
في أسعار عقود المشتقات والتي ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار
الأصول محل التعاقد، كما قد تتجم تلك المخاطر من نقص السيولة الذي يؤدي
بدوره إلى تدهور أسعار بعض الأصول وعدم إمكانية إبرام عقود مشتقات
للتحوط ضد احتمال استمرار هذا التدهور ومن هنا ينبغي تشخيص عناصر
هذه المخاطر معرفة كيفية تفاعلها مع بعضها البعض حتى يمكن تقديرها
وتحديد الأدوات التي يمكن استخدامها كوقاء منها¹

¹ - هبة محمود الطنطاوي الباز، مرجع سابق، ص 35-36

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/إيزاز حليمة

- **المخاطر الائتمانية:** تنشأ هذه المخاطر عن عدم وفاء أحد طرفي العقد بالتزاماته التعاقدية المحددة في العقد المشتق وجدير بالذكر أن هذا النوع من المخاطر يعد أكثر انتشاراً في الأسواق غير المنظمة، ويمكن مواجهة المخاطر الائتمانية لهذه المشتقات من خلال تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بسقوف معينة لهذه المخاطر¹.

- **المخاطر التشغيلية أو التنظيمية:** المخاطر التنظيمية هي تلك المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي تتحملها المنشأة نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة وتشغيل عقود المشتقات داخل المنشأة نفسها، وكذلك كما هو الحال في غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للمنشأة².

- **المخاطر القانونية:** وتنشأ عن عدم القدرة على تنفيذ عقود المشتقات نتيجة سوء توثيقها أو نتيجة عدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات الضرورية للتعاقد والوضع القانوني غير الأكيد لبعض المعاملات، وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس، وكذلك تؤدي التغيرات في البيئة القانونية إلى بعض المخاطر³.

¹ - المرجع نفسه، ص 36

² - أحمد صلاح، الأدوات المالية المشتقة، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة

الزقازيق، المجلد 20، ع 1، يناير 1998، ص 105

³ - هبة محمود الطنطاوي الباز، مرجع سابق، ص 37-38.

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/إيزاز حليمة

5-2- المخاطر الخاصة: وهي المخاطر التي قد توجد في أدوات مالية

أخرى إلا أنها أكثر تأثيراً على الأدوات المالية المشتقة، ونجد من ضمنها¹:

- **مخاطر الارتباط:** وهي أكثر أنواع المخاطر الخاصة بالأداة المالية المشتقة وتنتج من تغير قيمة الأداة المالية المشتقة بمعدل لا يتساوى مع معدل التغير في الأصل المالي الذي يتم حمايته وتزيد هذه المخاطر عندما يتم حماية أصل ما بأداة مالية مشتقة مختلفة في النوع أو سوق التداول عن الأصل الذي يتم حمايته.

- **مخاطر نسبة الحماية:** وتعني نسبة الحماية قيمة العقود المستقبلية أو عقود المشتقات التي يتم استخدامها للحماية مقارنة بقيمة الأصول التي يتم حمايتها، ويتم حساب هذه النسبة عن طريق معرفة معدل التغير في سعر الأصل مقارنة بمعدل التغير في العقد المشتق.

- **مخاطر السيولة:** وترجع إلى عدم القدرة على التخلص من العقد المشتق عند الحاجة إلى ذلك و خاصة العقود التي لا يتم تداولها بصفة واسعة، وغالباً ما يفرض الطرف الذي يقبل شراء العقد شروط و ضمانات كبيرة في هذه الحالة.

- **مخاطر التسعير:** حيث يحتاج تسعير العقود المشتقة إلى خبرة كبيرة و نماذج رياضية متقدمة و خاصة في تسعير المشتقات المرتبطة بالسندات، ولم يتم التوصل بعد إلى نموذج رياضي كفى لتسعير العقد المشتق بدون أخطاء.

¹ - محمد أحمد لطفي عبد العظيم أحمد، معوقات استخدام البنوك التجارية المصرية للأدوات المالية الحديثة في إدارة الأصول، دراسة تحليلية، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس، 2002، ص 136-137

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/بازاز حليلة

-مخاطر الرفع المالي: حيث تتقلب الأرباح أو الخسائر المرتبطة بالتعامل في هذه الأدوات بدرجة أكبر من تقلب إيراداتها مما يؤدي إلى تحقيق خسائر كبيرة عند حدوث تغير طفيف في إيراداتها أو تكاليفها.

6-المشتقات المالية والأزمات المالية:

لقد كانت المشتقات بشكل أو بآخر متاحة خلال العديد من السنين الماضية، كما أن المهندسين الماليين دأبوا على تطوير المنتجات المشتقة الجديدة و المعقدة و التي تبدو صعبة إن لم تكن مستحيلة الفهم. إن التوسع في المشتقات المالية عرض المتعاملين فيها لخسائر فادحة و ربما للإفلاس، والأمثلة على ذلك كثيرة نذكر منها ما يلي:

-لقد بلغت خسائر شركة procter&gamble وهي إحدى الشركات الأمريكية الكبرى المصنعة للسلع الاستهلاكية نحو 1.2 مليون دولار خلال شهر أبريل من عام 1994 من جراء المضاربة على تحركات سعر الفائدة.

-كما حققت شركة أمريكية أخرى وهي air products and chemicals خسائر خلال شهر ماي من عام 1994 بلغت قيمتها 60 مليون دولار نتيجة التعامل بالمشتقات.

-ومن ناحية أخرى قدرت الخسائر المالية التي لحقت بشركة اليابانية بحوالي 1.5 مليار دولار نتيجة الاتجار و التعامل في عقود أسعار الصرف.

-وتلك التي لحقت بشركة metallgesellschaft الألمانية بحوالي 1.4 مليون دولار .

-ووصلت الخسائر التي تحملتها إحدى الشركات المتخصصة في الأوراق المالية وهي PaineWebber إلى حوالي 268 مليون دولار بين شهري

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/إيزاز حليمة
جوان وبداية سبتمبر 1994 والتي نتجت عن دعم إحدى صناديقها الاستثمارية
في تجارة المشتقات.

-وتجاوزت خسائر بنك kiddler peabody وهو أحد بنوك الاستثمار
الأمريكية نتيجة قيامه بعملية شراء و بيع المشتقات في أحد صناديقه
الاستثمارية حوالي 4 ملايين دولار خلال شهر أوت 1994.

-وتعد أزمة بنك barings من الأزمات الشديدة لما لها من آثار و
انعكاسات ممتدة و متشعبة على النشاط المصرفي في كثير من دول العالم
وتعود تلك الأزمة إلى قيام أحد فروع هذا البنك والكائن في سنغافورة بالمضاربة
في سوق العقود الآجلة، وخاصة عقود الخيارات والعقود الآجلة المتداولة في
بورصتي أوساكا اليابانية و سيمكس السنغافورية، في الوقت الذي جاءت فيه
اتجاهات السوق عكس توقعاته في ظل غياب عملية الرقابة على عمليات تلك
السوق من قبل ادارة البنك ¹ .

-الأزمة المالية الحالية:

يواجه العالم اليوم أزمة عالمية تعد الأسوء منذ أزمة الكساد العظيم ، إن
هذه الأزمة ضربت الاقتصاد العالمي بصورة واضحة في الربع الأخير من سنة
2008 وخاصة بعد انفجار أزمة الرهونات العقارية الأمريكية، وأدت إلى إفلاس
العديد من المؤسسات المالية و المصرفية ،ويرجع الكثيرون سبب الأزمة المالية
الحالية بشكل عام إلى طبيعة النظام الاقتصادي الرأسمالي و آليات
عمله،ويمكن حصر أهم أسباب هذه الأزمة في النقاط التالية:

¹ - هبة محمود الطنطاوي الباز، مرجع سابق، ص 38-39

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/إيزاز حليلة

*الإفراط في منح القروض الأقل جودة(القروض الرديئة)

*التغيير في معدلات الفائدة

*الزيادة الهائلة في توريق الديون العقاريةSecuritization

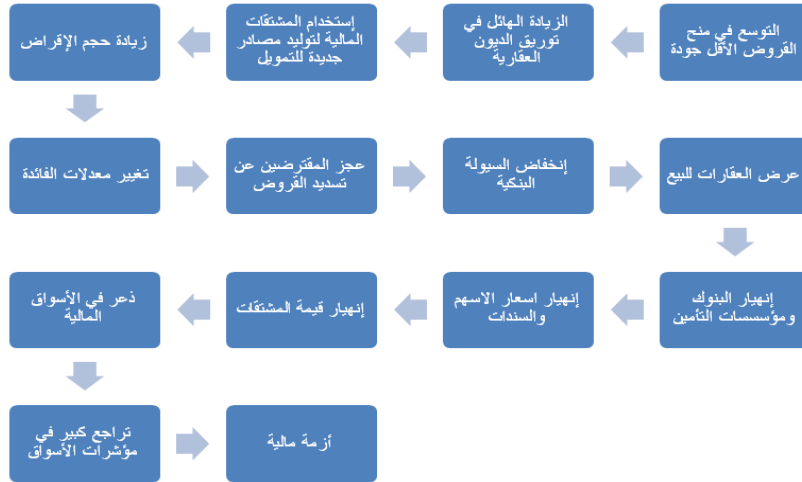
*التعامل في المشتقات المالية

*نقص الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية الوسيطة

لقد تعرضت أسواق المشتقات المالية العالمية لهجوم مستمر منذ بدء الأزمة الائتمانية وفضلا عن تعرضها لانتقادات حادة حيث ألقى العديد من المعلقين اللائمة على بعض منتجات المشتقات المالية غير الاعتيادية والتي ساهمت بدورها في تعميق أثر الأزمة المالية ،فقد تقلصت أسواق المشتقات بشكل سريع في بعض القطاعات .¹

ويبين المخطط الموالي مساهمة المشتقات المالية في تعميق الأزمة

الحالية: شكل 8: مساهمة المشتقات المالية في تعميق الأزمة المالية



المصدر: من إعداد الباحثة

¹ - جيف سنغر الأزمة تعزز دور المشتقات في إدارة المخاطر،

<http://www.mubasher.info> تاريخ زيارة الموقع 2009/09/17

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/باز حليمة

وتجدر الإشارة أن المشتقات المالية قد كبدت عدة مؤسسات خسائر كبيرة خلال الأزمة الحالية والتي نذكر من بينها:¹

- خسرت شركة التأمين الأمريكية AIG أكثر من 18 مليار دولار جراء مبادلات الدين المتأخر CDS مما دفع الخزينة الأمريكية لدعمها بمبلغ 85 مليار دولار.

- خسرت الشركة العامة societe general في بداية 2008 مامقارده 7.2 مليار دولار وذلك بسبب استخدام عقود المستقبلات .

وتجدر الإشارة إلى أنه في سنة 1994 حذر مكتب المحاسبة القومي الأمريكي من التركيز العالي لمخاطر تجارة المشتقات، وكانت 90% من المشتقات البنكية عند البنوك السبعة الكبار في أمريكا، بينما في عام 2008 أصبح 97% منها عند خمسة بنوك فقط.²

7- الموقف من المشتقات المالية:

منذ أن ظهرت المشتقات في الغرب أثارت ولا تزال الكثير من الجدل حول مشروعيتها، سواء من الناحية القانونية أو الاقتصادية. فحسب القانون فإن العقود المؤجلة التي لا يراد منها التسليم وإنما التسوية على فروق الأسعار تعد من الرهان والقمار الذي لا يعترف به القانون العام. ومن ناحية اقتصادية فإن هذا التعامل لا يختلف عن القمار لأنه لا يولد قيمة مضافة بل مجرد مبادلة

¹ - آمال حاج عيسى، فضيلة حويو، المشتقات المالية من منظور النظام المالي الإسلامي، الملتقى الدولي الثاني "الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجا"، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5/6 ماي 2009، ص13

² - التوسع في المشتقات المالية والهلع النفسي وراء توسع نطاق الأزمة المالية، <http://www.jps.dir.com> تاريخ زيارة الموقع 2009/09/17.

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/باز حليمة

يربح منها طرف ويخسر الآخر، بل قد يكون أسوأ أثراً من القمار، لأنه يتعلق بسلع وأصول مهمة ومؤثرة في النشاط الاقتصادي ويتضرر من جراء تقلباتها الكثير من الناس. ولهذا لم يكن غريباً أن أكثر مجموعات الضغط نشاطاً في السابق ضد المشتقات كان المزارعين، إذ كانوا أكثر الفئات تضرراً من هذه التقلبات. وقد جرت في الماضي عدة محاولات في الكونجرس الأمريكي لمنع المستقبليات، خاصة على السلع الزراعية، أخفقت كلها عدا المستقبليات على منتجات البصل، التي لا تزال ممنوعة إلى اليوم.¹

ويقر أغلب الكتاب الغربيين أن أدوات المشتقات من جنس الرهان، فقد ذهب Elton Gruber إلى القول "إنما العقود المستقبلية وعقود الاختيارات إنما تمثل جانب الرهان على أداء ورقة مالية أو حزمة من هذه الأوراق"، وذهب إتحاد المصارف العربية إلى القول "إن عمليات الخيار من قبيل الرهان والقمار الحقيقي وهو علم له أصوله وفنونه ولاعبوه ونتائجه". هذا وذهب عدد كبير من الكتاب إلى أن عقود المشتقات من عقود القمار فذهب بيتر دراكر إلى القول: "إن المنتجات التي ظهرت خلال الثلاثين عاما الماضية كانت في الغالب مشتقات مالية، زعموا أنها علمية، لكنها في حقيقة الأمر لم تكن أكثر علمية من أدوات القمار في "لاس فيجاس" أو "مونت كارلو". بل وذهب بعض الكتاب في انتقاداتهم للمشتقات إلى أن المتعاملين في هذه الأسواق قد وصفوا بأنهم أكثر من مقامرین.²

¹ -سامي سويلم، المشتقات المالية أدوات للتحوط أم للمجازفة،

<http://www.isegs.com> تاريخ الإطلاع 2009/09/17

² -سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2004، ص 335-336

-موقف لجنة بازل من المشتقات:¹

انصبت معظم جهود لجنة بازل للرقابة المصرفية على دراسة المخاطر الناشئة عن الأنشطة التي تقع خارج العمليات المصرفية التقليدية (الودائع والقروض). وفي هذا الصدد توجه الإنتباه نحو أسواق المشتقات فلقد كرسّت للمشتقات بحثاً واسعاً للغاية، تم تنفيذها من قبل المؤسسات العامة والخاصة والجامعات، وذلك في أعقاب إشارات التحذير التي أطلقها الرئيس الأسبق للجنة بازل (Gerald Corrigan) سنة 1996 عندما أكد على ضرورة إهتمام الإدارات المصرفية العليا بالمخاطر الناشئة عن التعامل بالمشتقات .

-إهتمام تقرير عام 1996:

يركز هذا التقرير على المخاطر الناشئة عن أنشطة المشتقات التي يعتبر الهدف الأساسي منها هو تحويل المخاطر المرتبطة بالتقلبات في عدد من العوامل (مثل أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار أدوات الملكية، الخامات) إلى طرف آخر وبكفاءة، ومن الجدير بالذكر أن المشتقات هي شريحة فرعية من مجموعة "الفقرات الطارئة والالتزامات خارج الميزانية العمومية". ويمكن تبويب هذا التقرير الذي أعدته لجنة بازل إلى عدة أقسام يمكن ذكر بعضها :

1-تدعيم الإدارة والرقابة المصرفية على مخاطر نشاط المشتقات:

تنثير المشتقات مخاطر تشغيلية ورقابة كبيرة للمصارف كما أكد على ذلك المراقبون منذ عام 1986. لذلك فمن الضروري أن يكون لدى المصارف نظم شاملة للتأكد من قدرة مجالس إدارتها والإدارة العليا فيها على رقابة

¹ - للمزيد من التوسع راجع سميرة محسن ، مرجع سابق ، ص 54-58

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/بازار حليلة
العمليات. وفي عام 1992 عبر كوريغان عن قلقه من عدم وصول هذه الرسالة
للمصارف بالشكل المطلوب.

وبهدف التأكيد على هذه الرسالة وجهت لجنة بازل في سنة 1994
تقريرها إلى المراقبين، المتضمن المكونات الأساسية للإدارة السليمة للمشتقات
، ولقد أكدت الورقة على أن المكونات الأساسية للإدارة السليمة للمخاطرة التي
تستخدم في العمليات المصرفية التقليدية هي ذاتها قابلة للتطبيق في إدارة
أدوات المشتقات وهي:

- الاهتمام المناسب الذي تبديه مجالس الإدارة والإدارات العليا،
- الإدارة الجيدة للمخاطرة التي تحقق التكامل بين حدود المخاطرة
المعقولة والإجراءات للقياس، ونظم المعلومات والرقابة المتواصلة على
الرقابة، ونشر التقارير الدورية لفترات أقصر؛
- إجراءات الرقابة والمراجعة الشاملة.

2- إعداد ونشر التقارير الرقابية و الإفصاح العام و المحاسبة:

هناك قناعة عامة بأن المعايير الرقابية والمحاسبية ومعايير الإفصاح
العام الخاصة بالمشتقات، لا تتمتع بالشمول والتناسق والدلالة المعلوماتية كما
يجب لذلك فإن المقارنات الدولية المقيدة غدت صعبة فيما يخص المشتقات
ودرجة مخاطرها ما بين المصارف والمؤسسات المالية الأخرى، إذ لم تواكب
المعايير في هذا الخصوص سرعة تغيير التكنولوجيات، أو تكامل الأسواق
المالية، أو نمو المشتقات وغيرها من أنشطة التداول وهو الأمر الذي جعل
المعايير الرقابية والمحاسبية ومعايير الإفصاح غير قادرة على عرض الصورة
الدقيقة على أداء المصارف.

الخاتمة:

تناولنا في هذه الدراسة مختلف المفاهيم المرتبطة بالمشتقات المالية ،كما تناولنا أهميتها الاقتصادية وكذا مخاطرها من خلال مساهمتها في العديد من الأزمات و خلصت دراستنا إلى **بعض النتائج الهامة** من أبرزها ما يلي:

- رغم أن التعامل في المشتقات يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في العائد و أسعار الصرف و أسعار السلع إلا أنه و بحكم طبيعة هذه الأدوات و ارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها.

- إن المشتقات المالية كانت أحد أسباب العديد من الأزمات المالية،ولقد كبدت عدة مؤسسات خسائر كبيرة.

- يقر أغلب الكتاب الغربيين أن أدوات المشتقات من جنس الرهان والقمار.

- يمكن تطوير مشتقات مالية إسلامية باستخدام الهندسة المالية الإسلامية تستخدم كبديل للمشتقات التقليدية،خاصة وأن الوضع الراهن يشكل فرصة سانحة لصناعة التمويل الإسلامية للتأكيد على جدارتها.

المراجع

- 1- سميرة محسن، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2005-2006.
- 2- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف ، الإسكندرية، 1999.
- 3- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات المالية، ج 2، منشأة المعارف ، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 4 - شعبان محمد إسلام البر واري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، 2001.
- 5 - خورشيد أشرف إقبال الندوى، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية المصرية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه، جامعة القاهرة، كلية دار العلوم، 2005.
- 6- هبة محمود الطنطاوي الباز، التطورات العالمية و تأثيرها على العمل المصرفي واستراتيجية عمل البنوك في مواجهتها مع إشارة خاصة لمصر، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2003.
- 7- المشتقات المالية والهلع النفسي وراء توسع نطاق الأزمة المالية، <http://www.jps.dir.com> تاريخ زيارة الموقع 2009/09/17
- 8 - أحمد صلاح، الأدوات المالية المشتقة، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، المجلد 20، ع 1، يناير 1998.
- 9- محمد أحمد لطفي عبد العظيم أحمد، معوقات استخدام البنوك التجارية المصرية للأدوات المالية الحديثة في إدارة الأصول، دراسة تحليلية، رسالة

المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر).....أ/باز حليمة
ماجستير في ادارة الأعمال،كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس،
2002.

10- جيف سنغر الأزمة تعزز دور المشتقات في إدارة المخاطر،

<http://www.mubasher.info> تاريخ زيارة الموقع 2009/09/17

11 آمال حاج عيسى، فضيلة حويو، المشتقات المالية من منظور النظام
المالي الإسلامي،الملتقى الدولي الثاني"الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية
والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً"،المركز الجامعي بخميس
مليانة، يومي 6/5 ماي 2009.

12- سامي سويلم،المشتقات المالية أدوات للتحوط أم للمجازفة،

<http://www.isegs.com>تاريخ زيارة الموقع 2009/09/17

13-سمير عبد الحميد رضوان،المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر
ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها،دار النشر للجامعات،مصر، 2004.