الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المصارف والتأمين

دور المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدي تجاه المخاطر المالية ومدى إمكانية تطبيقها في المصارف السورية

مشروع بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية

إعداد الطالبة

دانيا ابراهيم غيا

إشراف

الدكتور: محمد ابراهيم حمره

دمشق 2013

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ

سورة البقرة الآية 32

صدق الله العظيم

أتوجه بالشكر والتقدير والعرفان للدكتور **محمد حمره** لقبوله الإشراف على الرسالة، ولما قدمه من توجيه ونصح وإرشاد لإنجاز هذا البحث ورفع مستواه العلمي.

كما أتقدم بالشكر والامتنان لأعضاء اللجنة الأفاضل الأستاذ الدكتور أكرم حوراني والدكتور رغيد قصوعه، للجهد المبذول في قراءة البحث وتحكيمه.

الإهداء

إلى الحبيبة الصامدة .....

سورية

إلى حماة الديار، رجال الحق .....

أبطال الجيش العربي السوري

إلى الحنونة الغالية المكافحة.....

والدتي (حفظها الله)

إلى من تختلج قلبي لذكراه .....

والدي (رحمه الله)

إلى كل من ساندني ودعمني وشجعني .....

إخوتي و أصدقائي

الفهرس

الفصل التمهيدي

المقدمة 2

مشكلة البحث 3

أهمية البحث 3

أهداف 4

محددات 4

فرضيات 4

منهجية البحث 5

الدراسات السابقة 5

الفصل الأول

المشتقات المالية– مفهومها– تطورها– أنواعها

المبحث الأول: ماهية المشتقات المالية وأهميتها 11

التعريف بالمشتقات المالية 12

خصائص المشتقات المالية..... 14

استخدام المشتقات المالية 16

أسواق المشتقات المالية 16

ميزات التعاقد وفق المشتقات المالية 20

المبحث الثاني: مراحل تطور عقود المشتقات المالية 23

الهندسة المالية ودورها في صناعة عقود المشتقات المالية 24

تطور عقود المشتقات المالية 26

المبحث الثالث: الأنواع الرئيسية لعقود المشتقات المالية 30

العقود الآجلة 31

العقود المستقبلية 39

عقود المبادلات 50

عقود الحدود العليا والدنيا cabs and floor 66

عقود الخيارات 68

مقارنة بين الأنواع الرئيسية للعقود المشتقة 81

المبحث الرابع: المتعاملون بالعقود المشتقة 83

المتحوطون 84

المضاربون 85

المراجحون 87

الفصل الثاني

دور المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدي

المبحث الأول: ماهية المخاطر المالية وأنواع المخاطر التي تتعرض لها المصارف 89

ماهية المخاطر 89

إدارة المخاطر 90

أنواع المخاطر المصرفية 94

المبحث الثاني: أهمية إدارة المخاطر المصرفية وقياسها 97

أهمية إدارة المخاطر المصرفية 98

الأنشطة التي تتضمنها إدارة المخاطر المصرفية 98

قياس المخاطر 99

المبحث الثالث: آلية عمل المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدي والآثار المترتبة عليها 101

مفهوم التحوط وأهميته 102

أثر استخدام العقود المشتقة الأساسية كأدوات للتحوط التعاقدي 102

الفصل الثالث

إمكانية تطبيق المشتقات المالية في المصارف السورية

المبحث الأول: نظرة حول البيئة التشريعية والقانونية المتعلقة بالمصارف السورية .. 116

لمحة عن التطور التاريخي للقطاع المصرفي في سورية 117

البيئة التشريعية والقانونية للعمل المصرفي في سورية 120

المبحث الثاني: أهمية تبني المشتقات المالية من قبل المصارف السورية 122

ضرورات التطوير والتعامل بالمشتقات المالية في المصارف السورية 123

الصعوبات والعوائق 130

النتائج والتوصيات

قائمة المراجع

فهرس الجداول

الجدول(1): تصنيف عقود الخيارات حسب عوائدها 77

الجدول(2): أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية 81

الجدول(3) : أوجه الاختلاف بين عقود الاختيار والعقود المستقبلية 82

الجدول(4): إستراتيجية حقوق الاختيار المنتشرة 107

الجدول(5): إستراتيجية Bear Spreads 108

الجدول رقم(6): إيضاحات حول البيانات المالية المتعلقة بالمشتقات المالية لبنك الدوحة مقدرة بآلاف الريالات 128

فهرس الأشكال

الشكل (1-1): حجم التعاقد على المشتقات المالية في السوقين النظامي والغير نظامي 18

الشكل(1-2): نمو سوق المشتقات المالية مقارنة بسوقي الأسهم والسندات 29

الرسم البياني(1-3): متخذ المركز طويل الأجل 33

الرسم البياني(1-4): متخذ المركز طويل الأجل 33

الرسم البياني(1-5): أرباح وخسائر متخذ المركز طويل الأجل 34

الرسم البياني(1-6): الشركة التي اتخذت المركز طويل الأجل 36

الرسم البياني(1-7): البنك الذي اتخذ المركز قصير الأجل 37

الشكل(1-8): شراء خيار شراء 73

الشكل(1-9): بيع خيار الشراء 74

الشكل(1-10): شراء خيار بيع 76

الشكل(1-11): بيع خيار بيع 77

الشكل(2-1): التغطية باستخدام عقود اختيار الشراء 104

الشكل(2-2): التغطية باستخدام عقود اختيار البيع 106

شكل(2-3): استراتيجية (Bull Spreads by Call Option) 107

الرسم البياني(2-4): استراتيجية (Bear Spreads by Call Option) 108

الرسم(2-5): أثر العقود المستقبلية على الهامش المتوقع للمصرف 110

الشكل (3-1): الجهاز المصرفي السوري 119

الشكل (3-2): تطور أرباح بنك الدوحة 129

الفصل التمهيدي

الإطار العام للبحث

تتناول الباحثة في هذا الفصل الإطار العام للبحث وفقاً لطبيعة المشكلة، أهمية وهدف البحث، الدراسات السابقة إضافة إلى فرضيات ومنهج البحث.

1-مقدمة Introduction

تعتبر الأدوات المالية منتجات يتم التعامل بها في الأسواق المالية بهدف تحقيق عوائد معينة لمقتنيها. بالتالي فإن المستثمر يفاضل بين الأدوات المتاحة له بناءً على عوائد هذه الأدوات كأن يستلم تدفقات نقدية منتظمة، أو يحقق أرباح رأسمالية، أو يقلل نسبة المخاطر المتوقعة. ونظراً للتغيرات المستمرة في رغبات واحتياجات المستثمرين في الأسواق المالية وعامل المنافسة فيما بينهم من جهة، و التطور اللاّفت في التكنولوجيا المتبعة في هذه الأسواق من جهة ثانية كان لابد من تطوير الأدوات المالية القديمة وتحديثها وابتكار أدوات مالية جديدة تتماشى مع تلك التغيرات وتحقق الأهداف المطلوبة للمستثمرين. إن من أهم هذه الابتكارات هي الأدوات المالية المشتقة أو المشتقات المالية التي اكتسبت أهمية متزايدة في السنوات الأخيرة الماضية ليس فقط كمصدر للربح، إنما أيضاً كأدوات لإدارة المخاطر حيث بالإمكان استخدامها لنقل المخاطر إلى من يرغب بتحملها أو يمكنه تحملها. ذلك أن أي ربح يرافقه درجة معينة من المخاطر بالتالي فإن إدارة المخاطر تعتبر موضوعاً جوهرياً للمستثمرين كأفراد أو كمؤسسات مالية أو مصرفية والإدارة الناجحة هي القادرة على توقع التغيرات المحتملة وخصوصاً التغيرات ذات التأثير السلبي عليها، ووضع خطط وبرامج لمواجهة تلك التغيرات أو تجنبها. وانطلاقاً من الأهمية التي اكتسبتها المشتقات المالية كأدوات في التحوط التعاقدي جاءت هذه الدراسة لتناقش الآثار الإيجابية للتحوط باستخدام هذه الأدوات وانعكاساته على النشاط المصرفي بشكل خاص. إضافة إلى عرض إمكانية تطبيقها في المصارف السورية. خصوصاً في ظل الانفتاح الاقتصادي والتطورات العديدة والمتلاحقة التي يشهدها القطاع المصرفي وما يرافقها من مخاطر ناجمة عن التقلبات في أسعار الصرف ومعدلات الفائدة، مما بات يفرض على هذه المصارف تبني استراتيجيات وأساليب تمكنها من تجنب تلك المخاطر أو تخفيفها بما يضمن لها الاستمرارية والارتقاء إلى المنافسة العالمية.

2-مشكلة البحث Problem of Research

تعمل المصارف السورية في محيط يتيح لها الكثير من الفرص الاستثمارية، لاسيما أن المناخ الاقتصادي العام في سورية يمتاز بمزايا عديدة خصوصاً في ضوء الانفتاح الاقتصادي والتشريعات المحفزة للاستثمار.

بالتالي فإن سلامة واستقرار هذا الجهاز المصرفي يتعلق بشكل كبير بالسياسات والأنظمة السليمة التي تتبناها المصارف لإدارة المخاطر على اختلافها، بما يتوافق مع القواعد والمعايير الدولية والنمو الاقتصادي في البلد، ويعزز قدرتها التنافسية ويزيد ثقة الجمهور المتعامل بها.

بناءً على ما سبق تكمن مشكلة البحث في الإجابة عن التساؤلات التالية:

1) ما هي المشتقات المالية؟
2) ما هي المخاطر المالية وكيف يمكن التحكم بها؟
3) كيف يمكن أن تعمل المشتقات المالية كأدوات للتحوط تجاه التقلبات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف؟
4) ما هي متطلبات ودواعي استخدام المشتقات المالية في المصارف السورية؟
5) ما مدى استعداد المصارف السورية ككل لتطبيق المشتقات المالية؟
6) ما هي المعوقات التي تحد من تطبيقها؟
7) ما هي النتائج المتوقعة في حال تطبيقها كأدوات تحوط؟

3-أهمية البحث Importance of Research

إن لهذا البحث أهمية تتجلى في:

1) تسليط الضوء على المشتقات المالية كأدوات تحوط تعاقدي.
2) التعرف على آليات عمل المشتقات المالية.
3) وضع إطار عام يساعد المصارف العاملة في سوريا على تطوير نظم إدارة المخاطر باستخدام المشتقات المالية.
4) تحفيز وتشجيع استخدام الأساليب المعاصرة وعلى رأسها المشتقات المالية لتجنب المخاطر أو تخفيفها.
5) إبراز أثر التعامل بالمشتقات المالية على نشاط المصارف السورية وموقعها التنافسي من خلال عرض بعض الحالات العملية، وطرح تجارب ناجحة لمصارف تبنت التعامل بهذه العقود.

4- أهداف البحث Objectives of Research

يهدف البحث إلى:

1) دراسة خصائص المشتقات المالية الشائعة الاستخدام في الواقع العملي.
2) تقديم إطار نظري يمكن من خلاله التعرف على المزايا التي يوفرها تطبيق المشتقات المالية كأداة تحوط تعاقدي في المصارف السورية.
3) فهم العراقيل التي تحول دون تطبيقها.
4) طرح بعض المقترحات التي نراها ضرورية لتطبيق المشتقات المالية بالشكل الأمثل في المصارف السورية.

5- محددات البحث

إن المخاطر التي تتعرض لها المصارف متعددة ومتنوعة كما أن تبني هذه المصارف للمشتقات المالية كأدوات تحوط تجاه تلك المخاطر يعتبر موضوعاً واسع النطاق ومتشعباً ويشمل جوانب عديدة.

وحتى يحقق هذا البحث أهدافه بكفاءة سيتم تسليط الضوء على أهم المخاطر التي تتعرض لها المصارف العاملة في الجمهورية العربية السورية، وعرض نتائج بعض المصارف الخارجية التي طبقت استخدام المشتقات المالية خلال العقد الماضي، وإمكانية تطبيق تجربتها في المصارف السورية.

6- فرضيات البحث

للتوصل إلى إجابات عن الإشكاليات التي يطرحها البحث سيتم الاستناد إلى الفرضيات التالية:

1) إن إتباع سياسات سليمة في إدارة المخاطر يؤدي إلى زيادة المكاسب التي يحققها المصرف.
2) لا يؤدي بالضرورة استخدام المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدي في المصرف إلى نمو أنشطة المصرف وزيادة قاعدة العملاء.
3) ليس هناك علاقة وطيدة بين استخدام الأدوات المالية الحديثة في المصارف وتطور النظام المصرفي ككل.
4) إن استخدام المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدي في المصرف يؤدي إلى تقليل المخاطر المستقبلية التي قد يتعرض لها المصرف.
5) إن استخدام المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدي في المصرف يؤدي إلى تحقيق مكاسب معنويةً ومادياً بعيداً عن المضاربة والمراهنات.

7- منهجية البحث:

للإجابة على التساؤلات المطروحة في مشكلة البحث والتحقق من الفرضيات، تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي. وذلك من خلال التعريف النظري بالمشتقات المالية وأسواقها وآليات تداولها، إضافةً إلى المخاطر التي تتعرض لها المصارف وإمكانية التحوط تجاهها باستخدام المشتقات المالية. كما تم عرض مجموعة من الحالات العملية لاستخدام هذه العقود وتحليل نتائج العمليات الايجابية والسلبية، إضافةً إلى تحليل نتائج استخدامها من قبل المصارف السورية في حال تم التعاقد عليها لأغراض التحوط.

8- الدراسات السابقة

- **موعد، روان**

دور المشتقات المالية في زيادة كفاءة الأسواق المالية (دراسة تطبيقية على بورصة دبي للذهب والسلع) رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2012.

بينت الباحثة أهمية التعاقد وفق المشتقات المالية وميزات استخدامها إضافة إلى دورها في الأزمات المالية. ومن أبرز توصياتها ضرورة وجود رقابه صارمة في حال تطبيقها في البورصات.

- **حاج ابراهيم، عمار**

دور البيع القصير كأحد أدوات صناديق التحوط في إدارة المخاطر (دراسة تطبيقية في سوق دبي للأوراق المالية) رسالة ماجستير، المعهد العالي لإدارة الأعمال، 2010.

تسلط هذه الدراسة الضوء على صناعة مالية حديثة تحقق عوائد مرتفعة للمستثمرين مقارنة بالاستثمارات التقليدية وتتمتع بقدر كبير من المرونة وهي البيع القصير الأجل. وتهدف إلى دراسة العلاقة السببية بين البيع القصير الأجل كأداة هامة للتحوط من جهة وعوائد الأسهم من جهة ثانية. ويرى الباحث أن بالإمكان الاستفادة من تجربة الإمارات في استخدام هذه الأدوات وتطبيقها في سوق دمشق للأوراق المالية. ذلك أن كافة الأسواق الحديثة تتشابه في بدايتها مهما اختلفت البنية المالية للبلدين. وأنه وعلى الرغم من التباين في التطور المالي والاستثماري بين السوقين فهما يتفقان بحداثتهما (ركزت الدراسة على سوق دبي في بداياته وليس الآن).

- **دراسة: الشمري، صادق**

استراتيجية إدارة المخاطر المصرفية وأثرها في الأداء المالي للمصارف التجارية، رسالة دكتوراه، جامعة حلب، 2010.

تهدف هذه الدراسة إلى قياس دور إدارة المخاطر بأنواعها المختلفة في أداء المصارف، وكانت أبرز نتائجها أن إدارة المخاطر هي المؤثر الأبرز في الموقف المالي للمصرف وهي وظيفة مهمه من وظائف الإدارة التي يمكن أن يحقق المصرف من خلالها أهدافه الاستراتيجية في النمو والمنافسة و الاستمرارية. كما أكد الباحث على ضرورة أن تتضمن إدارة المخاطر عملية قياس لهذه المخاطر بصورة دقيقة ومستمرة ومراقبة تطبيق الإرشادات والتوصيات بدقة.

- **دراسة: د. كنجو، كنجو**

إصلاح النظام المصرفي السوري، المؤتمر العلمي الرابع للريادة و الإبداع، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 2005.

تتناول هذه الدراسة أهم المشكلات التي تعيق تطور النظام المصرفي السوري وأهمها المشكلات الاقتصادية القانونية والإدارية والتكنولوجية. يرى الباحث أن عملية الإصلاح تتطلب مواكبة التطورات والتغيرات في عالم الاقتصاد والأسواق المالية.

وخلص إلى أن من عوامل تطور النظام المصرفي هي تطور الخدمات المصرفية المقدمة للعملاء وتنويع الأوراق المالية المتعامل بها والاعتماد على التكنولوجيا والتقنيات الحديثة لجذب العملاء. وبالتالي ضرورة امتلاك المصارف السورية منظومة متكاملة من الخدمات التقليدية والغير تقليدية.

- **دراسة: أبو كمال، ميرفت**

الإدارة الحديثة لمخاطر الائتمان في المصارف وفقاً للمعايير الدولية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.

تنبع أهمية هذه الدراسة من كونها:

1. تحاول وضع إطار متكامل يساعد المصارف العاملة في فلسطين على تطوير نظم إدارة المخاطر الائتمانية مستندة إلى المعايير الدولية لكفاية رأس المال (بازل 2).
2. تشجيع استخدام الأساليب المعاصرة في تحديد وقياس المخاطر الائتمانية في المصارف الفلسطينية.

3. تحفيز المصارف العاملة في فلسطين على تطوير نظم المحاسبة والمعلومات وزيادة درجة الإفصاح.

- **دراسة: عصماني، عبد القادر**

أهمية بناء أنظمة لإدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمات المالية، الجزائر، 2009.

توصلت هذه الدراسة إلى أن استعانة المؤسسات بالأدوات المالية الحديثة كالمشتقات المالية يمكن إن يمنحها فرصة أقل للتعرض لصدمات معينة على مستوى القطاع والسوق. وأكدت على ضرورة بناء أنظمة لإدارة المخاطر يعتمد على المعايير المعمول بها في الدولة لتوطيد عملية تفادي المخاطر المشتركة.

- **دراسة: العتباني، فيصل**

مسؤولية البنوك تجاه المخاطر المالية، دور الإشراف الرقابي في تقليص المخاطر المالية، مجلة البحث العلمي، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، 2007.

كان أهم نتائج هذه الدراسة:

1. ضرورة التزام المؤسسات المالية بتطبيق معايير بازل ومبادئ الرقابة الفعالة.
2. ضرورة الرقابة والمراجعة القانونية لأعمال البنوك.
3. ضرورة إتباع مناهج وآليات علمية سليمة لإدارة المخاطر المالية ومعالجتها.

- **دراسة: بلعزوز بن علي**

استراتيجية إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة البحث العلمي العدد (7)، جامعة الشلف، الجزائر، 2009.

تناول الباحث أهم أنواع المخاطر التي تتعرض لها الأنشطة الاقتصادية وخصوصاً المصارف والمؤسسات المالية، إضافة إلى استراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر باستخدام المشتقات المالية.

وخلص الباحث إلى أنه ورغم الجدل الكبير المثار حول مشروعيتها سواء القانونية أو الاقتصادية، إلا أنها أدوات جيدة لنقل المخاطر والتسويات على فروق الأسعار. مما يرفع إنتاجية الوحدة الاقتصادية ويحقق لها التقدم.

- **دراسة: الأسرج، حسين**

دور أسواق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر، 2002.

تناول الباحث ضمن هذه الدراسة الأدوات المالية الحديثة المتداولة في أسواق المال العالمية وأهمها المشتقات المالية وبين أهميتها في الحد من المخاطر وزيادة الإيرادات. و رأى أن دخول المشتقات المالية إلى الأسواق المصرية يعد نتيجة حتمية لتطور السوق المالية المصرية وارتباطها بالأسواق العالمية.

وخلص إلى أن استخدامها الرشيد له دور كبير في إدارة المخاطر المستقبلية، دون أن تلغيها إنما هدفها إعادة توزيعها مقابل ثمن متفق عليه. كما خَلص إلى أنها أداة فعالة لتجزئة المخاطر على الراغبين بذلك. ومن ناحية أخرى فإنها تجلب إيرادات جديدة وتوفر التنوع في المحافظ الاستثمارية وزيادة عدد المتعاملين مع المؤسسات المالية، بالتالي زيادة العوائد والرسوم نتيجة تزايد كفاءة ونوعية الخدمات التي تقدمها تلك المؤسسات.

- **دراسة: خليفة، يسري**

العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية العدد (1) المجلد (46)، جامعة الاسكندرية، 2009.

تناول الباحث بداية مجموعة من العوامل المؤدية لتطور الابتكار المالي وظهور المشتقات المالية. ثم اختار عينة من المؤسسات المالية التي تتعامل بالمشتقات المالية و طبق عليها أسلوب الانحدار المتعدد بين مجموعة من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع الذي تمثل بدرجة تبني استخدام المشتقات المالية.

وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من: درجة الرفع المالي، مجموع الأصول وقرار التداول وبين درجة تبني استخدام المشتقات المالية.

- **دراسة: بوعافيه، سمير و فريد، مصطفى**

التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، الجزائر، 2009.

يرى الباحث أن القطاع المالي والمصرفي لعب دوراً كبيراً في الأزمة المالية نتيجة زيادة حجم الأصول المالية المتداولة وتنوعها وبشكل مستقل عن الاقتصاد العيني.

وقد ظهرت المشتقات كنتيجة حتمية لتطور النظام المالي على المستوى العالمي.

وخلص إلى أن هذه الأدوات تنطوي على مخاطر كبيرة لأن التعامل بها لا يتم على أساس الاقتصاد الحقيقي وإنما على أساس الرهان والمضاربة وهو ما زاد من حدة الأزمة المالية. وأوصى الباحث بضرورة إيجاد أدوات مالية أقل خطورة واستحداث مشتقات مالية إسلامية بعيدة عن المضاربة والرهان.

- **دراسة: د. سحنون، محمود و أ. محسن، سميرة**

مخاطر المشتقات المالية ودورها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، الجزائر، 2009.

يعتبر الباحث أن المشتقات المالية وعلى الرغم من الهجوم الذي تتعرض له نتيجة المخاطر التي ينطوي عليها أسلوب المضاربة، إلا أنها تحقق العديد من المزايا للمصارف لهذا يجب استخدامها بأسلوب عقلاني، وأوصى الباحث بما يلي:

1- استخدامها للتحوط وليس للمضاربة.

2- استخدام أساليب القياس والتنبؤ بالمخاطر المرتبطة بها، ومحاولة إدارتها.

3- على المصارف أن تتفهم متطلبات الرقابة على نشاط المشتقات ومتابعة المستجدات المتعلقة بهذا الموضوع.

- **دراسة: Tuby Bersh**

دور المشتقات المالية في إحداث الأزمات، ندوة البركة للإقتصاد الإسلامي، جده، 2010.

يرى الباحث أن المشتقات المالية لعبت دوراً كبيراً في تسريع وتعقيد وترابط أسعار الأصول وبالتالي فاقمت من الاهتزازات المالية. وأن الديون والمشتقات المالية سحبت رأس المال من النشاطات الحقيقية والنافعة إلى أنشطة خفية. كما بين أن استخدامها بعيداً عن الجشع والمضاربة بغرض الحصول على المكاسب بأبسط الطرق، يجعلها أدوات جيدة في المجال التحوطي.

- **دراسة: Eqnasio de latur**

دور المشتقات في أزمة الائتمان، ندوة البركة للإقتصاد الإسلامي، جده، 2010.

بين الباحث كيف أن المشتقات المالية أسهمت بزيادة المخاطر المنتظمة وأن الخطر كان واضحاً في عقود المشتقات الأساسية. وقد عرض الباحث أساليب وطرق يمكن أن يتبعها واضعي القواعد والخطط لمنع المخاطر الهائلة الناجمة عن المضاربة بها. وأوصى باستخدامها للتحوط وليس لتعزيز المخاطر وزيادتها، وأقر بصعوبة تحقيق ذلك لأن المصارف الكبيرة تعتمد على هياكل غامضة ومعقدة تحقق لها هامشاً كبيراً من الربح.

الفصل الأول

المشتقات المالية – مفهومها – تطورها – أنواعها

تم تقسيم هذه الفصل إلى أربعة مباحث هي:

المبحث الأول: ماهية عقود المشتقات المالية وأهميتها

- ✓ التعريف بعقود المشتقات المالية.
- ✓ خصائص عقود المشتقات المالية.
- ✓ استخدامات عقود المشتقات المالية.
- ✓ أسواق المشتقات المالية.
- ✓ ميزات التعاقد وفق المشتقات المالية.

المبحث الثاني: مراحل تطور عقود المشتقات المالية

- ✓ الهندسة المالية ودورها في صناعة عقود المشتقات المالية.
- ✓ تطور عقود المشتقات المالية.

المبحث الثالث: الأنواع الرئيسية لعقود المشتقات المالية

- ✓ العقود اللآجلة Forward.
- ✓ العقود المستقبلية Futures.
- ✓ عقود المبادلات Swaps.
- ✓ عقود الخيارات Option.
- ✓ عقود الحدود العليا والدنيا Caps and Floors.
- ✓ مقارنة بين الأنواع الرئيسية للعقود المشتقة.

المبحث الرابع: المتعاملون بعقود المشتقات المالية

- ✓ المتحوطون.
- ✓ المضاربون.
- ✓ المراجحون.

المبحث الأول: ماهية عقود المشتقات المالية وأهميتها

تمهيد

نتيجة الأزمات المالية المتكررة التي عصفت بالأسواق المالية وكبدتها الخسائر، تطورت العلوم المالية وخصوصاً تلك المتعلقة بدراسة المخاطر وطرق تخفيف حدتها أو تجنبها. وكان من أبرز تلك العلوم الهندسة المالية وما نتج عنها من ابتكار لعقود ذات ميزات مختلفة تمكن المتعاملين بالأسواق المالية على اختلافهم من الاستفادة منها في حال استخدامها بالصورة السليمة. وتعتبر عقود المشتقات المالية أهم هذه الابتكارات وأكثرها انتشاراً فقد حققت أحجام تداول كبيرة مقارنة مع غيرها من العقود المتداولة في الأسواق المالية. في هذا المبحث سيتم التعريف بهذه العقود وأهم خصائصها وأسواقها وفق ما يلي:

- ✓ التعريف بعقود المشتقات المالية.
- ✓ خصائص عقود المشتقات المالية.
- ✓ استخدامات عقود المشتقات المالية.
- ✓ أسواق المشتقات المالية.
- ✓ ميزات التعاقد وفق المشتقات المالية.

1. التعريف بالمشتقات المالية

تقسم الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية إلى نوعين:

- أدوات مالية أساسية (عقود أساسية): تمثل أساس التعاملات في أسواق المال الحاضرة، ويتطلب تداولها تسليم الأوراق المالية التي تم التعاقد عليها وتسديد قيمتها خلال مدة زمنية قصيرة الأجل ومحددة في العقد. وأهم هذه الأدوات هي الأسهم والسندات.
- أدوات مالية مشتقة (عقود مشتقة): تشتق قيمتها من قيمة أصول أخرى محل التعاقد.

تعتبر المشتقات المالية من أهم الأدوات المالية المستحدثة التي تعكس رغبةً في تعظيم العائد وتقليل المخاطر لاسيما أن مدخل (عائد – خطر) يمثل مرتكزاً للمستثمرين في الأسواق المالية وبالتالي فهذا يستدعي توسيع مكونات المحفظة الاستثمارية وإيجاد بدائل للأصول التقليدية. يسميها البعض بالمطالبات المحتملة (Contingent Claims)[1]. كما يسميها البعض الآخر بأدوات التحكم بالمخاطر (instrument control risk) ويرجع ذلك إلى كون أهم استخدام لها هو التحكم بنطاق واسع من المخاطر التي تواجهها الشركات والبنوك وغيرهم من المستثمرين.

أعلن عن القاعدة الرئيسية لعمل عقود المشتقات المالية في الأسواق العالمية عام 1994م، بتقرير نشر عبر (U.S General- Accounting Office) (GAO) وتضمّن: "المشتقات المالية تعتبر أداة هامة تخدم أسواق المال العالمية وتزود المستخدمين النهائيين بفرص الإدارة الأمثل للمخاطر المالية التي يواجهونها في تعاملاتهم التجارية"[2].

وقد عرفها الدكتور منير هنيدي :"أدوات مالية تتوقف قيمتها على قيمة أصل آخر، وبعبارة أخرى أدق يتوقف العائد المتولد عنها على اتجاه سعر أصل آخر"[3].

كما عرفها الدكتور محمد مطر بأنها : "عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية والخ)"[4].

أما بنك التسويات الدولية فقد عرف العقود المشتقة بأنها:

---

[1] د. محمود داغر، محمد: الأسواق المالية–مؤسسات, أوراق، بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص124.

[2] P.Peterson, Pamela, & J.Fabozzi Series, Frank, Financial Management and Analysis, 2nd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003, P32,33.

[3] د.هنيدي، منير: إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، ج1, منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2006، ص21.

[4] د. مطر، محمد: أدوات الاستثمار، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، ص 262.

"عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المالي بحد ذاته، وكعقد بين طرفين يتضمن تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري"[1].

إذاً يمكن أن نعرف هذه العقود بأنها:

أدوات مالية مستحدثة تشتق قيمتها من قيمة أصل معين يعتبر محل العقد وبناء على هذا العقد يترتب حق لطرف والتزام على طرف آخر.

إن المنتجات المالية و الأدوات المالية المتاحة اليوم هي بكل معنى الكلمة مميزة، وتعتبر السمة الأكثر تميزاً للمشتقات المالية هي البعد الزمني أو عامل الوقت (Time Dimension) ففي المعاملات التقليدية يكون وقت التنفيذ عادة هو وقت توقيع العقد. أما في المشتقات فالمتعاقدان يتفقان على تاريخ أو تواريخ للتنفيذ[2].

وبناء على ذلك فإن مفهوم المشتقات المالية ينطوي على النقاط التالية:

1) عقد (أي اتفاق بين طرفين).
2) يتم تسويته في تاريخ محدد مستقبلاً.
3) لا يتطلب استثماراً مبدئياً أو قد يتطلب مبلغاً مبدئياً صغير نسبياً إذا ما قورن بقيمة الأصل المتفق عليه.
4) تعتمد مكاسب أو خسائر هذا العقد على القيمة التي سيصل إليها الأصل محل العقد في تاريخ استحقاق العقد.

وتتعدد أنواع العقود المشتقة وتختلف عن بعضها البعض، لهذا يمكن تصنيفها بناء على ثلاث نقاط رئيسية[3]:

1) مكان التداول: عقود مشتقه يتم تداولها فقط في الأسواق النظامية (وهنا تتصف العقــود بالمعيارية كالعقود المستقبلية). وعقود مشتقه يتم تداولها في الأسواق غير النظامية (OTC) كالعقود الآجلة.
2) نوع الأصل المتعاقد عليه: فقد يكون أصلاً مالياً أو أصلاً مادياً كالذهب.
3) من حيث اسم المنتج: إن هناك أنواع عديدة للعقود المشتقة أهمها:

---

[1] د. عبد الحميد رضوان حسن، سمير: المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 59-60.

[2] L.Cup, Christophe, Risk Transfer Derivatives in theory and practice, Jon Wiley & sons lnc., 2004, 84.

[3] Global-Derivatives-Market, study for deutsche Group, 2007, p10.

- العقود المستقبلية Futures Contracts.
- العقود الآجلة Forward Contracts.
- عقود الخيارات Option Contracts.
- عقود المبادلات Swaps Contracts.
- عقود الحدود العليا والدنيا Caps and Floors.

2. خصائص المشتقات المالية:

الأدوات المشتقة تختلف عن الأساسية في كونها قد لا تنتهي بتسليم الأصل محل العقد (إن عدداً قليلاً من هذه العقود ينتهي بتسليم الأصل)، كما أنها تعتبر أدوات خارج الميزانية لأنها وإن كانت تنشئ التزاماً مشروطاً بين المتعاقدين، إلا أنها لا تسبب أي تدفق نقدي مبدئي أو تسبب تدفق نقدي ضئيل نسبياً[1].

ومن أهم خصائصها[2]:

1) ترتبط بسعر فائدة أو سعر ورقة مالية أو سلعة.
2) تسوى مستقبلياً.
3) تستخدم للتحوط تجاه مخاطر التقلبات في أسعار الأصول مستقبلاً.
4) تتيح تحديد وتثبيت سعر الأصل محل التعاقد في الوقت الحاضر لتبالها أو تسليمها مستقبلاً.

كما توصف عقود المشتقات المالية بأنها مبادلات صفرية فربح أحد الأطراف هو خسارة للطرف الآخر[3].

إن فوائد المشتقات المالية جعلها أدوات لا غنى عنها في كل من النظامين المالي والاقتصادي العالميين، ويعود ذلك إلى أهميتها في التحوط والاستثمار[4]:

- التحوط: يقصد بالتحوط التخفيف من حدة المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون في السوق أو إزالتها وذلك من خلال القضاء على مخاطر عدم التأكد التي تصيبهم.

فمن خلال التنبؤ بأسعار الأصول المستقبلية بإمكان المتعاملين التخطيط بشكل أفضل لتدفقاتهم النقدية (الخارجة والداخلة).

---

[1] د. العلي، أحمد : إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، 2008-2009، ص 178.

[2] Global Derivatives markets, study for deutsche Group, 2007, p6-8.

[3] L.Cup, Christophe: Risk Transfer Derivatives in theory and practice, Jon Wiley & sons lnc., 2004, pxviii.

[4] Global-Derivatives-Market, study for deutsche Group, 2007, p6-8.

فمثلاً: تستخدم الشركات و المصارف العقود المشتقة للتحوط تجاه التغيرات في أسعار الصرف أو أسعار الفائدة وغيرها.

فهي بمثابة تأمين تجاه التحركات غير المرغوبة في أسعار الأصول المختلفة مما يعطي ثقة أكبر للتنبؤ، وفعالية أكبر لرأس المال المستخدم.

والمثال التالي يوضح ذلك:

معمل في لندن ينتج وحدات الطاقة الشمسية ويبيعها لشركة في ولاية كاليفورنيا الأمريكية بموجب عقد وقع في كانون الثاني عام 2008م بين الطرفين حيث تم الاتفاق على التسليم في تشرين الثاني من نفس العام و بمقابل (15 مليون $ أو 10 مليون £).

علماً أن سعر صرف الجنيه مقابل الدولار عند توقيع العقد كان 1,5 $ لكل 1 £.

ولأن المعمل يدفع تكاليف اليد العاملة والمواد الأولية بالجنيه وخوفاً من انخفاض عوائده في حال انخفاض قيمة الدولار مقابل الجنيه، دخل في عقد مشتق على الدولار الأمريكي.

وبناء على هذا العقد فهو في تشرين الثاني من نفس العام (تاريخ استحقاق العقد) ملزم ببيع (15 مليون $) في البورصة وفق سعر الصرف المتفق عليه وهو
(كل 1 £ = 1,5 $).

بالتالي وفي تاريخ الاستحقاق:

إذا انخفضت قيمة الدولار مقابل الجنيه كما توقع المعمل ليصبح
(كل 1 £ = 2 $) فان قيمة (15مليون $) ستكون (7,5 مليون £) أي خسارة بمقدار (2,5 مليون £).

إلا أنه ونظراً لتوقيعه العقد المشتق، فإنه لن يخسر وسيتقاضى من الطرف الآخر للعقد مبلغ (10 مليون £ كقيمة تعادل 15 مليون $).

- الاستثمار: يعتمد الاستثمار المباشر على وجوب التسليم والاستلام خلال مهله زمنية قصيرة كما يتطلب رأس مال كبير لإتمام الصفقة. أما المشتقات المالية قد لا تصل إلى مرحلة الاستلام والتسليم كما أنها تحتاج إلى رأس مال قليل نسبياً إذا ما قورن بحجم العقد المتفق عليه. كما تسمح المشتقات المالية بالاستثمار على أصول ومخاطر لا يمكن شراؤها مباشرة وكمثال على ذلك المشتقات الائتمانية التي توفر دفع مبلغ مالي (يشبه التعويض) إذا تخلف الدائن عن سداد قيمة سنداته في تاريخ الاستحقاق. وكمثال آخر العقود المشتقة على الطقس، فإذا ارتفعت درجة الحرارة في مكان ما أو انخفضت عن حد معين فالعقد المشتق يلزم أحد الأطراف بالتعويض للطرف الآخر.

3. استخدامات المشتقات المالية:

تستخدم المشتقات المالية لأهداف[1]:

1) إدارة المخاطر: فالمشتقات المالية أدوات لتخفيف حدة المخاطر التي يتعرض لها المتعاقدون، فالمزارع الذي يبيع القمح يدخل بعقد مشتق بغرض الحصول على قيمة مستقبلية تضمن له الحماية من مخاطر انخفاض سعرها.
2) المضاربة: تعتبر هذه الأدوات وسيلة للمراهنة وتكون مصممة لتتلاءم مع مختلف الأصول على سبيل المثال بإمكان المضارب المراهنة على مؤشر (P&S500) على قيمة ما بين 1300 و 1400 لسنة كاملة.
3) تقليل تكاليف المعاملات: فعندما يرغب مدير أحد الصناديق الاستثمارية ببيع أسهم وشراء سندات، فهذا يستلزم دفع رسوم إلى السماسرة إضافة إلى دفع التكاليف التجارية. لكن في حال قام بالمتاجرة بالمشتقات فإنه سيحقق نفس الأهداف لكن بتكاليف أقل.
4) المراجحة: وتستخدم للالتفاف على القيود التنظيمية للضرائب وقواعد المحاسبة وتعتمد بشكل أساسي على فروقات الأسعار بين الأسواق عالمياً.

4. أسواق عقود المشتقات المالية:

يتم تداول العقود المشتقة في نوعين من الأسواق العالمية هي الأسواق النظامية والأسواق غير النظامية، ونظراً لانتشارها في معظم الأسواق المالية عالمياً سيتم عرض أهم هذه الأسواق في الولايات المتحدة وأوروبا وآسيا.

4-1 أنواع الأسواق المالية التي تُتداول فيها العقود المالية المشتقة:

4-1-1 الأسواق النظامية:

هي أسواق يتم فيها التعامل بالعقود المسجلة نظامياً فيها ووفق المعايير المحددة من قبل السوق مسبقاً. حيث يتم التعامل فيها بعقود ذات خصائص نمطية موحده، ويكون دور السوق هنا هو دور الوسيط بين طرفين.

وتتكون البورصة عادة من عدد من الصالات (Floors) أو غرف التعامل (Trading rooms) تحتوي على حلقات (pit) تخصص للتعامل في العقود على سلع معينة وبالنسبة

[1] L.Macdonald, Robert: Derivatives Markets, 2nd edition, Addision Wesley, 2006, p2.

لآليات العمل داخلها فهناك نظامين للتعامل بين الأطراف البائعة والمشترية. هذه الأنظمة هي نظام المزايدة بالمناداة والنظام الالكتروني[1].

i) نظام المزايدة بالمناداة (open outcry):

ووفق هذا النظام إذا تسلم أحد السماسرة أمر البيع أو الشراء فإنه يجب أن يخبر باقي السماسرة بذلك، حيث يتم الاتصال بين المتعاملين بواسطة إشارات باليد متفق عليها مسبقاً.

فمثلاً عند رفع أصابع الكف باتجاه الوجه فهذا يعني عملية شراء، أما عندما يتم رفعها بالاتجاه المعاكس فيعني أمر بيع على وجه السرعة. أما وضع الأصابع بين الحاجبين فيعني رفع السعر بمقدار (10$).

ii) النظام الالكتروني (Electronic trading):

سرعان ما تم استبدال نظام المزايدة بالنظام الالكتروني للتداول، حيث يقوم المتعاملون بإدخال الأمر عبر لوحة المفاتيح في الحاسوب الذي يقوم بعملية الجمع بين البائع والمشتري أي يلاقي بينهما.

وكمثال عن هذه الأسواق مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT) وبورصة شيكاغو(CME). علماً أن بورصة شيكاغو كانت تستخدم نظامي التداول في عام 2003[2].

4-1-2 الأسواق غير النظامية (Over-The-Counter):

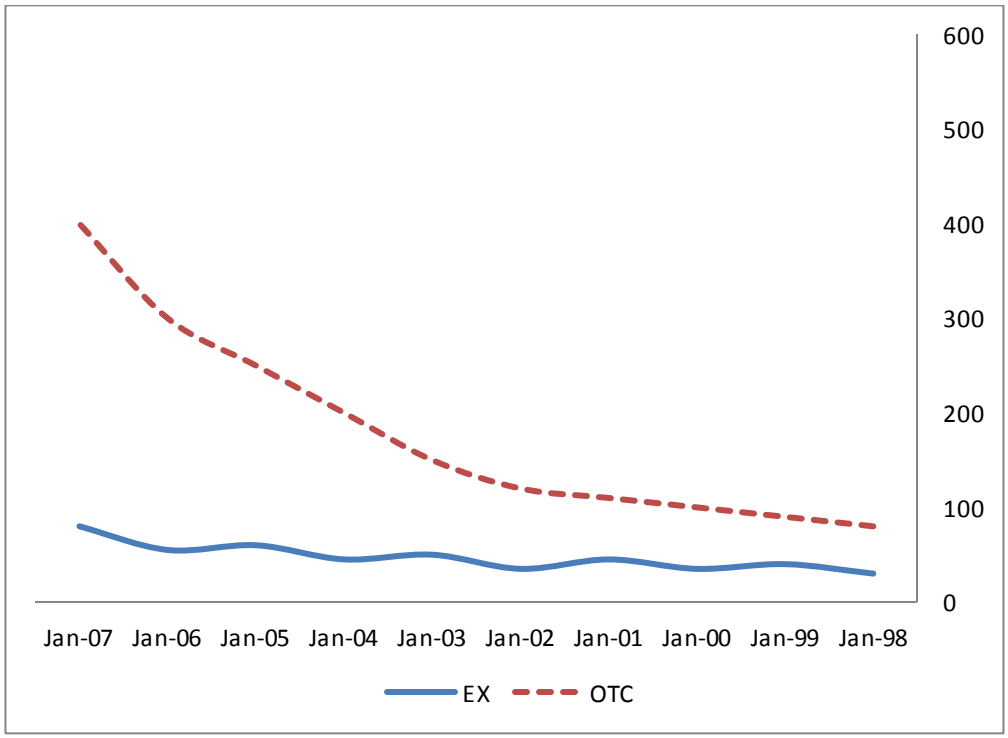
فهي الأسواق التي يتم فيها التعامل بين المؤسسات المالية أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها عبر شبكات الاتصالات المختلفة كالإنترنيت والهاتف. فهي نظام يمكن المستثمرين أو وكلائهم من المتاجرة أو تبادل الأوراق المالية دون أن يتواجدوا في نفس الموقع أو البناء، ويدعوها البعض بأسواق الأوراق المالية غير المدرجة. وعادة ما يتم تسجيل جميع هذه المكالمات حرصاً على مصلحة المتعاملين وضماناً لحقوقهم في حال نشوب أي خلاف أو سوء فهم بين الأطراف المتعاقدة[3]. وهنا لابد من التنويه إلى أنه وعلى الرغم من أن التعامل بالعقود المشتقة في الأسواق النظامية أكثر موثوقية، إلا أن حجم التعاملات عبر الأسواق غير النظامية OTC أكبر منه في النظامية.

[1] د.الحناوي، محمد: تقييم الأسهم والسندات– مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص355.

[2] M.Chisholm, Andrew: Derivatives Demystified, John Wiley & Sons Ltd, London, 2004, p 31.

[3] A.Overdahe, James: Financial Derivatives, 3rd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003, p 35-40.

والرسم البياني التالي سيوضح نمو حجم التعاملات في كلا السوقين خلال الفترة الزمنية الممتدة بين 1998–2007 م. علماً أن حجم السوق يقدر ب ترليون دولار.



الشكل (1–1): حجم التعاقد على المشتقات المالية في السوقين النظامي والغير نظامي.

المصدر: Financial Derivatives,2003, 38.

2–4 أما فيما يتعلق بأهم الأسواق النظامية التي تتداول العقود المشتقة فتتوزع في الولايات المتحدة الأمريكية و أوروبا وآسيا وسنذكر أهمها:

4–2–1 في الولايات المتحدة الأمريكية:

يوجد فيها سوقين يعتبران الأكثر أهمية في تداول العقود المشتقة وهما:

مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT)، بورصة شيكاغو للتجارة (CME) .

✓ مجلس شيكاغو للتجارة The Chicago Board Of Trade (CBOT) تأسس عام 1848م من قبل 82 من تجار شيكاغو، لتسهيل عملية التداول بين المزارعين والتجار على نحو خاص. وفي عام 1851م اكتسبت العقود الآجلة على الذرة شعبية كبيرة بين المتداولين في البورصة. وفي عام 1865م وبعد مفاوضات كبيرة تم اعتماد أسس معيارية لهذه العقود وأخذت شكل العقود المستقبلية النمطية في البورصة بشكل رسمي[1]. في البداية كان يتم تداول السلع الزراعية كالقمح والذرة

[1] M. Chisholm, Andrew: Derivatives Demystified, John Wiley & Sons Ltd, London, 2004 , p4.

وفول الصويا. ثم توسعت عمليات التداول لتشمل مختلف السلع والمنتجات بما فيها الذهب والفضة وسندات الخزانة الصادرة عن الولايات المتحدة ومنتجات الطاقة. بالنسبة لنظام التداول فيها فقد تطور من نظام التداول المفتوح (الذي يعتمد على التلاقي المباشر بين البائعين والمشترين أو ممثليهم في صالة البورصة واستخدام إشارات اليد للقيام بالصفقات) إلى نظام التداول الالكتروني. وتعد هذه البورصة من أقدم البورصات عالمياً، ويتم فيها تداول أكثر من 50 نوع مختلف من العقود (المستقبلية والخيارات) من قبل أكثر من 3600 عضو فيها[1].

- ✓ بورصة شيكاغو التجارية The Chicago Mercantile Exchange

تأسست عام 1919م حيث كان يتم تداول أنواع مختلفة من البضائع ومنها المعادن، ثم وفي عام 1972م كانت البورصة الأولى عالمياً التي تقوم بتداول العقود المستقبلية على العملات وليس على السلع المادية، وفي عام 1981م قدمت ما يعرف بالعقود المستقبلية (اليورودولار) والتي تستند بشكل رئيسي على أسعار الفائدة قصيرة الأجل على الدولار الأمريكي[2].

4-2-2 في أوروبا :

تعتبر السوق الأوربية من الأسواق الأكثر أهمية لتداول المشتقات المالية عالمياً، حيث وصل حجم التداولات فيها إلى 44% من حجم التداولات العالمية[3]. وأكبر سوقين للتداول فيها هما[4]:

- ✓ EUREX

تأسست عام 1998م عبر الاندماج بين البورصة الألمانية (DTB) وبورصة الخيارات السويسرية (SOFFEX)[5]. يتم إدارتها من قبلهما لتسهيل عمليات التداول في أوروبا. وتعد واحدة من أكثر البورصات الرائدة في التعامل بالعقود المشتقة ومن أكبرها أيضاً حيث قدر عدد العقود المشتقة المتداولة فيها عام 2003م بأكثر من مليار عقد حيث كان للسندات الحكومية الألمانية النصيب الأكبر في هذه التداولات، في حين كان عدد العقود المشتقة المتداولة في (CME) هو 640,2 مليون عقد في نفس العام. أطلقت في شباط عام 2004 نظام التداول الالكتروني المتكامل على عقود الخيارات والعقود المستقبلية.

---

[1] www.investopedia.com.
[2] M. Chisholm, Andrew: Derivatives Demystified, John Wiley & Sons Ltd, London, 2004 , p4.
[3] Global-Derivatives-Market, study for deutsche Group, 2007, p12.
[4] M.Chisholm, Andrew: Derivatives Demystified, A step-by-step guide to forwards, futures, swaps and options, John Wiley & Sons LTD., 2004 , p5.
[5] www.investopedia.com.

✓ EURONEX

أنشأت عام 2000م من اندماج ثلاث بورصات هي (بورصة أمستردام، بروكسل و باريس) مقرها الحالي في أمستردام ولها فروع في خمسة دول هي بلجيكا، فرنسا، هولندا، البرتغال و بريطانيا.

توصلت عام 2007م إلى اتفاق اندماج مع بورصة نيويورك (NYSE) وأصبحت باسم بورصة نيويورك يورونكست. تعد أكثر بورصات العالم سيولة حيث فيها ما يقارب 4000 شركة مدرجة، وتقدر القيمة السوقية الإجمالية لها30,5 ترليون دولار.

4-2-3 في آسيا:

إن أهم أسواق آسيا هي بورصة طوكيو (TIFFE) التي تأسست عام 1878م ولها مكاتب في نيويورك ولندن وسنغافورة[1].

5. ميزات التعاقد وفق المشتقات المالية

إن أبرز ميزات المشتقات المالية هي[2]:

1. المزايا التشغيلية:

تقدم أسواق المشتقات المالية العديد من المزايا العملية، حيث أنها تؤدي إلى تخفيض التكاليف المتعلقة بتنفيذ عمليات البيع والشراء وتخفض أيضاً العمولات التي يتقاضاها الوسطاء في هذه الأسواق بالمقارنة مع الأسواق الحاضرة. وهو ما يشجع المستثمرين على التعامل بها، مما ينشط التعاقد على الأصول المختلفة ويزيد من أحجام تداولها.

لكن الأمر لا يتوقف عند هذا الحد بل إن هذه الأسواق وبتكاليفها المنخفضة ستزيد من سيولة السوق وخاصة بالنسبة لبورصة العقود المستقبلية والخيارات التي تتمتع بسيولة أكبر بالمقارنة بالأسواق الحاضرة. بالرغم من أن أسواق الأسهم والسندات تتمتع بالسيولة الكاملة بالنسبة للأسهم والسندات الصادرة عن الشركات الكبرى إلا أن السوق لا تستطيع أن تستوعب دائماً الصفقات الكبرى دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير في السعر. وتعزى هذه السيولة المرتفعة إلى أن أسواق المشتقات لا تحتاج إلى استثمار مبدئي كبير للتداول بها، ما يجعل لهذه الأسواق القدرة على استيعاب المزيد من أحجام التداول. وإضافة لكل ما سبق ذكره، إن أسواق المشتقات المالية تسمح للمستثمرين

[1] Global-Derivatives-Market, study for deutsche Group, 200, p12.

[2] Dan, Chance & Robert, Break, An introduction to derivatives and risk management,7th edition,2008,p 12-14.

بالبيع على المكشوف دون قيود تعيق المستثمرين على عكس الأسواق الحاضرة التي تفرض قيوداً كثيرةً للحد من البيع على المكشوف.

2. وسيلة جديدة لاستكشاف الأسعار

تعد المشتقات المالية وبخاصة عقود المستقبليات والعقود الآجلة وسيلة فعالة للحصول على المعلومات بشأن توقعات المستثمرين بخصوص الأسعار في المستقبل أي المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر، في تاريخ التسليم. هذه كون الأسواق الحالية للأصول محل التعاقد في العقود المستقبلية هي أسواق واسعة ومجزأه فمثلاً يتم تداول الذهب والنفط والسلع في الأسواق متعددة وأصناف ودرجات جودة مختلفة، لذلك فمن المحتمل أن يكون لها أكثر من سعر واحد، هنا يأتي دور العقود المستقبلية في كونها تقوم بتجميع المعلومات عن كل أصل في عدة مجموعات، بحيث تعكس كل مجموعة سعر الأصل الحالي الذي يعتمد عليه السعر المستقبلي. بالمقابل فإن عقود الخيارات لا تقدم معلومات سعرية إنما معلومات عن تقلبات الأسعار ومخاطر الأوراق المالية في الأسواق الحاضرة.

3. المساهمة في تحقيق كفاءة السوق

تتحقق كفاءة السوق بغض النظر عن وجود أسواق المشتقات المالية. إلا أن وجود السوق الكفء لا يمنع من قيام عدد من المستثمرين بتحقيق أرباح غير عادية. ما يعني غياب قانون السعر الواحد للورقة المالية. بالتالي فإن المستثمرين سوف يستغلون هذا الخلل لتحقيق أرباح غير عادية ضمن نفس مستوى الخطر.

لكن قواعد قوانين التعاقد في هذه الأسواق تفرض عودة الأسعار بشكل سريع للسعر العادل المتناسب مع سعر الأصل المرتبط به.

4. إدارة المخاطر

تمكن هذه العقود المستثمرين من استخدامها كأدوات تزيد أو تخفض المخاطر المصاحبة لتملك تلك الأصول في الوقت الراهن. فالمستثمر الذي يسعى لزيادة المخاطر يدعى مضارباً، في حين أن المستثمر الذي يسعى لتخفيض المخاطر يدعى متحوطاً. فمثلاً إن امتلاك أصل في السوق الحالي والقيام ببيع عقد مشتق حتماً سيقلل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر. ففي حال انخفضت أسعار الأصول المشتراة

يؤدي هذا لانخفاض أسعار العقود المشتقة بالتبعية. عندها يلجأ المستثمر إلى إعادة شراء العقد المشتق بسعر أقل محققاً بذلك أرباح تعوضه عن خسائره في السوق الحاضر، وهذا ما يعرف بالتحوط. أما المضاربة فتعني نقل المخاطر إلى الأطراف مستعدة لتحمل المخاطر طمعاً بالأرباح الأكبر.

إذا بإمكاننا القول أن كل مستثمر في أسواق المشتقات المالية يتحمل درجة المخاطر التي تناسبه وتتوافق مع خططه وأهدافه. حيث أنه لا يوجد مستثمر مضطر لتحمل درجة مخاطر غير مقبولة بالنسبة إليه.

5. إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية:

وذلك اعتماداً على أن كل من البائع والمشتري يعلمان ويوقنان بأن العقد قد يتم تنفيذه على أساس السعر المحدد في العقد[1].

6. إتاحة فرص استثمارية للمضاربين:

المضارب يحاول تحقيق أرباح من خلال توقعاته حول الأسعار, وبالتالي فإن سعيه للربح الكثير سيجعله يتحمل مخاطر أكبر من غيره، أي ستنتقل له مخاطر يرغب بتحملها (وهو قادر على تحملها) من طرف لا يرغب بتحملها[2].

[1] د. هنيدي، منير: الفكر الحديث في إدارة المخاطر للتحوط باستخدام التوريق والمشتقات المالية، ج 2، منشأة المعارف، مصر، 2003، ص631.

[2] د. هنيدي، منير: الفكر الحديث في إدارة المخاطر للتحوط باستخدام التوريق والمشتقات المالية، مرجع سابق، ص631.

المبحث الثاني: مراحل تطور عقود المشتقات المالية

تمهيد

ظهرت أغلب المشتقات المالية مع ظهور مفهوم الهندسة المالية (Financial Engineering) كأدوات تلبي متطلبات المؤسسات المالية والمصرفية والشركات والحكومات في ممارسة أعمالهم والسيطرة على المخاطر التي تواجهها.

في هذا المبحث سيتم مناقشة دور الهندسة المالية في صناعة هذه الأدوات وتطورها وفق ما يلي:

- ✓ الهندسة المالية ودورها في صناعة المشتقات المالية.
- ✓ تطور المشتقات المالية.

1. الهندسة المالية ودورها في صناعة المشتقات المالية

إن إدراك العديد من المؤسسات المالية والشركات وغيرهم من المتعاملين بالأسواق المالية بأن الأساليب القديمة في التعامل المالي لم تعد مربحة وأن بعض المنتجات لم تعد تلقَ قبولاً، إضافة إلى تدني كفاءة الوسطاء الماليين في تعبئة الادخارات بالأدوات المالية التقليدية، والتقدم التكنولوجي المتمثل بالتطور الهائل في خزن واسترجاع المعلومات وانجاز الحسابات المعقدة والدقيقة، كل ذلك حفز إلى اللجوء إلى تحديثات تعظم الربح المتحقق في الصناعات المالية وتقلل من المخاطر التي لطالما كانت صفة ملازمة للأسواق المالية، وبالإمكان القول أن من أهم دوافع هذه التحديثات تجنب مخاطر تقلبات العائد أو التكاليف من جهة (مثلاً تقتضي التغيرات السريع والمفاجئة في أسعار الفائدة إلى حدوث مكاسب أو خسائر رأسمالية ضخمة، وهذا ينعكس على النشاط الاستثماري ككل). وتجنب القواعد التنظيمية والإجراءات القانونية المشددة التي تنظم التعامل بالأوراق المالية من جهة ثانية، حيث أن مثل هذه القواعد قد يحد من قدرة مؤسسات مالية معينة على التعامل بالأوراق المالية ويدفعها للبحث عن بديل أقل صرامة يلبي متطلبات أعمالها ويحقق لها أهدافها[1].

ثم أدركت وول ستريت أهمية ذلك فقامت في بداية الثمانينات بالاستعانة ببعض الأكاديميين من ذوي الخبرة من أمثال (Fisher Black, Richard Roll) لتطوير منتجات الأسواق المالية. وكان كثير من هؤلاء الخبراء حاصلين على درجاتٍ علميةٍ متقدمةٍ في العلوم حتى أنه أطلق عليهم اسم (Rocket Scientists). ومن المثير للاهتمام أن وول ستريت كانت تحاول أن تعبث بالعالم عن طريق الابتكارات الرياضية عديمة الفائدة لكنه ومع ارتفاع كفاءة السوق لم يعد بالإمكان الخداع على المدى الطويل، وفي منتصف الثمانينات أطلق على هذه العملية من التحديث والابتكار المالي اسماً أكثر استساغة وهو الهندسة المالية (Financial Engineering) وبينما كانت المخاطر حاضرةً دائماً في كل التعاملات، ازدادت تقلبات أسعار الفائدة والصرف زيادة محسوسة في السنوات الأخيرة[2].

لكن لم يقتصر دور الهندسة المالية (Financial Engineering) على تطوير أو ابتكار أدوات جديدة فقط وإنما تطويع أدوات وأفكار قديمة، فالأنواع المستحدثة من عقود

---

[1] د. داغر، محمود: الأسواق المالية- مؤسسات- أوراق-بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2005، ص119-121.

[2] د.حسن، سمير عبد الحميد: المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص92.

المبادلات (التي تمثل امتداد لعقود مبادلة القروض بحقوق الملكية التي تستخدم كأداة تحد من تعرض الدولة لمخاطر التوقف عن السداد) هي الأخرى من منتجات الهندسة المالية، وإصدار البنوك أنواع من السندات تضيف المزيد من الحماية لأموال المودعين هي الأخرى هندسة مالية[1].

لقد حازت الهندسة المالية ومجالات استخدامها على اهتمام كبير من الاختصاصيين وكبار المتعاملين، حيث عرفها فينرتي (Finnerty,1988) بأنها علم يهتم بتصميم وتطوير عمليات وأدوات مالية مستحدثة وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية[2].

كما عُرّفت بأنها استخدام التقنيات الرياضية لحل المشكلات المالية، واستنباط منتجات مالية جديدة ومبتكرة، ويشار إليها بالتحليل الكمي وتستخدم من قبل المصارف التجارية والاستثمارية ووكالات التأمين وصناديق التحوط[3]. من ناحية ثانية فإن التصميم المالي الذي نحصل من خلاله على أداة مالية جديدة من أداة مالية أخرى نسميه أيضاً الهندسة المالية[4].

وبناءً على ما سبق تعتبر الهندسة المالية منهجاً معاصراً يهدف إلى رفع كفاءة المنتجات المالية وتطويرها في ظل الاحتياجات المالية المتنامية والمتنوعة.

ونظراً لتنوع مجالات الهندسة المالية، فلا بد من تنوع اختصاصات المهندسين الماليين ومن الطبيعي أن لا يُلمَّ المهندس المالي بجميع معارف الهندسة المالية أنما يكفي إلمامه باختصاصه، فالذين يعملون في مجال إدارة أسهم الخزينة لشركة يجب أن يكونوا على دراية تامة بهذه الأدوات. أما المهندسون الماليون الذين يعملون في إدارة المخاطر يجب أن يكونوا ملمين بالمشتقات المالية بشكل وافٍ. إن المهندسين الماليِّن لا ينتمون إلى بنوك الاستثمار والأعمال فقط أو إلى البنوك التجارية دون غيرها ولكن أيضاً إلى منشآت الأعمال التي تتاجر بالسلع أو الأوراق المالية وينتشرون وعلى وجه الخصوص في جهات البحث والتطوير ومنهم من يشتغل بالرياضيات والإحصاء أو المحاماة. ولا شك أن تنوع اختصاصاتهم يزيد الفرص المتاحة لأصحاب المناهج التحليلية لحل المشاكل وإدراك الحلول الخلاقة المعقدة. وقد أنشئ لهذه الفئة الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين لرعايتها والارتقاء بصناعة الهندسة المالية عام 1992م وضم حوالي 2000 عضواً من مختلف أنحاء العالم[5].

---

[1] Marshal J. and Bansal, V.: Financial Engineering (2 nd), Kolp Publishings Company, 1993, p3.

[2] Finnerty,J.: Financial Enginneering in corporate finance: An overview Financial management, Winter 1988, p14.

[3] http://www.investopedia.com/terms/f/financialengineering.asp

[4] L.Mcdonald, Robert: Derivatives Markets, Addision Wesley, 2th, 2006, p3.

[5] د.حسن، سمير عبد الحميد: المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية بصناعتها، دار النشر للجامعات ومصر، 2005، ص102.

يتحدد نطاق الهندسة المالية بثلاث مجالات رئيسية هي[1]:

- المجال الأول: يتمثل في ابتكار أدوات مالية جديدة، ومثال ذلك تقديم أنواع مبتكره من السندات أو الأسهم الممتازة والعادية، وعقود المبادلات وغيرها.
- المجال الثاني: يتمثل في ابتكار عمليات مالية جديدة من شأنها أن تخفض تكاليف المعاملات، مثل التداول الالكتروني للأوراق المالية وابتكار فكرة سمسار الخصم.
- المجال الثالث: يتمثل في ابتكار حلول خلاقة مبدعة للمشكلات المالية، كابتكار استراتيجيات جديدة لإدارة مخاطر الاستثمار، أو أنماط جديدة لإعادة هيكلة منشآت الأعمال للتغلب على مشكلات قائمة ومن أمثلة ذلك عملية تحويل الشركة من النمط المساهم إلى الملكية الخاصة.

قدمت الهندسة المالية (Financial Engineering) العديد من الابتكارات على شكل أدوات وآليات مالية جديدة ومستحدثة، وأهم كل تلك الأدوات قاطبة هي المشتقات المالية (Financial Derivatives) التي اقتحمت الأسواق وانتشرت بسرعة ولم يعد بالإمكان حصرها جميعها لكن بالإمكان ذكر أهمها وهي عقود الخيارات، عقود المبادلات، العقود الآجلة و عقود المستقبليات. وقد ساعد على انتشار هذه الأدوات مجموعة من العوامل منها[2]:

1- انهيار اتفاقية بريتن وودز (Bretton Woods) التي أدت إلى تقلبات عنيفة في أسعار الصرف وهو الأمر الذي ترتب عليه تطوير عقود الصرف الآجل والبحث عن آلية جديدة للتحوط تجاه هذه التقلبات.
2- زيادة معدل التضخم في بداية الثمانينات وما صاحبها من زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل.
3- انهيارات في بعض الأسواق المالية العالمية مما دفع المستثمرين للبحث عن حماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات.
4- المنافسة القوية بين المؤسسات المالية والمصرفية وسعيها الحثيث لتكون في الصدارة بين المؤسسات المماثلة لها، دفعها لاستنفار دوائر البحث والابتكار واستنهاضها لخلق أدوات جديدة لإدارة المخاطر وتقدم لها حلولاً لمشاكل التمويل وتقفز بها فوق القيود التي تفرضها السياسات النقدية.

---

[1] د. هنيدي، منير: إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، ج1، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر2006، ص 14-15.

[2] د. حسن، سمير عبد الحميد: المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص8.

5- زيادة اللجوء إلى التمويل عن طريق الأسواق المالية وهو ما يؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطر التي تتعرض لها المنشأة أو الحكومة التي تعاني من عجز مالي (كالحكومة المصرية التي لجأت إلى الاستدانة من الأسواق المالية الدولية عبر إصدار سندات تنمية بالدولار، مما عرضها لنقد عنيف من قبل الكثيرين من المتخصصين في مصر لما ينطوي عليه ذلك من مخاطر ومن ارتفاع تكلفة الاقتراض).

2. تطور المشتقات المالية

رغم أن مصطلح المشتقات المالية حديث العهد إلا أن استخدامها يرجع إلى آلاف السنين، حيث لعبت دوراً هاماً في التجارة والتمويل في القديم.

فأول ظهور للعقود الآجلة عبر التاريخ كان من قبل تجار التمور في البحرين في الخليج العربي منذ حوالي 2000 ق م. كذلك في بلاد ما بين النهرين (سوان ، 1993) ويدل عليها الكتابة المسمارية على الألواح الطينية الموجودة في المتحف البريطاني ومتحف اللوفر الفرنسي (حيث سرقت من متاحف بغداد بعد الغزو الأمريكي لها عام 2003)[1].

كما ناقش أرسطو فكرة التلاعب بالسوق من خلال استخدام العقود المشتقة على أصل هو زيت الزيتون[2]. وقد سجل التاريخ أيضاً استخداماً للمشتقات المالية في أنشطة الإقراض في بابل القديمة في الفترة ما بين 1600 و1900 ق.م، وكان غالباً مركز تداولها حول المعابد والمقدسات كونها كانت تشارك في الأنشطة المالية كمنح الإئتمان وتمويل المشاريع والتوسط في المعاملات التجارية، وكانت أغلب العمليات آنذاك عمليات تمويل سلعي [3].

أما في أوروبا فقد ظهرت العقود الآجلة والعقود المستقبلية على حد سواء في القرون الوسطى، حيث كان الإقطاعيون يجمعون الضرائب على شكل أرز ويبيعونه نقداً في أوساكا. ثم تم إصدار قسائم خاصة أو إيصالات لتسهيل عملية التبادل، وما لبثت أن أصبح من الممكن المتاجرة بعقود موحدة معيارية على الأرز (تشبه إلى حد كبير العقود المستقبلية الحالية، حيث أن التاجر يدفع عربوناً أو ضمانات مالية قيمتها منخفضة جداً إذا ما قورنت بقيمة العقد على الأرز كاملة). ثم ما لبثت أن اجتذبت هذه السوق المضاربين وكذلك المتحوطين الذين يسعون إلى تجنب المخاطر المتعلقة بتقلبات أسعار الأرز السوقية. أما في هولندا ونظراً للهوس الكبير بزهرة التوليب كانت تتم المتاجرة بعقود الخيارات على

[1] L.Mcdonald, Robert: DERIVATIVES MARKETS, 2nd edition, Addison Wesley, 2006, P1.
[2] M. Chisholm, Andrew: Finance Derivatives Demystified, John Wiley & Sons Ltd,2004, p3.
[3] L.Clup, Christopher Risk Transfer Derivatives in theory and practice, John Wiley & Sons Ltd,2004, p89.

بُصيلات هذه الزهرة، لكن هذا أدى لارتفاع أسعارها بشكل كبير ما أدى إلى انفجار هذه الفقاعة السعرية وتعرض السوق لهزة عنيفة عام 1637م.

ثم وفي القرن السابع عشر بدأت بورصة أمستردام التداول على العقود ذات التسليم الفوري، ثم لاحقاً بدأت بتداول عقود الخيارات (أي العقود التي تعطي الحق بشراء أو بيع الأصل في تاريخ مستقبلي وبأسعار محددة سلفاً). لكن سرعان ما حلت لندن مكان أمستردام كمركز مالي أساسي في أوروبا, وبدأ تداول العقود المشتقة فيها.

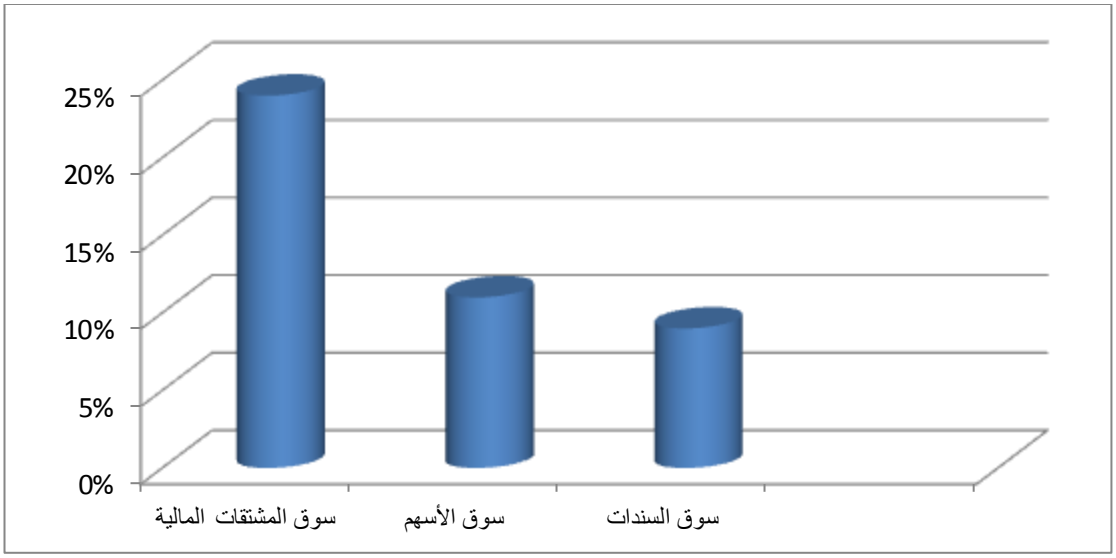
أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد جرى التداول على عقود الخيارات في بداية 1790م وذلك بعد مدة زمنية قصيرة من تأسيس بورصة نيويورك للأوراق المالية[1].

ونظراً للفوائد التي يقدمها تداول هذه العقود بدأت بالانتشار بشكل أوسع وبين مختلف أنواع التجار. لكن الجدير بالذكر أنه وقبل عام 1973م كانت العقود المستقبلية مقتصرة على السلع الزراعية والمعادن، بينما كانت عقود الخيارات متداولة في الأسواق الغير نظامية. وفي منتصف التسعينات من القرن العشرين نشطت تلك الأسواق وامتدت تطبيقاتها إلى السندات والأسهم والعملات وسلع أخرى لم تكن مطبقه عليها مسبقاً[2]. وأصبحت المشتقات المالية تضم مجموعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وآجالها. وما لبثت أن أولتها الجهات الرسمية والمهنية العناية سواءٌ من الناحية التشريعية أو من الناحية القانونية لتنظم التعامل بها، كما سعت إلى وضع معايير المحاسبة التي تنظم جوانب الاعتراف بها وتقييمها والإفصاح عنها، فكانت السبب في ظهور منهج محاسبي جديد هو محاسبة التحوط. ولعل السبب الرئيسي لهذا النمو المتسارع هو التطور التكنولوجي من جهة والمنافسة الشديدة من جهة ثانية. والرسم البياني التالي يوضح معدل نمو سوق المشتقات مقارنة بسوقي الأسهم والسندات في الفترة ما بين 1995– 2007م[3].

[1] Andrew M. Chisholm, Finance Derivatives Demystified, John Wiley & Sons Ltd, 2004, p4.

[2] د.هنيدي، منير: الفكر الحديث في إدارة المخاطر- الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006 ، ص17.

[3] Global Derivatives markets, study for deutsche Group, 2007, p11.



الشكل(1-2) نمو سوق المشتقات المالية مقارنة بسوقي الأسهم والسندات.

وفي عام 2008م بلغت قيمة تداولات عقود المشتقات المالية ثمانية أضعاف قيمة الأسهم المتداولة في كافة البورصات العالمية. ويرى العديد من الباحثين الماليين والاقتصاديين أن هذا الحجم الكبير للتداولات هو أحد الأسباب الرئيسية للأزمة المالية العالمية آنذاك. ذلك كون عقود المشتقات المالية تنطوي على[1]:

1) تعتمد بشكل كبير على معاملات شكلية لا تنتهي بتداول الأصل الحقيقي محل التعاقد.
2) معظمها يستند على ائتمانات من البنوك على شكل قروض.
3) لا تشترط امتلاك البائع أو المشتري للأصل المتعاقد عليه.

وترى الباحثة أن الاستفادة من مزايا المشتقات المالية وتجنب سلبياتها يتوقف على مقدار فهم آلية التعاقد وفق هذه العقود. كما أن الخبرة والبيئة المالية المحيطة بالمستثمر تؤثر أيضاً على مستوى استفادته من هذه العقود سواء لأهداف التحوط أو المضاربة.

[1] د.سحنون، محمود و أ. محسن، سميرة: مخاطر المشتقات المالية ودورها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمات المالية والاقتصادية، الجزائر، 2009.

المبحث الثالث: الأنواع الرئيسية لعقود المشتقات المالية

تمهيد

لعقود المشتقات المالية أنواع عديدة تتشابه مع بعضها في نقاط معينة، وتختلف عن بعضها في نقاط أخرى، بما يؤمن للمهتمين بالتعاقد عليها خيارات واسعة تلبي احتياجاتهم المالية وأهدافهم.

وسيتناول هذا المبحث أهم أنواع هذه العقود والاختلافات فيما بينها:

- ✓ العقود الآجلة.
- ✓ العقود المستقبلية.
- ✓ عقود المبادلات.
- ✓ عقود الحدود العليا والدنيا Caps and Floors
- ✓ عقود الخيارات.
- ✓ مقارنة بين الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية.

1. العقود الآجلة Forward Contract

1-1 مفهوم العقود الآجلة

تعرف بأنها اتفاق على استلام أصل مستقبلاً بشروط محددة في الوقت الراهن[1]. حيث يتم الاتفاق بين الطرفين عبر التفاوض ولا وجود لغرفة مقاصة كما أن السوق الثانوية فيها محدودة الحجم[2].

بالتالي فالعقود الآجلة هي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل (سلعي أو مالي) وذلك:

- في تاريخ محدد مستقبلاً.
- وفق سعر محدد ومتفق عليه في نص العقد.

يكون عادة طرفي العقد هما مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها، بحيث ندعو الطرف الذي يوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد ولقاء سعر متفق عليه في نص العقد بصاحب المركز طويل الأجل (Long Position). أما الطرف الذي يقبل ببيع الأصل في نفس التاريخ ومقابل نفس السعر بصاحب المركز قصير الأجل (Short Position).

1-2 صفات العقود الآجلة:

يتصف العقد الآجل بما يلي[3]:

أ- إن إبرام العقد يتوقف على القدرة التفاوضية بين طرفي العقد، لهذا فهي ليست عقود معيارية مما يجعلها تتمتع بمرونة كبيرة.

ب- يتضمن التعامل بها مخاطر الائتمان (credit risk) ومخاطر العجز عند السداد (default risks) أي عدم قدرة أحد الأطراف على الوفاء بالتزاماته.

ت- صعوبة التّسييل مقارنة بغيرها كالعقود المستقبلية، إذ أن الرغبة بإنهاء الاتفاق يتطلب توافر شخص آخر أو مؤسسة تحل محل الطرف الراغب بفك العقد، وتقبل بشروطه وهذا أمر عسير.

ث- تتحقق قيمة العقد الآجل عند إنهاء الصلاحية ولا توجد أية مدفوعات مبدئية أو مدفوعات خلال عمر العقد.

---

[1] L.Macdonald, Robert: Derivatives Markets, 2nd edition, Addision Wesley, 2006, p125.

[2] P.Peterson, Pamela & J.Fabozzi Series, Frank: Financial Management and Analysis, 2nd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003,87.

[3] M. Chisholm, Andrew: Derivatives Demystified, John Wiley & Sons Ltd, London, 2004 , p11.

عند الاتفاق على العقد يتم تحديد سعر الوحدة ومستوى الجودة وعدد الوحدات المتعاقد عليها ومكان ووقت التسليم، لكن لا يحدث الدفع أو التسليم الفعلي حتى تاريخ معين مستقبلاً، وهي شائعة لتداول مختلف أنواع الأصول بما فيها المالية[1].

وهنا لابد من التمييز بين سعرين عند التعامل بهذه العقود هما: سعر التسليم والسعر الآجل[2].

- فالسعر الذي يتم الاتفاق عليه في نص العقد يدعى "بسعر التسليم أو التنفيذ" (Delivery price) ونرمز له عادة (k). وعند الدخول بالعقد تكون قيمة العقد الآجل صفراً بالنسبة للطرفين (أي أن اتخاذ المركز طويل الأجل أو قصير الأجل لا يكلف شيئاً)، ثم يمكن أن تصبح موجبة أو سالبة حسب تحركات سعر الأصل، ويعتبر السعر السوقي للأصل المتعاقد عليه من المتغيرات الرئيسية التي تقرر قيمة أي عقد آجل.
- أما السعر الآجل (Spot Price) فهو السعر السوقي عند تاريخ استحقاق العقد نرمز له (St). يكون السعر الآجل وسعر التسليم متساويان عند الدخول في العقد ومع مرور الوقت يصبح السعر الآجل معرضاً للتغيير والتقلبات في حين يبقى سعر التسليم ثابتاً (ولا يتطابقان في أي وقت لاحق إلا صدفة).

1-3 العائد من العقد الآجل (Pay off Forward)

عند حساب العائد نميز بين[3]:

- عائد متخذ المركز طويل الأجل:

$$st - k =$$

- عائد متخذ المركز القصير الأجل:

$$k - st =$$

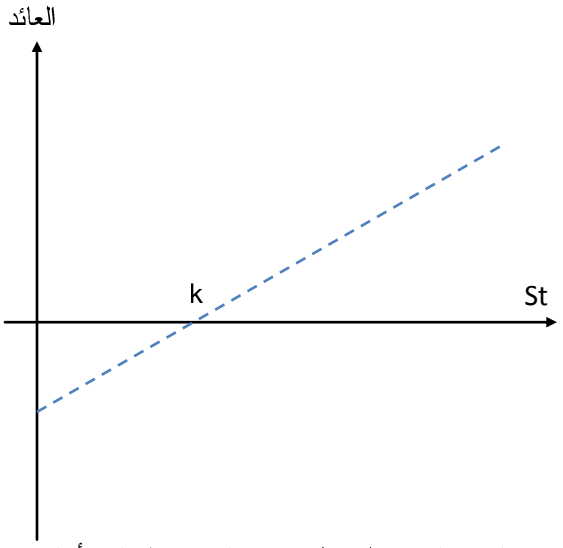
ويتضح ذلك بالرسم البياني التالي:

---

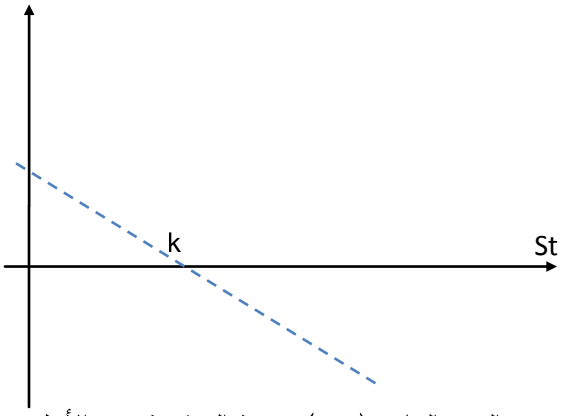
[1] L.Cup, Christophe: Risk Transfer Derivatives in theory and practice, Jon Wiley & sons lnc. ,2004,p85.

[2] د. عبد العال حماد، طارق: المشتقات المالية المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة، دار النشر للجامعات، مصر، 2001، ص 13.

[3] M. Chisholm, Andrew: Derivatives Demystified, John Wiley & Sons Ltd, London, 2004, p13-14.



الرسم البياني (1–3): متخذ المركز طويل الأجل.



الرسم البياني (1–4): متخذ المركز قصير الأجل.

من الرسم نلاحظ أن متخذ المركز طويل الأجل يحقق أرباحاً عندما يرتفع السعر السوقي (St) عن سعر التسليم أو التنفيذ(K)، والعكس بالنسبة لمتخذ المركز قصير الأجل.

وكمثال على ذلك نفرض أن مستثمراً يرغب بشراء 100 أونصة من الذهب وفق عقود آجلة حيث أن السعر الحالي للأونصة هو 400 وحدة نقدية[1]. في تاريخ استحقاق العقد سيكون المستثمر أمام خيارين:

- ارتفاع سعر الأونصة إلى450 وحدة نقدية هنا سيحقق المستثمر عائد قدره 450– 400 = 50 وحدة نقدية للأونصة

أي سيحقق ربحاً = 50 × 100 = 5000 وحدة نقدية.

ويعود السبب في تحقيقه للربح بأنه سيشتري أونصة الذهب بفضل العقد الآجل بسعر أقل من سعر السوق بمقدار 50 وحدة نقدية.

[1] إذا كان السعر المتوقع لها في المستقبل هو 400 وحدة نقدية، فلن يكون للعقد الآجل قيمة لأي طرف.

- انخفاض سعر الأونصة إلى350 وحدة نقدية، عندها سيكون عائد المستثمر سالب أي:

350– 400 = – 50 وحدة نقدية للأونصة

أي سيحقق خسائر قيمتها = 50 * 100 = 5000 وحدة نقدية.

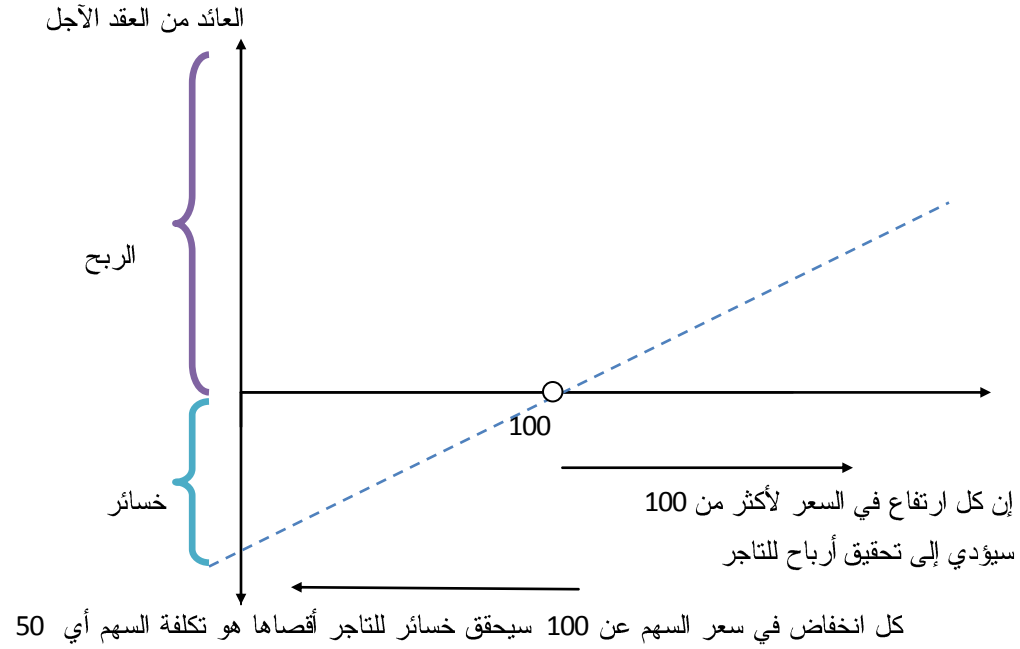
وسبب خسائره هي أنه سيضطر لشراء أونصة الذهب بسعر أعلى من السعر السوقي، فالعقد الآجل عقد ملزم لكلا الطرفين.

1–4 آليات تداول العقد الآجل:

لتوضيح كيفية التداول سنورد الأمثلة التالية:

قرر تاجر اتخاذ مركز طويل الأجل في عقد آجل مدته سنه كاملة لشراء سهم شركة ما بسعر تسليم 100 وحدة نقدية وتكلفة 50 وحدة نقدية.

الرسم البياني التالي يوضح احتمالات تحقيق التاجر للربح أو الخسارة بناء على هذا العقد:



الرسم البياني(1–5): أرباح وخسائر متخذ المركز طويل الأجل.

المصدر: الرسم البياني من إعداد الباحثة

نلاحظ أن كل ارتفاع في سعر السهم فوق 100 وحدة نقدية ستحقق للتاجر ربحاً، وكل انخفاض في سعره لأقل من 100 وحدة نقدية ستحقق للتاجر خسائر.

وكمثال آخر نفرض أنه لدينا البيانات التالية الصادرة في 20 تموز عام 2007 عن أحد البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تتعلق بتوقعات البنك حول سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي:

	سعر الشراء	سعر البيع
السعر الحالي	$2,0558	$2,0562
السعر بعد 6 أشهر	$2,0483	$2,0489

فإذا كان هناك شركة أمريكية يترتب عليها تسليم مبلغ مليون جنيه بعد ستة أشهر لهذا ترغب بالتحوط تجاه تقلبات سعر الجنية مقابل الدولار، أي أنها ترغب بالتحوط تجاه انخفاض قيمة الدولار الأمريكي مقابل الجنيه. لهذا قررت أن تدخل في عقد آجل لمدة ستة أشهر لشراء الجنيه مقابل ($2,0489) أي ستدفع مقابل الحصول على مليون جنيه مبلغ وقدره ($2048900). في تاريخ استحقاق العقد ستكون الشركة أمام احتمالين:

- ارتفاع سعر الدولار إلى 2,1 $ لكل 1 £

بناء على ذلك تكون مخاوف الشركة قد تحققت ونتيجة تحوطها فلن تتعرض للخسائر نتيجة انخفاض قيمة الدولار مقابل الجنيه، وستحقق عائداً موجباً هو:

$$2,1 - 2,0489 = 0,0511\ \$$$

أي أن قيمة العائد عن كامل العقد هي

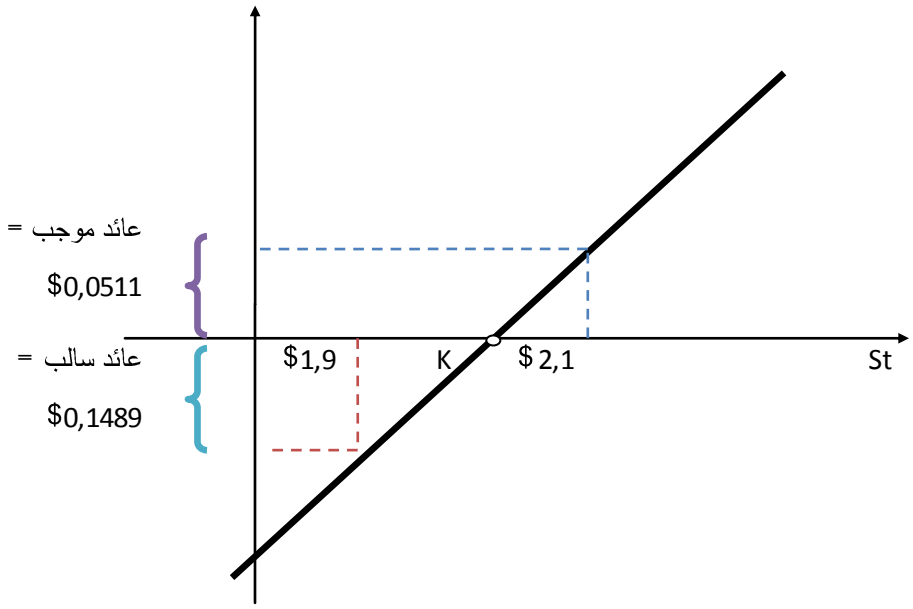
$$0,0511 \times 1000000 = 51100\ \$$$

- أما في حال انخفاض سعر الدولار إلى 1,9 $ لكل 1 £.

سوف تتكبد الشركة خسائر نتيجة اضطرارها لدفع سعر أعلى من السعر السوقي.

$$1,9 - 2,0489 = -0,1489\ \$$$

والرسم البياني التالي يوضح الأرباح والخسائر المحتملة للشركة



الرسم البياني(1-6): الشركة التي اتخذت المركز طويل الأجل

المصدر: الرسم البياني من إعداد الباحثة

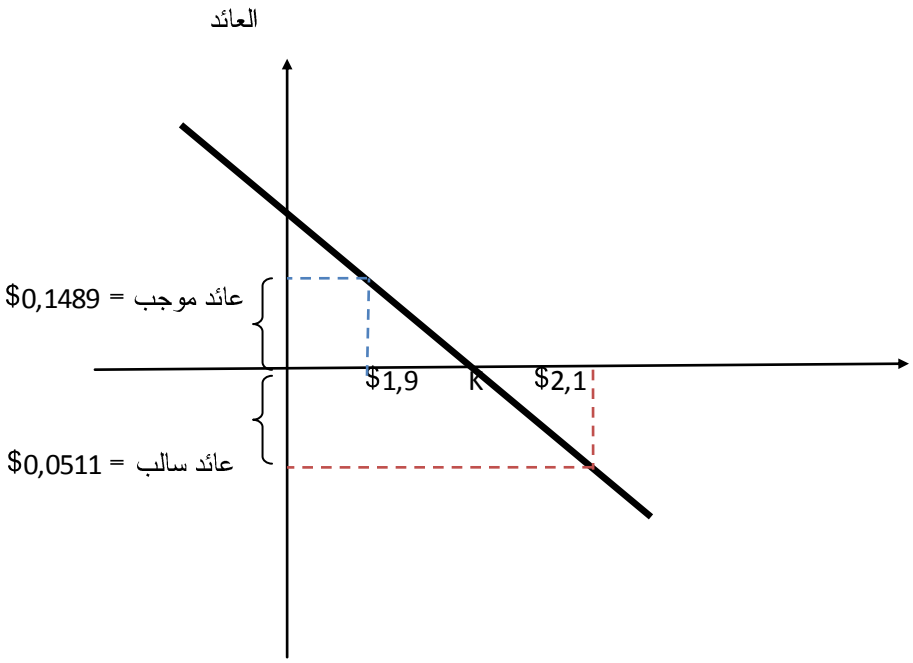
- بالنسبة للبنك الذي اتخذ مركزاً قصير الأجل فإنه توقع انخفاض سعر الدولار، وهو بالتالي أمام خيارين:
  - في حال ارتفع السعر إلى 2,1 $ فالبنك سيحقق خسائر مقدارها

    $0.0511 – =2,1000 –2,0489
  - في حال انخفض سعر الدولار إلى 1,9 $ فالبنك سيحقق ربحاً مقداره:

    $ 0,1489 = 1,9 –2,0489

    (نلاحظ أن خسائر البنك هي أرباح للشركة)

الرسم البياني التالي يوضح أرباح وخسائر البنك (صاحب المركز قصير الآجل).



الرسم البياني(1-7):البنك الذي اتخذ المركز قصير الأجل

المصدر: الرسم البياني من إعداد الباحثة.

في المثال التالي سنوضح آلية لحساب تقريبي لسعر العقد الآجل:

بفرض شركة يابانية اشترت سيارات BMW من ألمانيا بتاريخ 2009/2/5 وسوف تدفع ثمنها 2 مليون يورو بعد 6 أشهر أي بتاريخ 2009/8/7. علماً أن:

سعر صرف اليورو مقابل الين الياباني بتاريخ الشراء هو 140 وقد كان سعر الفائدة على اليورو:

%2,75 ⟵ %2,85

وسعر الفائدة على الين:

%1,25 ⟵ %1,50

وهناك توقعات بارتفاع سعر صرف اليورو.

الخطوات الواجب اتباعها من قبل الشركة :

1. تأخذ الشركة قرضاً من البنك بالين الياباني ولغاية 2009/8/7.

2 مليون × 140= 280 مليون ين.

2. تبيع الين آنياً وتشتري به اليورو.

280 مليون × 0,015 × (181/ 360)= 2111666,67 وهي مقدار الفوائد على القرض.

3. يتم ربط اليورو كوديعة لغاية 2009/8/7.

2 مليون ×0,0275 × (181/ 360) = 27652,78 وهي فوائد الوديعة باليورو.

أي الفرق بين الفائدة المدفوعة والمقبوضة هو 1759722,33 ين

أي كلفة 2 مليون يورو الحقيقة هي:

280 مليون – 1759722,33 = 278240277,67 ين

278240277,67/ 2000000 = 139,12 وهو سعر ال FORWORD.

1-5 سلبيات وإيجابيات التعامل بالعقود الآجلة:

- أهم الإيجابيات:

هذه العقود غير معيارية أي أنها توفر المرونة لكل من البائع والمشتري حيث يتفاوضان على بنود العقد ويتفقان عليها[1].

- أبرز السلبيات[2] :

- إذا رغب أحد أطراف العقد بالانسحاب منه فسيجد صعوبة في العثور على شخص مستعد للدخول مكانه في العقد، والموافقة على شروطه.

مثال على ذلك: الطرف الذي يرغب ببيع كمية معينة من الذهب وفق عقد آجل والتسليم بعد عام، قد يجد صعوبة في العثور على شخص مستعد للتسليم بعد عام كما قد يجد صعوبة في الاتفاق معه على كمية الذهب، مما يجعل الأمر مكلف ويحتاج لفترة زمنية طويلة.

- قد تتعرض لمخاطر عدم وفاء أحد الأطراف بالتزاماته تجاه الطرف الآخر، لهذا عادة لا يتم توقيع العقد بين الطرفين حتى يتم التأكد من الملاءة المالية استناداً إلى بيانات موثقة.

[1] A.Overdahe, James: Financial Derivatives, 3rd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003,p7.
[2] A.Overdahe, James : Financial Derivatives, 3rd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003,p3.

2. العقود المستقبلية Futures Contracts

2-1 مفهوم العقود المستقبلية ونشأتها

ظهرت العقود المستقبلية منذ قرون، حيث كان يتم التـــداول على السلع الطبيعية كالقمح والذرة والشوفان ثم تطورت ليتم تداول العقود على السلع الأخرى كالمعادن الثمينة والعملات الأجنبية[1].

ففي البداية كان الإقطاعيون يجمعون الضرائب على شكل أرز ويحررون قسائم خاصة لتسهيل عملية تحويل المحصول إلى نقود، ولاحقاً تم تداول هذه القسائم والمتاجرة بها كعقود معيارية على الأرز (تشبه إلى حد كبير العقود المستقبلية الحالية) وسرعان ما اجتذبت المضاربين والمتحوطين وانتشرت بشكل واسع[2].

ومع توسع وازدياد الأصول المتداولة عبر العقود المستقبلية أخذت تشتمل على تداول الأوراق المالية، فظهر سوق المستقبليات لسندات الخزانة الصادرة عن الحكومة الأمريكية عام1977 م وقد لاقى قبولاً كبيراً وتوسعت استخداماتها إلى أذون الخزانة والعديد من مؤشرات الأسهم. وبحلول عام 1999 م حازت العقود المستقبلية المالية على 65% من كل الصفقات المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية. وتمثل غرفة المقاصة الطرف الثالث الضامن لكل الصفقات مُلغيةً الحاجة لمعرفة كل طرف للطرف الآخر[3].

إن هذه العقود تتشابه مع العقود الآجلة في كونها اتفاق بين طرفين على أن تتم التسوية مستقبلاً، إلا أنها تختلف عنها في كونها تتداول في الأسواق النظامية مما يجعلها معياريةً. وتعتبر العقود المستقبلية من أبرز إبداعات الأسواق المالية ومزاياها تفوق مزايا العقود الآجلة فيما يتعلق بأنواع معينة من الأصول. وبشكل عام تفضل العقود الآجلة على العقود المستقبلية فيما يتعلق بتبادل العملات، أما المستقبلية فتُفضل بالأنواع الأخرى من الأصول.

وفي الحقيقة إن أقل من2% من العقود المستقبلية تنتهي بالتسليم الفعلي، في حين أن جميع العقود الآجلة تنتهي بالتسليم[4].

---

[1] د. الراوي، خالد: إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2009، ص 297.

[2] Andrew M. Chisholm, Derivatives Demystified, John Wiley & Sons Ltd, London, 2004 , p4.

[3] د. البنا، جلال: ماذا تعرف عن الاستثمار بالأوراق المالية والبورصات والمشتقات، شركة الندى للطباعة، 2007، ص 231-232.

[4] P.Peterson, Pamela & J. Fabozzi Series, Frank: Financial Management and Analysis, 2nd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003, p87.

ويرى العديد من المهتمين بالعقود المالية المشتقة أن العقود المستقبلية هي عقود آجلة يتم تداولها في الأسواق النظامية فقط وأشهرها بورصة شيكاغو التجارية[1].

فالعقود المستقبلية هي اتفاق معياري بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الطرف الآخر كمية محدده من أصل محدد في تاريخ لاحق مستقبلي.

وهنا نميز بين نوعين من الأصول التي تعتبر أساساً للعقد المستقبلي وهي:

1- السلع: والتي قد تكون (زراعية، لحوم، نفط، غاز، خشب، ذهب).

2- أدوات مالية: مثل (العملات، أدوات المديونية، حقوق الملكية، أسعار فائدة، مؤشرات أسهم).

2-2 أهم خصائص العقد المستقبلي

- ✓ نمطية: أي تكون الكميات المتعاقد عليها محددة مسبقاً ومتساوية فيما يتعلق بالوحدة الواحدة من العقد، كما تتماثل شروط الدفع والتسليم فكياناتها موحدة.
- ✓ يجري التعاقد عليها في الأسواق النظامية.

2-3 طرفا التعاقد

يتعاقد على العقود المستقبلية طرفان هما:

- بائع العقد المستقبلي أو متخذ المركز قصير الأجل (short position) هو الطرف الملزَم بتسليم الأصل المتعاقد عليه في تاريخ استحقاق العقد وبالسعر المحدد.
- مشتري العقد المستقبلي أو متخذ المركز طويل الأجل (long position) وهو الطرف الملزم باستلام الأصل محل التعاقد ودفع سعره المتفق عليه.

إن تداول العقد المستقبلي يشكل التزاماً على طرفي العقد، فهو عقد قانوني إلا أنه قد لا ينتهي بالتسليم، حيث أنه بإمكان البائع أو المشتري أن يلغي التزامه ببساطة عن طريق اتخاذ مركز عكسي لنفس الأصل أو الأداة المالية خلال فترة تحددها البورصة. فإذا كان الطرف بائعاً يأخذ وضع مشترٍ والعكس بالعكس. وهنا يجب لفت الانتباه إلى أن العقود المستقبلية ليست أوراق مالية ولا تنظمها لجنة الأوراق المالية (Securities and Exchange Commission) (SEC) بل تتولى لجنة تداول العمليات السلعية المستقبلية Federal Trade)(CFTC)

[1] M. Chisholm, Andrew: Derivatives Demystified, John Wiley & Sons Ltd, London, 2004 , p31.

(Commission) وهي وكالة فيدرالية منظمة (مسؤولية تنظيم التداول في كافة أسواق العمليات المستقبلية المحلية. وفي الواقع العملي قام اتحاد العمليات المستقبلية القومي (هيئة ذاتية التنظيم) بتولي بعض مهام لجنة (CFTC) في الماضي. إضافة إلى ذلك يوجد في كل بورصة عمليات مستقبلية هيئة شرافيه لمراقبة أعضائها والإشراف عليها.[1]

2-4 معيارية العقود المستقبلية

نظراً لأن العقود المستقبلية عقود نمطية معيارية، إذاً فالبورصة تقوم بتحديد مجموعة من النقاط الأساسية لكل عقد. حيث تحدد البورصة صفات الأصل المتعاقد عليه بدقه، كما تحدد كمية أو مقدار الأصل المسموح التعاقد عليها ضمن كل عقد مستقبلي، إضافة إلى تفاصيل تسليم الأصل حتى لو اتخذ أحد الأطراف مركزاً معاكساً وأنهى إلتزامه وذلك حفاظاً على حقوق كلا الطرفين.

وهذه النقاط الأساسية هي: الأصل محل التعاقد، حجم العقد، ترتيبات التسليم وشهر التسليم إضافة إلى سعر الأصل[2].

i) الأصل محل التعاقد:

إذا كان الأصل سلعة فيجب تحديد هامش معين لجودة الأصل المسموح تداوله في البورصة، أما إذا كان أصلاً مالياً فلا يصنف وفق معايير الجودة أو تصنيفات القيمة كونها معروفة وغير مبهمة (الدولار الأمريكي معروف ولا يحتاج توضيحاً).

ii) حجم العقد:

يقصد بحجم العقد الكمية التي يجب أن يتم التعاقد عليها وتسليمها عند استحقاق العقد. ويعتبر هذا الأمر ذو أهمية كبيرة في البورصة ذلك أنها إذا حددت حجماً كبيراً للعقد، فإن المستثمرين الذين يرغبون بالتعاقد على كميات ضئيلة لن يتمكنوا من ذلك في البورصة، أما إذا كانت أصغر من اللازم فقد يصبح أكثر كلفة على المتعامل بكميات كبيرة من الأصل، ذلك أنه سوف يضطر إلى دفع تكاليف كل عقد مستقبلي يعقده وصولاً إلى الحجم الذي يرغب بالتعاقد عليه.

iii) ترتيبات التسليم وتاريخه:

[1] د. عبد العال حماد، طارق: المشتقات المالية المفاهيم- إدارة المخاطر-المحاسبة، الدار الجامعية، مص، 2001، ص131.
[2] www.investopedia.com.

إن البورصة تحدد بوضوح إجراءات وترتيبات التسليم إضافة إلى تحديد مكان التسليم بدقة ضماناً لحقوق الأطراف المتعاقدة، حيث تحدد بورصة شيكاغو مكانا لتسليم العقد المستقبلي على سلعة الخشب كما يلي: يتم تغليف كل وحدة بالورق وتحمل على سيارات مسطحة بدون أي تكلفة إضافية على المشتري ويتم التسليم في كاليفورنيا، إيداهو، مونتانا، نيفادا، أوريجون، واشنطن، كولومبيا.

أما بالنسبة لشهر التسليم فيتم تحديده ضمن العقد وتغطي فترة التسليم عادة كامل الشهر. أما بالنسبة لتداول العقد المستقبلي فتستمر العملية لأقرب شهر تسليم حيث تحدد البورصة متى سيبدأ التداول ومتى سينتهي.

وهنا تجدر الإشارة إلى أن أشهر التسليم تختلف من بورصة لأخرى ومن أصل لآخر، حسب احتياجات المشاركين في السوق. مع اقتراب موعد التسليم تشرف غرفة المقاصة على ترتيبات التسليم، وأول ما تقوم به هو الجمع بين البائع والمشتري النهائيين، ثم يقوم كل طرف بإبلاغ الطرف الآخر بإجراءات التسليم كما يقومون بإبلاغ غرفة المقاصة أيضاً.

وطالما تجري الأمور بسلاسة والطرفان ملتزمان بالتنفيذ فإن غرفة المقاصة تعمل كالمشرف والمراقب، أما في حال حدث خلاف فإنها تتدخل مباشرة لتفرض قواعد التسليم.

iv) سعر الأصل المتعاقد عليه

ففي بورصة (NYMEX) يتم تحديد سعر العمليات المستقبلية على عقود النفط الخام، بالدولار للبرميل الواحد مقربة إلى أقرب سنت[1].

2-5 أهم أسواق المستقبليات

تعتبر الأسواق التالية أهم أسواق المستقبليات[2]:

1) بورصة شيكاغو التجارية Chicago Mercantile Exchange وتستحوذ الأهداف التحوّطية باستخدام العقود المستقبلية حيزاً كبيراً في تداولاتها[3].
2) بورصة نيويورك للعقود المستقبلية Futures Exchange New York.

[1] http://www.wtrg.com/daily/crude oil price.
[2] P.Peterson, Pamela& J.Fabozzi Series, Frank: Financial Management and Analysis, 2nd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003, p44.
[3] http://www.investopedia.com /terms/f/futuresexchange.

وهناك بعض الأسواق المتخصصة التي تتعامل بجميع أنواع المشتقات لكنها تعطي للعقود المستقبلية الأفضلية، مثل سوق International Petroleum Exchange فهذه السوق متخصصة بالمشتقات النفطية كالنفط الخام والغاز، وأغلب بضائعها تتداول بواسطة عقود مستقبلية متنوعة.

6-2 الهدف من التعاقد وفق العقود المستقبلية:

الرغبة بتخفيف مخاطر التقلبات السّعرية للأصل محل التعاقد التي يمكن أن تحدث مستقبلاً، يعتبر الهدف الرئيسي للتعاقد وفق العقود المستقبلية[1]. فهي توفر إمكانية تحويل الخطر إلى المتعاملين القادرين على تحمله أو يرغبون بذلك.
فالمضارب يستخدم هذه العقود لتحقيق أرباح نتيجة توقعه لتقلبات في الأسعار مستقبلياً. أما المتحوط فيستخدمها لتخفيف الآثار غير المتوقعة التي قد يتعرض لها من التقلبات في الأسعار مستقبلاً[2].

7-2 ايجابيات التعامل بالعقود المستقبلية :

تتمتع العقود المستقبلية بميزة كونها قادرة على التخلص من أهم المشاكل التي قد يعاني منها المتعاملون بالعقود المشتقة وهي مخاطر الائتمان، وذلك من خلال عدة تدابير تتبعها البورصة وأهمها: الحدود السعرية وغرفة المقاصة.

1-7-2 الحدود السعرية Price Limits:

قد تتحرك أسعار الأصول المتعاقد عليها بالنسبة لأغلب العقود المستقبلية وخلال اليوم الواحد، لهذا تقوم البورصة بوضع حد أعلى وحد أدنى لهذه التقلبات. فإذا ارتفع السعر ليصل للحد الأعلى يدعى العقد (Limit up) وإذا انخفض إلى الحد الأدنى يدعى (Limit down) ويرجع السبب في وضعها إلى حرص البورصة على عدم ارتفاع الأسعار أو انخفاضها بشكل كبير نتيجة التداولات اليومية[3].

2-7-2 غرفة المقاصة Clearinghouse:

تعرف أيضاً ببيت التسويات، وتعتبر هيئة مستقلة إلا أنها مرتبطة بالبورصة كل الارتباط حيث أنها تضمن تنفيذ الصفقات وتسهل عملية التداول. فهي وسيلة وضامن لكل عملية تعاقد وفي غيابها يصبح كل من البائع والمشتري مسؤولاً عن تنفيذ العقد

---

[1] د.خلف، فليح: الأسواق المالية والنقدية، جدارة للكتاب العلمي، عمان، الأردن، 2006، ص51.
[2] Jeff, Madura: Financial Institution and Markets, Thomson co., 8th ,2008, p361-362.
[3] Levinson, Mark: Guide to Financial Markets, Profile Book Ltd.,4th, 2005, p178.

أمام الآخر[1]. فالبائعون والمشترون يقومون بتسوية معاملاتهم مع غرفة المقاصة وليس مع بعضهم البعض، وهذا يعني أنها تمثل الجانب الآخر من أي اتفاق تقوم بدور البائع لكل مشتري، ودور المشتري لكل بائع وتضمن تسديد الالتزامات حسبما هو متفق عليه حتى ولو قصر أحد الطرفين وبالتالي فهي تحمي المتعاملين من مخاطر الائتمان التي قد يتعرض لها المتعامل بالعقود الآجلة[2].

يوجد في غرفة المقاصة عدد من الأعضاء وكلهم لهم مكاتب قريبة من غرفة المقاصة، أما السماسرة غير الأعضاء في غرفة المقاصة يجب أن يمارسوا أعمالهم بواسطة أحد الأعضاء. ومثلما يطلب من المستثمر أن يحتفظ بحساب هامش لدى السمسار فإنه يطلب من العضو أن يحتفظ بحساب هامش لدى غرفة المقاصة. ويتم تسوية حسابات هامش أعضاء غرفة المقاصة في ضوء المكاسب أو الخسائر في نهاية كل يوم تداول بنفس الطريقة المتبعة بالنسبة لهوامش المستثمرين، غير أنه في حالة العضو لا يوجد هامش صيانة. ويعتبر الغرض من وجود هذا الهامش هو التقليل من إمكانية تكبد المشاركين في السوق خسائر مستمرة بسبب حالات عدم الوفاء بالالتزامات الواردة في العقد[3].

مثال: ليكن لدينا باسم مشتري عقد مستقبلي على سلعه X وريم وافقت على الدخول في نفس العقد كبائعه واتفقا على سعر 60 وحدة نقدية كسعر للتنفيذ بعد ستة أشهر.

بفرض أنه في تاريخ التسوية وصل سعر الأصل إلى 40 وحدة نقدية، هنا إذا رغبت ريم بالتنفيذ بإمكانها شراء الأصل بقيمة 40 وحدة نقدية ومن ثم بيعه ل باسم بمبلغ 60 وحدة نقدية وتحقق ربحاً قدره 20 وحدة نقدية، ذلك أن باسم ملزم بتنفيذ العقد عند السعر المتفق عليه، وفي حال قرر عدم التنفيذ فإن ريم ستخسر الأرباح التي حققتها.وبالمقابل إذا ارتفع سعر الأصل إلى 90 وحدة نقدية، وكان باسم على استعداد لتسلم الأصل ودفع ثمنه، فقد ترفض ريم التنفيذ لعدم قدرتها على ذلك مما سيفقد باسم الأرباح التي سيحققها وهي 30 وحدة نقدية.

إذا ولتجنب الوقوع في هكذا مشاكل، وجدت غرفة المقاصة التي تتخذ المركز المعاكس لكل عمليه بالتالي فهي تضمن تنفيذ العقد لكل طرف. حتى في حال قرر

---

[1] عبد الحميد رضوان حسن، سمير: المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 219.

[2] A.Overdahe, James: Financial Derivatives, 3rd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003, p26-27.

[3] د.عبد العال حماد، طارق: المشتقات المالية المفاهيم- إدارة المخاطر-المحاسبة، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 157-158.

أحد الأطراف أخذ مركز معاكس والخروج من العقد فإن ذلك لن يسبب أي مشكلة أبداً. وبناء على ما سبق يمكنالقول أن أهم وظائفها بما يلي:

- أي مشتري يمكنه أن ينهي مركزه ويضمن الدفع.
- تحمي المتعاملين من مخاطر الائتمان.
- تشكل ضماناً لطرفي العقد ففي حال لم يستطع أحد أطراف العقد الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر فإن بيت التسوية يقوم بسدادها ثم يقوم بعد ذلك باسترداد ما دفعه من بيت السمسرة الذي يتعامل مع المشتري[1].
- تسهيل التعامل على العقود من خلال متابعة حركة العقود بيعاً وشراءً بحيث أنه في ميعاد تنفيذ العقد تتم اتخاذ الإجراءات اللازمة لكي يحصل المالك الأخير للعقد على الأصل محل التعاقد من البائع الأصلي.

2-8 آليات تداول العقود المستقبلية :

كما ورد سابقاً إن العقود المستقبلية عقود ملزمة لكلا طرفي التعاقد، وبمجرد اتخاذ المستثمر مركزاً في البورصة (مركز طويل الأجل أو قصير الأجل وذلك عن طريق السمسار الذي يتعامل معه) فإن غرفة المقاصة تدخل لتمثل الطرف الآخر من العقد. بالتالي فهي تحمي المتعاقدين من مخاطر عدم التزام أحد الأطراف بالتزاماته.

يقوم المستثمر بإعداد أمر مع سمسار مؤهل ومجاز (fiedquali) يعرف باسم تاجر مستقبليات بالعمولة (futures commission merchant)، لشراء أو بيع عقد أو عدة عقود مستقبلية في يوم محدد للتسليم. وبصورة مشابهه للسندات والأسهم يمكن أن يعطيه أمر سوق (market order) أي أن يتداول بالسعر التالي المتاح، أو أمراً محدداً (limit order) أي أن يتداول بالسعر المعطى أو بأفضل منه، أو أمر إيقاف (stop order) وهو أمر يتحول إلى أمر سوق بمجرد أن يصل السعر المستقبلي لحد معين (يستخدم عادةً لحماية الأرباح). يتم بعد ذلك تحويل الأمر إلى قاعة التداول عبر سمسار الصالة (floor broker) ولكل نوع من المستقبليات مكان خاص للتداول. وبعد تنفيذ التّقاص بين الأطراف يتم إعلام غرفة المقاصة بذلك التي تقوم بدور البائع

[1] د.الحناوي، محمد صالح وآخرون: تقييم الأسهم والسندات– مدخل إلى الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص 358.

للمشتري ودور المشتري للبائع، وتعالج الحسابات اليومية عن هذا الاتفاق وتهتم بتسليم الأصول واستلام النقد في التواريخ المحددة في الاتفاق[1].

2-9 الهامش في أسواق العقود المستقبلية:

الهامش في معاملات الأسهم يعني الدفعة المقدمة، أما في العقود المستقبلية فهو دفعة مقدمة لتعبر عن حسن نية أو مبلغ تأميني أو وديعة يتم دفعا في الطرفين لضمان تنفيذ العقد، ولكل غرفة مقاصة متطلبات هامش مبدئي وبإمكان شركات السمسرة أن تطلب هامشاً أعلى وهنا لابد وأن نذكر أن مبلغ الهامش ضئيل نسبياً إذا ما قورن بقيمة الأصل، فقيمته تتراوح ما بين 2% إلى 10% من قيمة العقد[2]. ونميز بين مرحلتين للهامش هما:

2-9-1_الهامش الذي يقدمه البائع أو المشتري للعقد المستقبلي: تفرض البورصة على السماسرة أن يطلبوا من عملائهم إيداع مبلغ مالي لديهم يدعى بالهامش المبدئي Initial Margin. وهناك بورصات أخرى تفرض هامشاً آخر هو هامش الصيانة Maintenance Margin حيث يستخدم بيت السمسرة هذا الهامش لتخفيض مخاطر تعثر أحد العملاء عن السداد.

- الهامش المبدئي: لا يقصد هنا بالهامش المبدئي دفعة مقدمة عن العقد المتفق عليه لأن ملكية الأصل المتعاقد عليه لا تنتقل إلى الطرف الآخر عند توقيع العقد، إنما يقصد بها دفعة تعبر عن حسن النية لضمان إكمال العقد. فبمجرد أن يفتح العميل حساب لدى بيت السمسرة يقوم بإيداع الهامش المبدئي لديه والذي تحدده غرفة المقاصة ويختلف من عقد إلى آخر حسب طبيعة السلعة، وفي نهاية كل يوم تداول تقوم البورصة بإجراء تسويات سعرية لكل عقد مستقبلي، ولا تسمح البورصة بانخفاض سعر رصيد حساب المستثمر اليومي عن هذا الهامش وتتراوح قيمته مابين 5% و18% من القيمة الكلية للعقد المستقبلي[3].
- هامش الصيانة: أقل من الهامش المبدئي ويمثل الحد الأدنى الذي يجب أن لا يقل عنها الهامش المبدئي، وعادة يمثل نسبة 60% من الهامش المبدئي.

---

[1] د. الراوي، خالد: إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2009، ص305.

[2] ابراهيم الطراد، إسماعيل: إدارة العملات الأجنبية، دار وائل، عمان، 2005، ص207.

[3] Madura, Jeff: Financial Institution and Markets, Thomson co., 8th, 2008, p336.

وتسمح به بعض البورصات عادة لتوفير مرونة لتقلبات الأسعار لعملاء العقود المستقبلية[1].

لكن ما هي الإجراءات المتبعة في حال الانخفاض في حساب المستثمر عن مستوى الهامش المسموح به[2]؟ هنا يطلب السمسار من المستثمر زيادة رصيده إلى أعلى من الحد الأدنى المسموح به وفوراً، وإذا لم يستجب العميل فإن السمسار يقوم مباشرة بتصفية الحساب حتى لا يتعرض لمخاطر عدم الوفاء، تدعى هذه العملية زيادة الهامش (Margin call) .

2-9-2 الهامش الذي يقدمه السماسرة إلى غرفة المقاصة: إن غرفة المقاصة تحصل بدورها على هامش لتأمين وفاء السماسرة بالتزاماتهم، ويتحدد هذا الهامش في ضوء الهامش المبدئي وعدد العقود التي لدى السمسار وعلى الرغم من أهمية دور الهامش في تأمين سوق العقود المستقبلية، إلا أن التقلبات الحادة التي تشهدها الأسواق في بعض الأحيان تؤدي لمشكلات عميقة[3].

2-10 التسويات السعرية:

ابتكرت البورصة ما يعرف بنظام التسويات السعريّة اليومية لحماية نفسها من أخطار عدم السداد، حيث تقوم بتسوية الحساب اليومي للمستثمر لتحديد أرباحه وخسائره اليومية. ويحق للمستثمر أن يسحب من حسابه اليومي الأرباح التي تحققت كما بإمكانه تركها لتتجمع بشكل تراكمي. إن هذه العوائد التي يحققها المركز المالي للمستثمر حساسة جداً للتغير في قيمة الورقة المالية، فتغيرات صغيرة تؤثر جوهرياً على عوائد العقد، وهذا يعني أن من يتناول هذه العقود من المستثمرين يدرك تماماً النتائج المحتملة لتداولها، وعند استخدامها بطريقة سليمة تعتبر وسيلة حماية مهمة لمدراء المحافظ بشكل خاص[4]. والمثال التالي يوضح ذلك:

---

[1] www.wikinvest.com.

[2] Levinson, Mark: Guide to Financial Markets, Profile Book Ltd.,4th, 2005, 195.

[3] Levinson, Mark: Guide to Financial Markets, Profile Book Ltd.,4th, 2005, 165.

[4] د. الراوي، خالد: إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2009، ص 300.

اليوم	السعر المستقبلي وحدة نقدية	الربح أو الخسائر اليومية	الربح أو الخسائر التراكيمة	الحساب الهامشي	طلب زيادة الهامش
	600			4000	
5تموز	597	(600)	(600)	3400	
6تموز	596,10	(180)	(780)	3220	
9تموز	598,20	420	(360)	3640	
10تموز	597,10	(220)	(580)	3420	
11تموز	596,70	(80)	(660)	3340	
12تموز	595,40	(260)	(920)	3080	
13تموز	593,30	(420)	(1340)	2660	1340
16تموز	593,60	60	(1280)	4060	
17تموز	591,80	(360)	(1640)	3700	
18تموز	592,70	180	(1460)	3880	
19تموز	587,00	(1140)	(2600)	2740	1260
20تموز	587,00	0	(2600)	4000	
23تموز	588,10	220	(2380)	4220	
24تموز	588,70	120	(2260)	4340	
25تموز	591,00	460	(1800)	4800	
26تموز	592,30	260	(1450)	5060	

بفرض أن مستثمراً قرر في 5 تموز أن يشتري عقدين مستقبليين على أصل هو الذهب وأغلق العقد في 26 تموز، حيث أن: حجم العقد الواحد 100 أونصة.

السعر لحظة الدخول بالعقد 600 ، السعر لحظة إغلاق العقد 592,30.

الهامش المبدئي للعقد الواحد 2000 ، هامش الصيانة للعقد الواحد 1300.

نلاحظ أن السعر انخفض في 5 تموز فكانت الخسائر التي تحققت للعقدين هي

3 - = 600 – 597 للأونصة الواحدة

بالتالي تكون الخسائر الإجمالية 600 - = (200 * 3 -)

أما بالنسبة ليوم 6 تموز ونتيجة انخفاض السعر مجدداً تكبد المستثمر خسائر للأونصة الواحدة هي:

596,1 – 597 = - 0, 9

فتكون الخسائر الإجمالية :

(- 0,9 * 200) = - 180

للحصول على الخسائر التراكمية:

- 600 + (- 180) = - 780

أما بالنسبة للحساب الهامشي فإننا سنطرح منه قيمة الخسائر لكل يوم على حدى (تسوية يومية) التي تكبدها المستثمر أي:

4000 – 600 = 3400

رصيد الهامش بعد طرح خسائر يوم 5 تموز. وهكذا بالنسبة لبقية الأيام.

أما بالنسبة لطلب زيادة الهامش إلى قيمة 4000 نلاحظه في تاريخ 13 تموز، حيث وصل الرصيد إلى الحد 2660 أي لامس تقريباً الحد الأدنى لهامش الصيانة والذي هو للعقدين 2600.

3. عقود المبادلات Swaps contract

3-1 نشأتها وماهيتها

في أسواق عقود المستقبليات (Futures) والعقود الآجلة (Forward) يتم تسوية العقد في زمن محدد في متن العقد، إلا أن المستثمر قد يرغب وتلبية لاحتياجات أعماله واستثماراته أن يقوم بسلسلة من عمليات البيع والشراء في عدة تواريخ محددة بدلاً من عملية بيع واحدة أو شراء واحدة وبسعر محدد في تاريخ مستقبلي. لهذا قد يلجأ إلى توقيع عدة عقودٍ متتاليةٍ آجلة أو مستقبلية تلبي حاجته لكنها بنفس الوقت ستفرض عليه تكاليف إضافية علاوة على حالة عدم التأكد التي ترافق هكذا نوع من الصفقات. لهذا قد يكون من المجدي أكثر للمستثمر أن يوقع عقداً واحداً في تاريخ الاتفاق يتضمن تبادل سلسلة من الدفعات تلبي له هذه الحاجات.

إن هذا النوع من العقود المعتمد على تبادل سلسلة من الدفعات الدورية وفق برنامج زمني يحدده الطرفان المتعاقدان عند توقيع العقد يدعى عقود المبادلات (Swaps Contracts) وندعو هذان الطرفان بطرفي التبادل أو المتبادلان (Counter Parties)[1].

تعود بدايات أسواق المبادلات إلى أواخر عام 1970 م، عندما قام تجار العملات بإيجاد عقود المبادلات كأسلوب للتهرب من رقابة الحكومة البريطانية على حركة العملات الأجنبية، وقد وُقّع أول عقد مبادلة على أسعار الفائدة عام 1981م، من خلال اتفاق بين شركة (IBM) و البنك الدولي، ومنذ ذلك الوقت نمت هذه الأسواق بسرعة كبيرة[2].

أما في الولايات المتحدة الأميركية فقد ظهرت عام 1982م، حيث كان هناك زيادة في الطلب على الأدوات المالية التي يمكن استخدامها في الحد من مخاطر أسعار الفائدة[3]. لقيت هذه العقود رواجاً واسعاً وحققت نجاحاً ملحوظاً في الأسواق المالية في مختلف أنحاء العالم.

كما تعتبر عقود المبادلات من أهم العقود المشتقة للتحوط تجاه تقلبات أسعار الفائدة ويتم تداولها فقط في الأسواق غير النظامية (OTC)[4].

---

[1] M.Chance, Don & Brooks, Robert: An Introduction to derivatives and risk management, 8th edition, South Western- Cengage Learning, 2010, p407.

[2] A.Overdahe, James: Financial Derivatives, 3rd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003,p11.

[3] Mishikn.F: The economics of money banking and financial markets, 7th edition, Person Addison Wesley, 2004, p328.

[4] L.Culp,Christopher: Risk Transfer-Derivatives in theory and practice, John Wiley and sons Inc.,2004, p105.

تعرف عقود المبادلات بأنها استلام سلسلة من الدفعات في تواريخ محددة مقابل تسليم سلسلة من الدفعات للطرف الآخر وفق تواريخ زمنية محددة أيضاً في متن العقد[1].

نلاحظ مما سبق أن عقد المبادلات ينطوي على النقاط التالية:

1. اتفاق تعاقدي بين طرفين.
2. اتفاق ملزم لكلا الطرفين.
3. يتضمن تحديد قيمة الدفعات استناداً على قيمة الأصل المتعاقد عليه.
4. يتضمن العقد تحديد تواريخ سداد الدفعات.
5. يتضمن تحديد العملة أو العملات التي سيتم التعامل بها.
6. تحديد مدة سريان العقد.

تقسم عقود المبادلات إلى مجموعتين :

الأولى: تتضمن عقود المبادلات الأكثر شيوعاً والبسيطة نوعاً ما وهي عقود الفانيلا السادة (Plain Vanilla) والتي تقوم على مبادلة سلسلة من الدفعات ذات القيمة الثابتة بسلسلة من الدفعات ذات القيمة المتغيرة.

وتشمل خمسة أنواع رئيسية هي:

1. مبادلات أسعار الفائدة الثابتة بأسعار الفائدة المتغيرة أو المعومة.
2. مبادلات العملات.
3. مبادلات البضائع.
4. مبادلات الأسهم.
5. مبادلات الائتمان.

أما الثانية: فتدعى مبادلات الفانيلا المنكهه (Flavor Swaps) وهي مبادلات أكثر تعقيداً وتنطوي تحت أسماء عديدة نظراً لكون التجار الكبار يسمونها كعلامات تجارية مملوكة لهم، وفق شروط ومعايير تتناسب مع احتياجات الأطراف المتعاقدة[2].

3-1-1 مبادلات الفانيلا السادة (Plain Vanilla Swaps)

تعتبر مبادلات الفانيلا السادة (Plain Vanilla) أو (Plain Vanilla Swaps) أكثر أنواع عقود المبادلات شيوعاً وتنطوي على تحديد عدة نقاط هي[1]:

[1] M.Chance, Don &, Brooks, Robert: An Introduction to derivatives and risk management, Cengage Learning, 8th , 2010, p407.

[2] A.Overdahe,James: Financial Derivatives, 3rd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003,p206.[2]

- ✓ تحديد أسعار التبادل التي يتم التعامل بها (تحدد كنسبة من الأصل المتعاقد عليه).
- ✓ تحديد ما إذا كانت هذه الأسعار ثابتة أو معومة.
- ✓ تحديد القيمة الاسمية للأصل المتعاقد عليه والذي ستحتسب على أساسه سلسلة الدفعات.
- ✓ مدة العقد وتواريخ سداد الدفعات.

وقبل الخوض في تفاصيل أهم أنواع عقود مبادلات الفانيلا السادة لابدّ من ذكر المفاهيم الأساسية المتعلقة بهذه العقود وهي:

❖ أطراف التعاقد (Counter Parties):

وهما الطرفان اللذان يتفقان على توقيع عقد المبادلة ويندرجان عادة ضمن أحد النوعين التاليين:

أ- كبار التجار ومؤسسات مالية كبيرة تدعى صانعة السوق (Market Maker):

عرفنا عقد المبادلة بأنه اتفاق بين طرفين على تبادل سلسلة من التدفقات النقدية، لكن الواقع العملي ليس بهذه البساطة إذ أنه ليس من المعتاد أن يتصادف اتفاق طرفين على توقيع عقد في نفس الفترة الزمنية وأن يتفقا على نفس الأصل ونفس الشروط التي تلبي احتياجات الطرفين. لهذا يقوم التجار الكبار أو المؤسسات المالية الكبيرة بعملية توفيق بين هذه الأطراف فتلعب دور الوسيط المالي بينها ويدعوها البعض ببيوت تخزين طلبات المبادلات (Ware Housing) ويتسم عادة هذا الوسيط بالملاءة الائتمانية القوية نسبياً والقدرة على الوصول إلى المعلومات المتعلقة بالمجموعات المتنوعة من المستخدمين النهائيين[2]. وهذه المؤسسات غالباً ما تكون بنوك تجارية أو مصارف استثمار أو مؤسسات مالية أخرى كشركات التأمين.

تكمن مهمة الوسيط المالي الأساسية بتسهيل تبادل هذه العقود حيث يكون على استعداد لقبول أي جانب أو أي طرف من أطراف المعاملة تبعاً للطلب في ذلك الوقت، ثم يقوم بإجراء مطابقة للطلبات المجمعة لدية مما يوفر على المتعاملين زمن إجراء عملية الاتفاق على العقد وتسويته ويكون كل

---

[1] Mishikn.F.: The economics of money banking and financial markets, 7th edition, Person Addison Wesley, 2004, p328.

[2] د. عبد العال حماد، طارق: المشتقات المالية المفاهيم–ادارة المخاطر–المحاسبة، الدار الجامعية، مصر، الجزء الخامس، 2001، ص240.

ذلك مقابل عمولة يحصل عليها. وهنا تجدر الإشارة إلى أنه إذا تم تنظيم هذه المطابقات بشكل سليم ومدروس فإنها تكون معرضه لمخاطر قليلة ومحدودة (عدد كبير من التدفقات النقدية لصافي التبادلات يتعرض لنسبة صغيرة من المخاطر في جانب واحد من السوق)، أما في حال وجود أخطاء فإنها ستتحمل مخاطر الربط الغير صحيح (mismatch risk) أو ما يعرف أيضاً بالمخاطر المتبقية (residual risk)[1] .

ب- المستخدمون النهائيون أو زبائن عقود المبادلات (swap customers/ end user):

وهم الذين يرغبون بتوقيع عقود المبادلات للتحوط تجاه أخطار معينة أو للمضاربة أو المراجحة. وتشمل هذه الفئة عادة البنوك التجارية، مصارف الاستثمار, قطاعات اقتصادية مختلفة، شركات التأمين و المؤسسات غير المالية كصناديق التقاعد والشركات المدعومة من الحكومة. كما قد يلعب صناع السوق دور المستخدم النهائي لمقابلة احتياجاتهم الخاصة[2].

❖ الأصل المتعاقد عليه (National Principal):

هو القيمة المقدرة للأصل الذي يتم على أساسها احتساب التدفقات النقدية المتبادلة. عادة لا يتم تبادل هذا الأصل لهذا يدعى بالأصل النظري أو الوهمي، وتكون قيمته عادة أقل بكثير من القيمة الاسمية لهذا الأصل[3]. ويعتبر التغير في حجم الأصل المتعاقد عليه مؤشراً لنمو السوق، علماً أن سوق المبادلات يعتبر السوق الأكثر سرعة في النمو من أي سوق لمنتج مالي آخر كونها وفرت طريقة مرنة لإدارة المخاطر المالية[4].

❖ أسعار الفائدة المتعامل بها:

تقسم أسعار الفائدة المتفق عليها في عقود المبادلات إلى:

أ- أسعار الفائدة الثابتة (تكون نسبة ثابتة من الأصل المتعاقد عليه).

ب-أسعار الفائدة المعومة وتتألف من:

---

[1] A.Overdahe,James: Financial Derivatives, 3rd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003, p10.

[2] A.Overdahe,James: Financial Derivatives, 3rd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003,p11.

[3] د. عبد العال حماد، طارق: المشتقات المالية المفاهيم-ادارة المخاطر-المحاسبة، الدار الجامعية، مصر، الجزء الخامس، 2001، ص 229.

[4] A.Overdahe, James: Financial Derivatives, 3rd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003,p12.

1. أسعار الفائدة (LIBOR): ويمثل سعر الفائدة العالمي الذي تفرضه البنوك الكبيرة على ودائع البنوك الأخرى في أسواق العملات الأوروبية وهو اختصار للعبارة التالية London Inter Bank Offer rate. ويختلف باختلاف المدة الزمنية للوديعةً[1]. ويرتبط عادة معدل (LIBOR) بشكل كبير بمعدلات الفائدة على الودائع المصرفية إلا أنه وأثناء الأزمات قد ينحرف بعيداً عنها بشكل واضح. فمثلاً خلال الأزمة المالية العالمية عام 2008 م كان معدل (LIBOR) يزيد بحوالي 300 نقطة (basis) عن معدلات الفائدة على الودائع المصرفية، بينما وخلال التسلسل التاريخي له فإن قيمته لم تزد عن حوالي 15 نقطه (basis) عن تلك المعدلات، وتعتبر منظمة (British Bankers' Association in London) مسؤولة عن تحديد معدلات LIBOR من خلال حساب وسطي معدل الفائدة المعمول بها في عمليات الاقتراض بين البنوك[2].
2. Prime: ويعتبر معدل الفائدة العائم على القروض في الأسواق المحلية.

وفيما يلي سنذكر أهم أنواع عقود المبادلات (الفانيلا السادة)

i. عقود المبادلات على أسعار الفائدة (Plain vanilla interest rats):

تعرف عقود المبادلات على أسعار الفائدة وفق الفانيلا السادة بأنها اتفاق بين طرفين يتخذ على أساسه أحد الأطراف مركزاً مبدئياً ويوافق على مبادلة أسعار الفائدة الثابتة مقابل استلامه أسعار فائدة عائمة أو معومة، في حين يتخذ الطرف المقابل مركزاً مبدئياً ويوافق على مبادلة أسعار الفائدة العائمة مقابل حصوله على أسعار الفائدة الثابتة. ويتم تحديد تواريخ لهذه المبادلات وقيمة هذه الدفعات إضافة إلى الأصل الذي سيتم على أساسه احتساب الدفعات في نص العقد[3].

[1] P.J.Hunt and J.E.Kenned: Financial Derivatives in Theory and Practice, John Wiley and Sons Inc, 2000, p228.
[2] M.Chance, Don & Brooks, Robert: An Introduction to Derivatives and Risk Management, 8th edition, South-Western/Cengage Learning, 2010, p417.
[3] P.Peterson, Pamela &J.Fabozzi Series, Frank: Financial Management and Analysis, 2nd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003, p99.

وهنا لابد من الإشارة إلى أن قيمة الأصل (national principal) هي ذاتها لكلا الطرفين[1].

وعن طريق هذه المبادلات يستطيع الأطراف التخفيف بشكل كبير من مخاطر تغير أسعار الفائدة. فالطرف الذي قبل بمبادلة سعر الفائدة الثابت بالمعوم سيصبح أكثر حساسية وقابلية للتأثر بتغيرات سعر الفائدة (وهو يرغب بذلك حقاً لتلبية متطلبات أعماله)، في حين أن الطرف الآخر الذي قبل باستلام الفائدة الثابتة فهو يرغب بتفادي تقلبات أسعار الفائدة والحفاظ على مستوى معين يتناسب مع احتياجاته.

المثال التالي يوضح آلية عمل هذه العقود والدافع من استخدامها.

لدينا الشركة الأولى (X) دخلت في اتفاق على عقد مبادلة أسعار الفائدة على أصل قيمته (50000000) $ مع الشركة الثانية (Y).

وعلى فرض أن توقيع العقود كان بتاريخ 10 آذار 2010 م ولمدة عام كامل أي حتى 10 آذار 2011م وتضمن الاتفاق أن تدفع الشركة (Y) للشركة (X) دفعات تستند إلى سعر الفائدة المعوم (LIBOR– 3 أشهر).

مقابل أن تدفع الشركة (X) للشركة (Y) دفعات تستند إلى سعر الفائدة الثابت (7,5%). على أن تتم عمليات التبادل في التواريخ التالية (10 حزيران 2010، 10 أيلول 2010، 10 كانون الأول 2010، 10 آذار 2011).

ملاحظات:

- قد يتم إبرام العقد على أساس أن السنة الميلادية 360 يوماً، في حين أن البعض الآخر من العقود يكون على أساس أن السنة الميلادية 365 يوماً.
- يتم احتساب الدفعة الأولى من التدفقات النقدية على أساس أسعار الفائدة المعوّمة، اعتماداً على قيمة LIBOR للفترة السابقة وذلك لأن قيمته تكون غير معلومة عند تحديد تلك الدفعة. لهذا فإن حالة عدم التأكد المرافقة لجميع الدفعات النقدية المحسوبة على أساس سعر الفائدة المعوّمة تكون غير موجودة عند احتساب الدفعة الأولى.

- عند احتساب قيمة الدفعات نكون أمام خيارين:

إما أن تحتسب الدفعة اعتباراً من نفس اليوم ولغاية اليوم الذي يسبق تاريخ الدفعة التالية، أي تحتسب المدة الفاصلة بين الدفعات على أساس الأيام.

[1] L.Culp, Christopher: Risk Transfer-Derivatives in theory and practice, John Wiley and sons Inc.,2004, p240.

أو أن تحتسب المدة الفاصلة بين الدفعات على أنها شهر عدد أيامه 30 يوماً دائماً.

- إن القيمة التي سيدفعها الطرف الذي سيسلم الدفعات المحسوبة على أساس سعر الفائدة الثابتة هي:

(القيمة المتفق عليها) × (LIBOR – الفائدة الثابتة) × (عدد الأيام/360 أو 365).

- طالما أن قيمة LIBOR > الفائدة الثابت ⟸ الطرف الذي سيستلم الفائدة المعومة سيحصل على دفعات قيمتها أكبر مما سيدفع أي أنه سيحقق عائداً، والعكس بالعكس.

وبالعودة للمثال السابق وعلى فرض أن الاتفاق تم على أن السنة الميلادية 365 يوماً، وأن تحتسب الفترة الفاصلة بين الدفعات على أساس عدد الأيام، وأنه في تاريخ 10 آذار 2010م كان سعر LIBOR هو (7,6%). بناءً على ذلك ستكون أول الدفعات في 10 حزيران 2010م على النحو التالي:

الشركة (X) ستدفع دفعات محتسبة على سعر الفائدة الثابت (7,5%) وقيمة كل من هذه الدفعات سيكون

$ 945205,4795 = 0,075× 50000000 × (365/92)

أما الشركة (Y) ستدفع في الدفعة الأولى المبلغ

$ 957808,2192 =50000000 × 0.076 × (365/92)

وباقي الدفعات ستكون على النحو التالي:

التاريخ	LIBOR	الأيام الفاصلة بين الدفعات	ما تستلمه الشركة (X)	ما تستلمه الشركة (Y)	صافي ما تحصل عليه الشركة(X)
10 آذار 2010	7,6 %	-	-	-	-
10 حزيران 2010	7,5 %	92 يوم	957808,2192	945205,4795	+12602,74
10 أيلول 02010	7,06 %	92 يوم	945205,4795	945205,4795	0
10 كانون الأول 2010	6,06 %	91 يوم	880082,1918	934931,5068	-54849,315
10 آذار 2011		90 يوم	747123,288	92465,7534	-654657,53

نلاحظ من الجدول أنه طالما LIBOR> 0,075 فإن الشركة (X) تحقق عائداً موجباً من عملية التبادل.

وهنا نميز بأنه في حال كان سعر الفائدة على شركة ما عبارة عن التزام (كفائدة قرض مثلاً) فإن الشركة ستفضل الحصول على الفائدة المتغيرة في حال توقعت انخفاضاً في أسعار الفائدة خلال الفترة القادمة، رغبة منها بالاستفادة من سعر الفائدة الذي سينخفض على القرض.
أما إذا كان سعر الفائدة عائداً ستحصل عليه وكانت تتوقع ارتفاعاً في معدلات الفائدة فالأمر يختلف بالنسبة إلى الشركة حيث أنها ستفضل الحصول على سعر الفائدة العائم لتستفيد من الزيادة المتوقعة في عوائدها.

والمثال التالي يوضح ذلك:
بفرض لدينا شركتين هما M و W اتفقتا على الدخول في عقد مبادلة مدته سنتان يبدأ في 3 كانون الثاني 2009 م بحيث وافقت الشركة M على دفع فائدة ثابتة مقدارها (5 %) سنوياً، وذلك على أصل قيمته (10 مليون دولار)، بالمقابل توافق الشركة Wعلى دفع فائدة متغيرة(LIBOR- 6 أشهر) على نفس الأصل. وتم الاتفاق على تبادل الدفعات كل ستة أشهر وفي المواعيد التالية:

(3 تموز 2009، 3 كانون الثاني 2010، 3 تموز 2010، 3 كانون الثاني 2011)

على أن تعتبر السنة الميلادية 360 يوماً، والشهر 30 يوماً (المدة الفاصلة بين الدفعات).

والجدول التالي يوضح الدفعات:

التاريخ	LIBOR- 6أشهر	ما تستلمه الشركة M	ما تستلمه الشركة W	صافي ما تحصل عليه الشركة M
3كانون الثاني 2009	4,2 %	-	-	-
3 تموز 2009	4,8 %	210000	250000	-40000
3 كانون الثاني 2010	5,3 %	240000	250000	-10000
3 تموز 2010	5,5 %	265000	250000	+15000
3 كانون الثاني 2011	5,6 %	275000	250000	+25000

ما ستدفعه الشركة M في 3 تموز 2009 م هو:

$$\$\ 250000 = 10000000 \times 0,05 \times (12/6)$$

وهي متساوية على مدى عمر العقد كون المدة الفاصلة بين الدفعات متساوية (30 يوم).

أما الشركة W ستدفع في 3 تموز 2009 م هو:

$ 210000= 10000000 × 0,042 × (12/6)

نلاحظ من الجدول السابق أنه طالما معدل LIBOR > 0,05 فإن الشركة M تحقق عوائد ايجابية من التدفقات النقدية المتبادلة. كما نلاحظ أنه لم يتم مبادلة الأصل المتعاقد عليه أبداً إنما فقط تم استخدامه لاحتساب الدفعات.

ii. عقود المبادلات على أسعار العملات Currency Swaps

ينشأ هذا النوع من المبادلات عندما يرغب أحد الأطراف بتقديم مبلغ معين مقوم بعملة ما مقابل حصوله على مبلغ آخر يعادل ذاك المبلغ بالقيمة ولكنه مقوم بعملة أخرى. أي أنه يتم مبادلة عملة ما بعملة أخرى. وفي كثير من الأحيان يتفق الأطراف المتعاقدين على مبادلة الأصل المتعاقد عليه في بداية الاتفاق وعند تاريخ آخر دفعه، وهذا ما يميز هذا النوع من عقود المبادلات عن غيرها[1].

ويمكن تعريف هذه العقود بأنها اتفاق على مبادلة سلسلة من الدفعات المحتسبة على أساس عملتين مختلفتين. وتلجأ الشركات عادة لهذه العقود بغية الحصول على رأسمال أو مبلغ مالي بعملة مختلفة عن عملة دولتها وبالوقت نفسه أن تحصل على دفعات بعملتها الخاصة، بما يمكنها من تخفيض المخاطر الناتجة عن تقلبات أسعار العملات عند اقتراضها بعملة مخالفة لعملة أخرى[2]. وكمثال على ذلك:

اتفقت الشركتان IBM و BR على توقيع عقد مبادلة على العملات مدته ثلاث سنواتٍ، يبدأ في 1/شباط/2009م وفق ما يلي:

ستدفع الشركة IBM فائدة ثابتة مقدارها 5% على عملة هي الإسترليني وتستلم فائدة ثابتة مقدارها 6% على الدولار من شركة BR على أن تتم المبادلات سنوياً على الأصول المتفق عليها وهي (18 مليون دولار) و (10 مليون إسترليني) وذلك على الشكل التالي

IBM ستدفع 18 مليون دولار عند توقيع العقد للشركة BR إضافة إلى فائدة سنوية تساوي:

£ 500000 =£10000000 × 0,05

[1] H.Beaumont, Perry: Financial Engineering Principles, Wiley and Sons Inc, 2004, p221.

[2] P.Peterson, Pamela and J.Fabozzi Series, Frank: Financial Management and Analysis, 2nd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003, p100.

BR ستدفع 10 مليون إسترليني عند توقيع العقد للشركة IBM إضافة إلى فائدة سنوية تساوي:

0,06 × $18000000= 1080000 $

والجدول التالي يوضح الدفعات المتبادلة خلال عمر العقد للشركة IBM

التاريخ	ما تدفعه IBM بـ £ (مليون)	ما تستلمه IBM بـ $ (مليون)
1/شباط/2009	+ £10	- $ 18
1/شباط/2010	0,5	1,08
1/شباط/2011	0,5	1,08
1/شباط/2012	=(-10)+ 0,5 -10,5	19,08 =(18)+ 1,08

نلاحظ من هذا المثال كيف تمكنت شركة IBM من مبادلة سعر الفائدة الثابت بعملة ما، للحصول على سعر فائدة ثابتة بعملة أخرى، ويدعى هذا النوع من مبادلات العملات (Fixed- For- Fixed Currency Swaps).

فعلى فرض أن شركة IBM في المثال السابق تمتلك سندات قيمتها تبلغ 18 مليون دولار وعائدها 6% سنوياً، فإن العقد الذي ستوقعه مع شركة BR سيكون بمثابة تحويل العملية إلى قرض بقيمة 10 مليون إسترليني بفائدة 5% وذلك رغبة منها في الحصول على فوائد بالإسترليني وليس بالدولار.

أما بالنسبة للشركة BR، وعلى فرض أنها تستثمر مبلغ 10 مليون £ في بريطانيا، وتتوقع أن تزداد قيمة الدولار مقابل الإسترليني لهذا ستفضل الحصول على عوائدها بالدولار. والعقد الذي قامت بتوقيعه مع شركة IBM سيمكنها من الحصول على العوائد بالدولار. بناءً على ما سبق يمكن تلخيص خطوات عملية مبادلة العملات بالشكل التالي:

1- يتبادل كلا الطرفين قيمة الأصل المتعاقد عليه (national principals) والسبب في ذلك هو الحاجة الفعلية لكلا الطرفين للحصول على الأموال المقومة (أي التدفقات النقدية) بعملة أخرى. وبهذا تختلف هذه العقود عن عقود المبادلات على أسعار الفائدة كون الأخيرة لا يتم تبادل الأصل المتعاقد عليه أبداً إنما فقط مجموعة من الدفعات المحتسبة على أساس هذا الأصل، إضافة إلى أن كلا الطرفين يتعاملان بنفس العملة[1].

2- تبادل الدفعات (التدفقات النقدية) الدورية خلال تواريخ محددة من عمر العقد.

[1] A.Overdahe, James: Financial Derivatives, 3rd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003,p169.

3- في تاريخ انتهاء العقد يتم تبادل الأصل المتعاقد عليه مرة أخرى بين الطرفين.

وفي هذا التاريخ ستكون القيمة المتبادلة بين الطرفين هي نفسها التي تم تبادلها في بداية العقد، لكن وبالتأكيد لن تكون معدلات الفائدة هي نفسها خلال عمر العقد[1].

ولعقود المبادلات على العملات أنواع متعددة وفي المثال السابق تم تناول أحد الأنواع وهو (Fixed-For-Fixed). ومن أهم هذه الأنواع[2]:

1- أن يتبادل كلا الطرفين فوائد متغيرة.

2- أن يدفع أحد الأطراف فائدة ثابتة في حين يدفع الطرف الآخر فائدة متغيرة.

علماً أنه بالإمكان الحصول على عقود فانيلا سادة على أسعار الفائدة من خلال تركيب عقدين من عقود المبادلات على العملات، والجدول التالي يوضح ذلك.

iii. عقود المبادلات على البضائع (Commodity Swaps):

في الأنواع السابقة من العقود كان الأصل المتعاقد عليه هو مبلغ مالي أو أداة مالية، أما في هذا النوع من العقود يكون الأصل المتعاقد عليه بضاعةً أو سلعة.

[1] M.Chance, Don & Brooks, Robert: An Introduction to Derivatives and Risk Management, 8th edition, South-Western/Cengage Learning, 2010, p424.

[2] M.Chance, Don & Brooks, Robert: An Introduction to Derivatives and Risk Management, 8th edition, South-Western/Cengage Learning, 2010, p425.

وتعتبر من أهم أنواع عقود المبادلات إلا أنها لم تتغلب من حيث الأهمية والتداول على مبادلات أسعار الفائدة. ووفقاً لهذا العقد يقبل أحد الأطراف بدفع سعر ثابت على سلعة معينة في حين أن الطرف الآخر يوافق على دفع سعر متغير وعلى نفس السلعة، وبشكل عام لا يتم تبادل هذه السلعة إنما فقط الدفعات المحسوبة على أساسها[1].

وبفرض أن مزارعاً يزرع القطن وينتج حوالي 500 طن سنوياً ويشعر بالقلق تجاه تقلب أسعار القطن في السوق، وكونه لا يرغب باستخدام العقود المستقبلية على القطن كونها لا تحقق احتياجاته, سيلجأ إلى عقد المبادلة الذي ينص على أن يستلم سعراً ثابتاً محسوباً على أساس طن القطن ولمدة سبع سنوات ويدفع بالمقابل السعر الفعلي للقطن السائد في السوق للطرف الآخر (القيمة الاسمية المتغيرة للقطن في السوق).

وطالما أن السعر الفعلي للقطن هو أقل من السعر الثابت فإن المزارع يكون قد حقق أرباحاً من عملية المبادلة وتحوط تجاه الانخفاض في سعر طن القطن الذي توقعه.

والمثال التالي يوضح العملية بشكل أكثر تفصيلاً[2]:

لدينا شركتين الأولى شركة طيران (comfort airlines) والثانية شركة للطاقة (preborn energy)، وقعتا عقد مبادلات على سلعة هي مليون برميل من النفط الخام كل سنة ولمدة ثلاث سنوات، حيث أن سعر البرميل 19$. ونص العقد على أن تدفع شركة الطيران كل سنة 19$ للبرميل لشركة الطاقة أي مبلغ 19 مليون دولار، وستستلم مليون برميل من النفط الخام من شركة الطاقة.

إن هذه العملية مكنت شركة الطيران من تثبيت سعر البرميل تحوطاً لأي ارتفاع في سعره خلال مدة ثلاث سنوات.

iv. المبادلات على أسعار الأسهم (Equity Swaps)

يتم وفق هذا النوع التعاقد على أسهم محددة تمثل الأصل المتعاقد عليه (underlying notional principal) بحيث يقبل أحد الأطراف دفع سعر فائدة ثابت على الأصل مقابل أن يدفع الآخر سعر فائدة متغير وهنا لا يتحدد سعر الفائدة على أساس LIBOR وإنما على أساس سعر السهم في الأسواق المالية أو على أساس قيمة المؤشر، وهذا ما قد يجعل قيمة الدفعات المتبادلة موجبة أو سالبة[3].

[1] A.Overdahe, James: Financial Derivatives, 3rd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003,p173.
[2] P.Peterson, Pamela &J.Fabozzi Series, Frank: Financial Management and Analysis, 2nd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003, p100.
[3] A.Overdahe, James: Financial Derivatives, 3rd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003, p171.

وتعرف أيضاً على أنها اتفاق على تبادل تدفقات نقدية مرتبطة بشكل أساسي بعائد مؤشر أسهم ما في السوق، مقابل الحصول على دفعات ثابتة أو معومة من سعر الفائدة[1].

والمثال التالي يوضح آلية التبادل بين الطرفين[2]:

مؤسسة استثمارية لديها 100 مليون دولار تستثمرها في محفظة للأوراق المالية وفق مؤشر (S & P 500).

فإذا توقع مدير المحفظة انخفاضاً في قيمة المؤشر إذاً هو أمام أحد الخيارات التالية:

1) أن يبيع الأسهم في المحفظة.
2) التحوط تجاه مخاطر الانخفاض في أسعار الأوراق المالية عبر العقود الآجلة.
3) التحوط عبر عقود المبادلات.

ونظراً لمكانته في السوق قرر أن يعتمد على عقود المبادلات كخيارٍ للتحوط بحيث يدفع العوائد التي يحصل عليها من المحفظة (هذه العوائد مرتبطة بحركة المؤشر) ويستلم بالمقابل عوائد ثابتة تحتسب على مبلغ 100 مليون دولار (كأصل متعاقد عليه) وذلك كل ثلاثة أشهر وبنسبة 2,5%.

إن مدير المحفظة ومن خلال هذا الإجراء سيحصن محفظته تجاه انخفاض أسعار الأسهم ويضمن عائداً ثابتاً ربع سنوي ومقداره 2,5%.

وبالتالي فإنه مستقبلاً أمام أحد الخيارين التاليين:

- ❖ أن ترتفع قيمة المؤشر ولا تصدق توقعاته، وبالتالي هو هنا ملزم بسداد العائد الذي حققته محفظته للطرف الآخر، ويستلم بالمقابل العائد الثابت. أي أنه حقق خسائر بمقدار الفرق بين النسبتين.
- ❖ أن تنخفض قيمة المؤشر 5% فرضاً، أي أن محفظته حققت خسائر في السوق. وهنا سيكون مقدار ما يحصل عليه هو 7,5% وصافي ما يحصل عليه هو 2,5%.

v. مبادلات الائتمان (Credit Swaps)

تقوم مبادلات الائتمان على مبادلة مخاطر الائتمان من طرف لآخر, والمردود منها يتوقف بشكل رئيسي على الخصائص الائتمانية للأصل المتعاقد عليه والذي يدعى المرجع الائتماني (reference credit)، وتمكن هذه العقود المؤسسات المالية أو الشركات من إدارة مخاطر الائتمان. وعلى الرغم من أهميتها في تبادل الخطر الائتماني

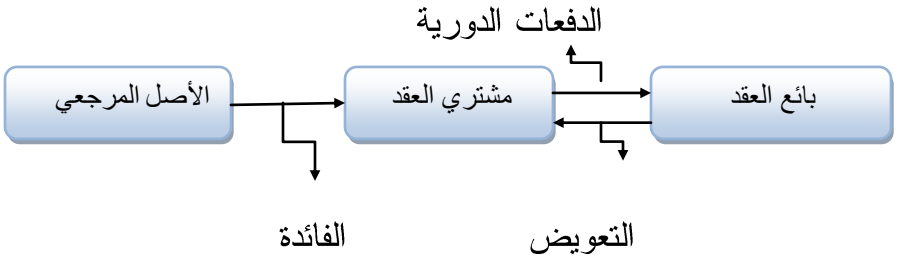
[1] Phillippe, Jorion: Financial Risk Manager, 2nd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003, p223.
[2] A.Overdahe, James: Financial Derivatives, 3rd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003, p173.

تعتبر سوق مبادلات الائتمان صغيرة إذا ما قورنت بأسواق المبادلات الأخرى، وتظهر الدراسات الاستطلاعية للسوق من مصادر عدة، أن حجم السوق لم يتجاوز (1 ترليون دولار) اعتباراً من كانون الثاني 2001 وحتى 2003[1].

وتقوم هذه العقود عادة على[2]: أن يدخل مشتري السند أو القرض في عقد مبادلة على أساس دفع دفعات دورية (periodic) للطرف الآخر مقابل أن يقوم هذا الأخير بدفع تعويض ولمرة واحده فقط إذا وصل تقلب الأصل الائتماني إلى الحد المرجعي المتفق عليه (وهو ما يدعى الحدث الائتماني) في العقد كتعويض عن خسارته، ويأخذ التعويض أحد الصيغ التالية:

1- تسويات مالية (cash settlement): حيث يدفع البائع للمشتري الفرق بين مبلغ التعثر والقيمة المغطاة.

2- تسويات مادية (physical delivery): حيث يتم تسليم الأصل المرجعي للبائع.



تتنوع هذه الأحداث الائتمانية فقد تكون إخفاقاً في تسديد مستحقات ما أو إعادة هيكلة ديون أو إفلاس أو تغيير في التصنيف الائتماني الخارجي أو إعادة جدولة المدفوعات المتعلقة بأصول محددة. وفي حال وقع الحدث الائتماني المتفق عليه فإن الطرف الثاني سيدفع للأول الدفعة المتفق عليه وينتهي عندها عقد المبادلة. إن حجم هذه الدفعة يرتبط بانخفاض القيمة السوقية للأصل المرجعي الذي يتبع له الحدث الائتماني (credit event)

[1] A.Overdahe, James: Financial Derivatives, 3rd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003, p173-174.
[2] M.Chance, Don,&Brook,Robert: An Intoduction to Derivatives and Risk Managemant,8th ,cengage learning, Canada, 2010, p552-551.

3-1-2 المبادلات المنكهه (Flavored Swaps):

تتميز هذه الأنواع من عقود المبادلات في أنها تختلف باختلاف الأصل الاقتصادي، وغالباً ما تنطوي هذه المبادلات تحت أسماء كثيرة لأن التجار يسجلونها كعلامات تجارية مملوكة لهم. وفيما يلي أهم هذه التركيبات المعيارية[1]:

i. المبادلات الموسمية Seasonal Swaps

تعتبر نوعاً من أنواع عقود المبادلات على أسعار الفائدة، حيث تزداد وتنقص فيها قيمة الأصل المتعاقد عليه خلال عمر العقد استناداً إلى سعر الفائدة الثابت.

بالإمكان أن يكون هذا العقد مفيداً جداً لإجراء العقود التي تلتقي فيها مصالح ومتطلبات تجار التجزئة.

ii. مبادلات استهلاك الدين Amortizing Swaps

في هذا النوع من العقود تتناقص قيمة الأصل المتعاقد عليه تدريجياً خلال عمر العقد. حيث يقل أصل الدين وفق ما هو مقرر مسبقاً في نص العقد، مما يفرض تناقصاً في الدفعات الدورية خلال عمر العقد سواء كانت هذه الدفعات ثابتة القيمة أو متغيرة، كما قد يتم تصميم العقد بما يتوافق مع الجدول الاستهلاكي الزمني لقرض ما[2].

iii. مبادلات آجلة Forward Swaps

وفيه يتفق الطرفان على أن تبدأ عملية تبادل التدفقات النقدية في تاريخ مستقبلي، وقد يتم التعاقد على أصل سلعي أو عملة أو أسهم.

كأن يتفق الطرفان على تبادل سعر الفائدة المعوم مقابل سعر الفائدة الثابتة وأن ينص العقد على بدء عملية التبادل بعد سنتين من توقيع العقد ولمدة خمس سنوات من بدئه.

iv. مبادلات الأصل المرجعي Basis Swaps

تشبه عقود المبادلات على أسعار الفائدة البسيطة. ويختلف عنها في كون الطرفين يوافقان على تبادل الدفعات المحتسبة على أساس سعر الفائدة المتغيرة لكن على أصلين مختلفين.

3-2 أهمية عقود المبادلات

ترى الباحثة أن أهمية عقود المبادلات تأتي من نقاط عدة أهمها:

[1] A.Overdhal, James & W.kolb, Ropert: Financial Derivatives, John Wley and Sons Inc, 2003, p206-207.

[2] عبد العال حماد، طارق: المشتقات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص251.

1- إمكانية استخدامها للاستفادة من الفروقات بين معدلات الفائدة الثابتة ومعدلات الفائدة المتغيرة، بما يخدم مصالح المتعاقدين.

2- تعتبر أداة مالية مرنة (High Financial Flexibility) بشكل واضح إذا ما قورنت بغيرها من الأدوات المالية.

3- تعتبر أداة مالية منخفضة التكاليف (Low Transaction Cost) .

4- أداة هامة لإدارة المخاطر والتحوط تجاهها.

4. عقود الحدود العليا والدنيا Caps and Floors[1]

هناك اتفاقات أخرى متاحة في الأسواق المالية، والتي على أساسها يقوم أحد الأطراف (مقابل علاوة معينة) بالموافقة على التعويض للطرف الآخر من العقد إذا تحرك المرجع المتفق عليه (Reference) عن مستوى محدد مسبقاً ندعوه سعر التنفيذ (Exercise value).

إن الطرف الذي سيستلم الدفعات (عند تحرك المرجع المتفق عليه عن مستوى محدد) والذي سيدفع العلاوة للطرف الآخر ندعوه الطرف المشتري. في حين أن الطرف الآخر الذي سيدفع الدفعات ندعوه بالطرف البائع، وعند موافقة الأخير على دفع الدفعات إذا ارتفع السعر عن الحد المتفق عليه ندعو العقد عقد (Caps) أما في حال موافقته على دفع الدفعات إذا انخفض السعر عن الحد المتفق عليه ندعو العقد عقد (Floors).

ولابد من الإشارة إلى أن الأصل الذي تم الاتفاق عليه (المرجع) قد يكون سعر فائدة أو سعر سلعة.

إن هذه العقود تشبه عقود المبادلات (swaps) من ناحية وجود أصل أو قيمة متعاقد عليها (National Amount) ويتم احتساب الدفعات على أساسها. في حين أنها تختلف عن باقي أنواع العقود المشتقة التي تم عرضها سابقاً، هو أن مشتري العقد فقط يتحمل المخاطر.

وعادة يقوم البائع بسداد الدفعات وفق تاريخ محدد بناء على علاقة المبلغ الحقيقي بسعر التنفيذ.

تحتسب هذه الدفعات بالنسبة لعقود Caps وفق المعادلة التالية:

الدفعات = القيمة الحقيقة للأصل × (السعر السوقي للمرجع المحدد – سعر التنفيذ)

أي إذا زاد سعر المرجع المحدد عن المستوى المتفق عليه سيدفع البائع للمشتري دفعة تعادل القيمة الناتجة عن المعادلة السابقة، أما إذا كان يساوي المستوى المحدد أو يقل عنه فلن يدفع شيئاً. أما بالنسبة لعقود Floor إذا انخفض السعر السوقي عن المستوى المحدد سيدفع البائع للمشتري مبلغاً أو دفعة تعادل القيمة الناتجة عن المعادلة التالية:

الدفعة = القيمة الحقيقية للأصل× (سعر التنفيذ – السعر السوقي للمرجع المحدد)

وفي حال زاد السعر السوقي عن المستوى المحدد أو عادله فإنه لن يدفع شيئاً.

والمثال التالي يوضح ذلك:

[1] P.Peterson,Pamela and J.Fabozzi Series,Fran: Financial Management and Analysis, 2nd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003, p101-103.

شركة FPK دخلت في عقد Caps لمدة خمس سنوات مع بنك Fleet، حيث كان المبلغ المتعاقد عليه (National Amount) يساوي 50 مليون دولاراً.
وحددت الدفعات على أساس أنه إذا تجاوز معدل الفائدة LIBOR المعدل 8% في 31 كانون الأول من كل عام على مدار عمر العقد سيقوم البنك بدفع الفرق بين المعدلين للشركة، مقابل علاوة يحصل عليها البنك قيمتها 20000 $.
أي أنه إذا ارتفع سعر الفائدة المعوم LIBOR عن 8% وليكن إلى 10%، سيدفع البنك للشركة مبلغ يساوي:

الدفعة = (0,08 −0,1) × 50 مليون = 1 مليون دولار

أما إذا انخفضت إلى أقل من 8% أو ساوتها لن يدفع البنك أي مبلغ.
إن ما يدفعه المشتري كعلاوة يعكس القيمة العظمى التي يمكن له أن يخسرها، وبنفس الوقت تمثل القيمة العظمى التي يمكن للبائع أن يربحها.
والطرف الملزم والمطالب بالتنفيذ عند تحقق الحد هو الطرف البائع.
ونتيجة لذلك بإمكاننا القول أن مشتري عقد Caps يستفيد عندما يرتفع السعر عن المستوى المتفق عليه لأن البائع سيكون ملزماً بالدفع.
أما مشتري عقد Floor يستفيد عندما ينخفض السعر عن المستوى المتفق عليه لأن البائع سيكون ملزما بالدفع عندها.
بناءً على ذلك نلاحظ تشابهاً بين هذه العقود وعقود الخيارات Option ذلك أن مشتري الخيار يدفع علاوة ويحقق عائداً من العقد إذا ارتفع سعر الأصل المتعاقد عليه في السوق عن سعر التنفيذ في تاريخ التنفيذ، مثل عقود Caps .
في حين أن مشتري خيار البيع يدفع علاوة ويحقق عائداً عندما تنخفض سعر الأصل المتعاقد عليه في السوق عن سعر التنفيذ في تاريخ التنفيذ، مثل عقود Floor.

بالتالي بالإمكان القول أن من أهم فوائد عقود Floor / Caps

1. في عقود Caps على أسعار الفائدة، تتمكن الشركة من الاعتماد على المبادلات لتحديد الحد الأعلى لسعر الفائدة الذي تدفعه على قرض ما.
2. في عقود Caps على أسعار السلع، بإمكانها أن تحدد السعر الأعلى على السلعة وتقلل من مخاطر ارتفاع السعر عند شراء السلع التي يحتاجها المصنع مثلاً.

في عقود Floor على السلع، بإمكان المصنع استخدام العقد للحماية من مخاطر انخفاض سعر السلع التي تبيعها.

5. عقود الخيارات Options Contracts

لاحظنا فيما سبق من العقود أن المستثمر عندما يتفق مع أحد الأطراف لتنفيذ عقد مشتق(مستقبلي، مبادلة، آجلة) فهو ملزم بتنفيذ العقد عندما يستحق تاريخه، وفي حال لم تكن توقعات المستثمر كما يرغب فسوف يترتب على تنفيذه خسائر معينة. إن هذه الفكرة تعتبر جوهر التميز والاختلاف بين العقود السابقة وعقود الخيارات ففي الأخيرة يتمتع مشتري العقد بحرية التنفيذ أو عدم التنفيذ.

5-1 عقود الخيارات ونشأتها

عقد الخيار هو عقد مالي مشتق يعتمد بشكل أساسي على إعطاء مشتري العقد خيار أو حرية التنفيذ[1]. ترجع بدايات استخدام عقود الخيارات إلى دولة الإغريق القديمة (550 سنة قبل الميلاد) وبالتحديد للفيلسوف الرياضي طاليس Thales وهو أحد الحكماء السبعة عند اليونان. حيث تنبأ أن بلاده ستشهد ندرة في ثمار الزيتون، فقام بشراء عقود تعطيه الحق في شراء ثمار الزيتون في تاريخ معين وبسعر محدد مسبقاً، وهو الأمر الذي ترتب عليه إحراج السوق. كما تعامل الفينيقيون والرومان بعقود مشابهه إلى حد كبير بعقود الخيارات المتعامل بها حالياً[2].

وفي العصور الوسطى كانت المضاربات على بُصيلات النباتات من فصيلة الزنبقيات أمراً معتاداً، فقد ارتفعت أسعار شجيرات وبصيلات هذه النباتات ولم تتوقف عن الصعود الأمر الذي أشعل حمّى المضاربة عليها. وقد تبع ذلك إنشاء سوق ثانوية نشطة لعقود اختيار الشراء (call option) على بُصيلات نبات التوليب (tulip pulps) ومن كان يشتريها هم المتعاقدون (Dealers) ومن أبرز تلك الأسواق سوق أنشأ في هولندا عام 1934 م وسوق انكلترا الذي أنشأ في نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر، لكن وبسبب الحرب وانهيار شركة (South Sea Company) انخفض الاهتمام بهذه العقود ولم تلقَ ذات القبول وأصبحت لاحقاً غير مشروعة واستمر ذلك حوالي المائة عام.

أما في الولايات المتحدة فقد بدأ التعامل بهذه العقود بعد اتفاقية شجرة الدلب وكانت تدعى عقود الخيارات في ذلك الوقت بعقود الامتياز (Priviling) وتم بموجب هذه الاتفاقية إنشاء بورصة نيويورك (NYSE). وفي نهاية القرن التاسع عشر قام راسيل ساج (Russel Sage) المؤسس الحقيقي لهذه العقود بإنشاء سوق غير نظامية لها. ثم شهد عام 1973م تغيراً ثورياً في عالم هذه العقود فقد قامت بورصة شيكاغو للتجارة بتأسيس بورصة للتعامل بهذه العقود

[1] L.Mcdonald, Robert: Derivatives Markets, 2nd edition, Addision Wesley, 2006, p31.

[2] حسن، سمير عبد الحميد: المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ص145.

على أساس الأسهم وفتحت أبواب المتاجرة على عقود خيارات الشراء في حين لم تسمح بالتعامل بعقود خيارات البيع حتى عام 1977م. ومنذ ذلك الوقت والعديد من البورصات وأغلبها من بورصات التجارة على السلع بدأت بالتعامل بعقود الخيارات على نطاق واسع[1].

ويعد من أبرز ما تتميز به عقود الخيارات في الوقت الراهن هو إمكانية التعاقد عليها في الأسواق النظامية والأسواق غير النظامية، علماً أنها في الآونة الأخيرة نمت في الأسواق الغير نظامية بسرعة أكبر[2].

ولتداول عقود الخيارات في الأسواق النظامية فوائد عدة أهمها[3]:

1. يتم تحديد سعر التنفيذ وتاريخ التنفيذ من قبل السوق وبشكل معياري ونمطي.
2. تنتهي علاقة المشتري بالبائع عند ترتيب إجراءات التنفيذ، وتقوم غرفة المقاصة في هذه السوق بنفس دورها في أسواق المستقبليات.
3. تكاليف عملية التداول في الأسواق النظامية أقل منها في الأسواق الغير نظامية. فالتكاليف المرتفعة لعقود الخيارات المتداولة في الأسواق الغير نظامية تنعكس على تكاليف أي عقد من عقود الخيارات. حيث أن المؤسسات التي تسعى لاستخدام عقود الخيارات لإدارة المخاطر تحتاج إلى عقد خيار مصمم (mode option -Tailor) ليتوافق مع حاجاتها وأعمالها، كون عقود الخيارات النمطية والمقيدة بمعايير محددة في الأسواق النظامية قد لا تتوافق مع احتياجاتها التحوطية.

ويشار في بعض الأحيان إلى الخيارات المتداولة في الأسواق الغير نظامية بعقود خيارات المتعاملين (Dealer option).

5-2 أنواع عقود الخيارات

5-2-1 خيارات الشراء Call Option:

هي عقود خيارات تعطي للمشتري الحق بشراء الأصل المتعاقد عليه أو عدم شراءه أي أنه عقد غير ملزِم له. ولأن مشتري العقد يمسك بزمام التنفيذ، عليه أن يدفع عمولة متفق عليها (premium) للبائع[4].

وكمثال على ذلك نفترض أن مستثمراً اشترى خيار شراء على مؤشر P&S بسعر 1020 دولاراً ولمدة 6 أشهر. عند انتهاء الستة أشهر:

---

[1] حسن، سمير عبد الحميد: مرجع سابق، ص146-147.

[2] Peterson ,Pamela & J.Fabozzi, Series: Frank Financial Management And Analysis, 2nd edition, Willy Co., 2003, p44.

[3] Peterson ,Pamela & J.Fabozzi Series, Frank: Financial Management And Analysis, 2nd edition, Willy Co., 2003, p90-91.

[4] L.Mc.Donald, Robert: Derivatives Markets,2ND edition, Addision Wesley, 2006, p31.

إذا كانت قيمة المؤشر 1100 دولاراً فإن المشتري سينفذ الخيار مما يتيح له الشراء بسعر 1020، أي بفرق 80 دولار عن السوق وهذا يعتبر عائداً له.

5-2-2 خيارات البيع Put Option :

هي عقود خيارات تعطي مشتري العقد الحق في بيع الأصل المتعاقد عليه أو لا، وهو بالتالي عقد غير ملزِم له. هنا أيضاً كخيار الشراء يتوجب على المشتري أن يدفع عمولة متفق عليها (premium) لبائع الحق[1].

فعلى فرض أن مستثمراً اشترى خيار بيع على مؤشر P&S وبسعر 1020 دولاراً ولمدة 6 أشهر.

فإذا كانت قيمة المؤشر عند انتهاء المدة 900 دولاراً، فسوف ينفذ الخيار ويبيع بسعر أعلى من السوق مما يحقق له عائداً مقداره 120 دولاراً.

وهنا لابد من ملاحظة أن مشتري خيار البيع يملك كل الحق بتنفيذ العقد أو لا وبالسعر المتفق عليه وكأنه بائع للمؤشر. في حين أن بائع خيار البيع ملزم بالشراء وبالسعر المتفق عليه عندما يقرر المشتري ذلك.

2-5 أركان عقد الاختيار:

i- مشتري الحق Buyer: هو الطرف الذي يقوم بشراء حق الاختيار وله الحق بالتنفيذ.

ii- بائع الحق Writer: هو الطرف الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المشتري، مقابل علاوة أو مكافأة (premium) يحصل عليها منه.

iii- سعر التنفيذ Exercise Price: هو السعر المتفق عليه عند إبرام العقد.

iv- السعر السوقي Market Price: هو سعر الأصل عند تاريخ تنفيذ العقد.

v- تاريخ التنفيذ Exercise Date: هو التاريخ الذي يتم فيه تنفيذ الخيار.

هنا نميز بين ثلاثة أنواع رئيسية لتنفيذ الخيار هي[2]:

أ- العقود الأوربية European Option: هي عقود يتم التنفيذ فيها حصراً في تاريخ انتهاء العقد (عمر العقد المتفق عليه).

ب- العقود الأميركية American Option: هي العقود التي يستطيع فيها المشتري التنفيذ في أي تاريخ من عمر العقد.

---

[1] L.Mc.Donald, Robert: Derivatives Markets, 2ND edition, Addision Wesley, 2006, p38.

[2] L. Mc. Donald, Robert: Derivatives Markets, 2ND edition, Addison Wesley, 2006, p32.

ت- Bermudan Option: ويحق فيها للمشتري التنفيذ خلال فترة محددة من مدة سريان العقد وليس في أي تاريخ يختاره[1].

vi- العمولة premium:

هي المكافأة التي يدفعها مشتري الخيار لبائعه. ومما لا شك فيه أن هناك ارتباط كبير بين عمر العقد وقيمة العلاوة التي سيدفعها المشتري، فكلما كانت فترة صلاحية العقد أطول كانت فرصة انتقال العقد لوضعية التنفيذ أكبر مما يترتب عليه علاوةً أعلى، والعكس صحيح. فمع مرور الوقت تنخفض القيمة الزمنيه لحق الاختيار، علماً أن الاقتراب من تاريخ الاستحقاق يجعل هذا الانخفاض يزداد بمعدل متسارع، وتفسير ذلك يعود إلى أنه مع مرور كل يوم من عمر العقد الذي مدته شهرين مثلاً، لن يكون له الأثر السلبي الكبير على القيمة الزمنية لمرور يوم من عمر عقد مدته أسبوع[2].

3-5 القيمة الذاتية والقيمة الزمنية للخيار[3]

i- القيمة الذاتية Intrinsic Value

بفرض كان سعر سهم ما 620 وحدة نقدية وكان سعر التنفيذ هو 610 وحدة نقدية، فإنه في حالة خيار الشراء نقول أن هذا الخيار مربح قيمته 10 وحدات نقدية، وتدعى هذه القيمة بالقيمة الذاتية للعقد أو القيمة الحقيقية للخيار. وتحتسب القيمة الذاتية كما يلي:

القيمة الذاتية لخيار الشراء هي الفرق بين سعر السوق للأصل المتعاقد عليه وسعر التنفيذ أو الصفر أيهما أكبر.

سعر السوق- (سعر التنفيذ أو الصفر أيهما أكبر)

أما القيمة الذاتية لخيار البيع فهي الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق أو الصفر أيهما أكبر.

سعر التنفيذ - (سعر السوق أو الصفر أيهما أكبر)

ii- القيمة الزمنية Time Value

هي الفرق بين القيمة الكلية للخيار وقيمته الذاتية.

[1] إن اسم العقد لا يرتبط أبداً بمكان انعقاد الاتفاق إنما هو اسم لأسلوب التعاقد.

[2] د.الشعار، نضال: سوق الأوراق المالية- البورصة، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب، 2002، ص183.

[3] د.القاسم، عبد الرزاق و د.العلي، أحمد: إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، 2010-2011، ص252-253.

ففي المثال السابق وبفرض كانت العلاوة 20 وحدة نقدية، فإن القيمة الزمنية تساوي

$$10 = 10 - 20$$

وهذه القيمة تناقص مع مرور الزمن إلى أن تصل إلى الصفر في تاريخ استحقاق العقد.

5-4 آليات تداول/عمل عقود خيارات الشراء

يتيح هذا الحق للمشتري الحماية ضد مخاطر ارتفاع سعر أصل ما مستقبلاً، ذلك أنه يلزِم البائع بالبيع بالسعر الأقل من السعر السوقي، مما يحقق له عوائد نتيجة حصوله على الأصل بسعر أقل. بالمقابل وفي حال عدم ارتفاع سعر الأصل إنما انخفاضه مستقبلاً فإنه لن ينفذ العقد وسوف تقتصر خسارته على قيمة العمولة (premium) التي دفعها للبائع، أي أنها أقصى خسارة قد يتحملها المشتري. إذاً نحن أمام طرفين مختلفين هما مشتري خيار الشراء (Buy Call Option) وبائع خيار الشراء (Selling or Writing Call Option).

والمثال التالي يوضح آلية التعاقد بينهما:

قرر المستثمر a شراء خيار شراء أوروبي على أصل ما ولمدة شهر واحد، بسعر تنفيذ 600 وحدة نقدية، وبعمولة 20 وحدة نقدية.

إن المستثمر يدرك أن أرباحه سوف تتحدد بناء على سعر الأصل عند تاريخ الاستحقاق، وهذا سيجعله أمام الاحتمالات التالية :

- الاحتمال الأول: أن ينخفض سعر الأصل إلى أقل من 600 وحدة نقدية، بالتالي لن يقوم المستثمر بتنفيذ العقد، لأنه سيكون من الحماقة أن يدفع ليشتري الأصل ب 600 وحدة نقدية بينما هو متوافر في السوق بسعر أدنى. وفي هذه الحالة فإن أقصى خسارة يتحملها هذا المستثمر هي قيمة العمولة التي دفعها لبائع الخيار. وتقدر في هذا المثال ب 20 وحدة نقدية.
- الاحتمال الثاني: أن يكون سعر الأصل مساوياً ل 600 وحدة نقدية. عندها لن يكون هناك جدوى من تنفيذ العقد، بالتالي ستقتصر خسارته على العمولة المساوية ل 20 وحدة نقدية.
- الاحتمال الثالث: أن يرتفع سعر الأصل إلى أكثر من 600 وحدة نقدية ولكن أقل من 620 وحدة نقدية. في هذه الحالة سيقوم بتنفيذ العقد ليخفض من خسارته المتمثلة بالعمولة فعندما يشتري الأصل بسعر 600 وحدة نقدية بموجب العقد ثم يبيعه بسعر السوق وليكن 610 وحدة نقدية فإنه سيحقق عائداً مقداره 10 وحدات نقدية.

  إذاً ستكون خسارته 20- 10= 10 وحدات نقدية بدلاً من 20.

- الاحتمال الرابع: أن يستقر سعر الأصل عند 620 وحدة نقدية. هنا أيضاً سيقوم المستثمر بالتنفيذ، وسيكون المبلغ الإجمالي الذي سيدفعه لشراء الأصل (600+20) مساوياً للسعر السوقي(620). وندعو هذه النقطة بنقطة التعادل، حيث لا يحقق المستثمر عندها أي عوائد ولا يترتب عليه أية خسائر.
- الاحتمال الخامس: أن يرتفع سعر الأصل لأكثر من 620 وحدة نقدية، وهو غالباً ما يطمح له المستثمر، لهذا سينفذ العقد ويحقق عائداً.

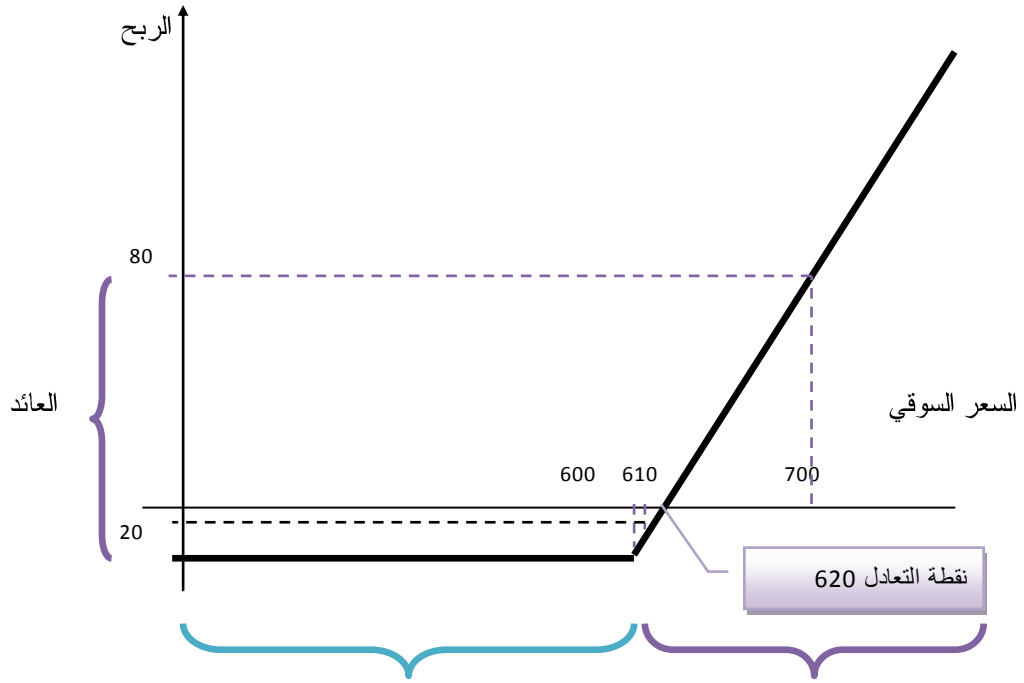
وعلى فرض ارتفع السعر السوقي إلى 700 وحدة نقدية، فإن عائد المستثمر a هو

700–600= 100 وحدة نقدية

ومع أخذ مبلغ العمولة بالاعتبار يكون ربحه

100 – 20= 80 وحدة نقدية.

والرسم البياني التالي يوضح هذه الاحتمالات بالنسبة لمشتري خيار الشراء.



الشكل(1–8): شراء خيار شراء.

المصدر: الرسم البياني من إعداد الباحثة.

بالنسبة لبائع الخيار واعتماداً على ما سبق فإن أقصى عائد قد يحققه سيساوي العمولة (premium) التي يقبضها من المشتري، وذلك في حال عدم تنفيذ العقد.

أما في حال قرر المستثمر تنفيذ العقد فخسارته سترتبط بالمقدار الذي سيصل إليه سعر الأصل المتعاقد عليه عند ارتفاع سعره، وبالتالي فإن خسارته تساوي مقدار أرباح المشتري بالقيمة المطلقة.

عند ارتفاع سعر الأصل إلى 700 وحدة نقدية، سيلتزم بائع خيار الشراء ببيع الأصل المتعاقد عليه بسعر 600 وحدة نقدية في حين إن سعره السوقي 700 وحدة نقدية.

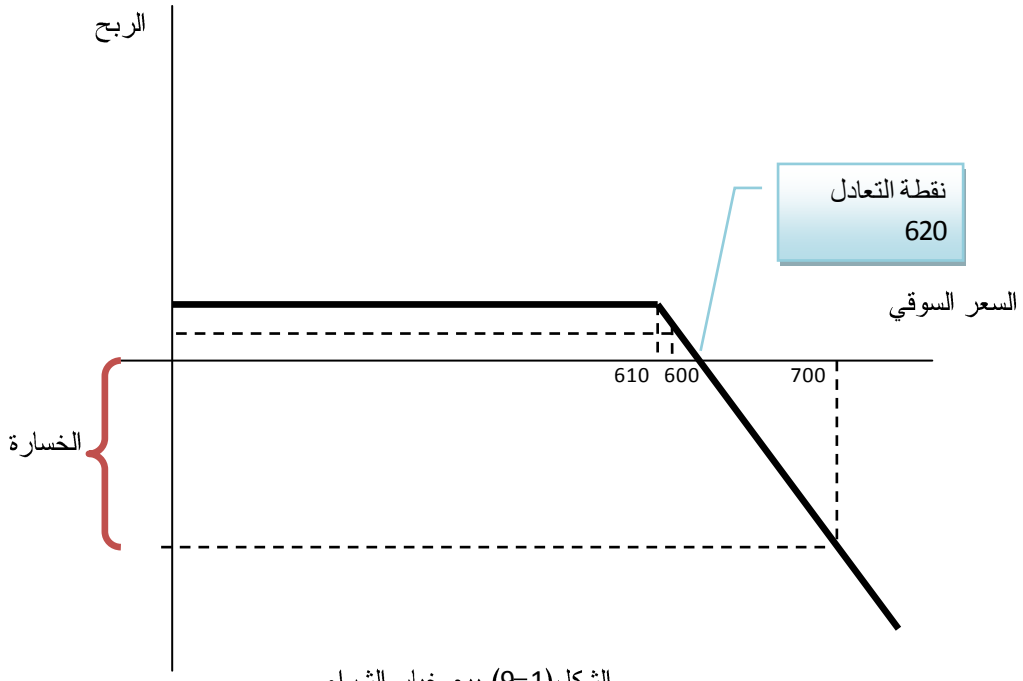
مما يجعل خسارته تساوي 700 – 600= 100 وحدة نقدية

وبأخذ العمولة التي قبضها من المشتري بالاعتبار فإن خسارته سوف تصبح:

100 –20= 80 وحدة نقدية.

نلاحظ هنا أن أرباح مشتري العقد تساوي بالقيمة المطلقة خسارة بائع العقد.

الرسم البياني التالي يوضح احتمالات الربح والخسارة لبائع خيار الشراء.



الشكل(1–9) بيع خيار الشراء.

المصدر: الرسم البياني من إعداد الباحثة.

نلاحظ من الرسم أن خسارة بائع الخيار غير محدودة (عكس مشتري الخيار)، في حين أن عائده محدود.

5-5 آلية تداول/ عمل خيارات البيع

يتيح هذا الخيار لمشتريه أن يتحوط تجاه مخاطر انخفاض سعر الأصل مستقبلاً، فعند انخفاض السعر سيقوم المشتري بتنفيذ العقد، مما سيلزِم بائع الخيار بالشراء من مشتري الخيار بسعر أعلى من السعر السوقي مما سيحقق للمشتري العوائد المطلوبة. بالمقابل عندما سيرتفع السعر السوقي سيكون من الأجدى له أن لا ينفذ العقد كون السعر السوقي أعلى وستقتصر خسارته على العمولة (Premium).

بالتالي فإن طرفي العقد هما: مشتري خيار البيع (Buying put option) وبائع خيار البيع (Writing or Selling Put Option). والمثال التالي يوضح آلية التعاقد بينهما:

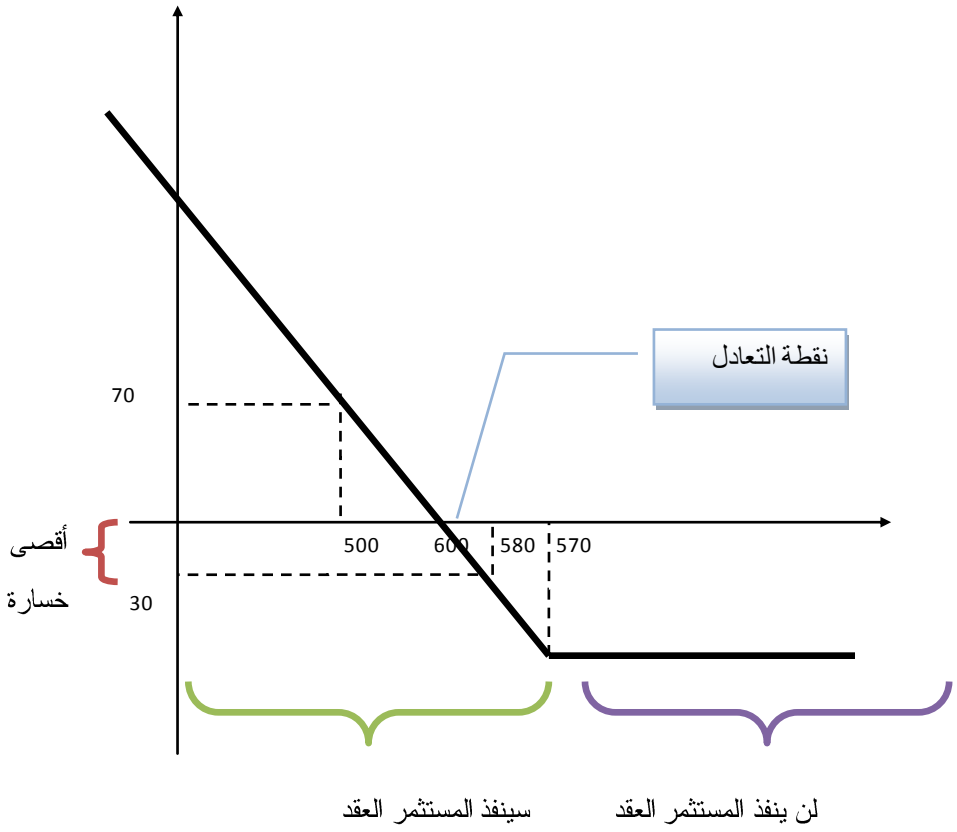
قرر المستثمرB شراء خيار بيع أوروبي لمدة ثلاثة أشهر، وبسعر تنفيذ 600 وحدة نقدية وبعمولة مقدارها 30 وحدة نقدية.

عند تاريخ استحقاق العقد سيكون المستثمر أمام خمسة خيارات هي:

- الاحتمال الأول: إذا كان سعر الأصل في تاريخ الاستحقاق أكثر من 600 وحدة نقدية، لن يقوم المستثمر مشتري الخيار بتنفيذ العقد، لأن ذلك يعني أن يبيع بسعر أقل من سعر السوق، وستكون أقصى خسارة يتحملها هي 30 وحدة نقدية.
- الاحتمال الثاني: إذا استقر سعر الأصل في تاريخ الاستحقاق عند 600 وحدة نقدية، فإنه لن ينفذ الخيار.
- الاحتمال الثالث: في حال انخفض سعر الأصل إلى مابين 600 وحدة نقدية وال 570 وحدة نقدية، سيكون من الأجدى للمستثمر أن ينفذ العقد حتى يقلل من خسارته المساوية ل 30 وحدة نقدية. فعلى فرض انخفض السعر إلى 580 وحدة نقدية، ستكون خسارته 600- 580 = 20 وحدة نقدية، بدلاً من 30 وحدة نقدية.
- الاحتمال الرابع: أن يصل سعر الأصل إلى 570 وحدة نقدية، وفي هذه الحالة لن يحقق المستثمر أي ربح أو خسارة، وتدعى هذه النقطة بنقطة التعادل.
- الاحتمال الخامس: في حال انخفض سعر الأصل لأقل من 570 وحدة نقدية، وليكن إلى 500 وحدة نقدية، عندها سيقوم المستثمر بالتأكيد بتنفيذ العقد، أي أنه سيلزِم البائع بشراء الأصل بسعر 600 وحدة نقدية في حين أن سعره في السوق هو 500 وحدة نقدية, وسيحقق عوائد تساوي 600- 500 = 100 وحدة نقدية.

  وبأخذ العمولة بالاعتبار سيحقق ربحاً صافياً يساوي 100- 30= 70 حدة نقدية.

الرسم البياني التالي يوضح العملية بالنسبة لمشتري خيار البيع



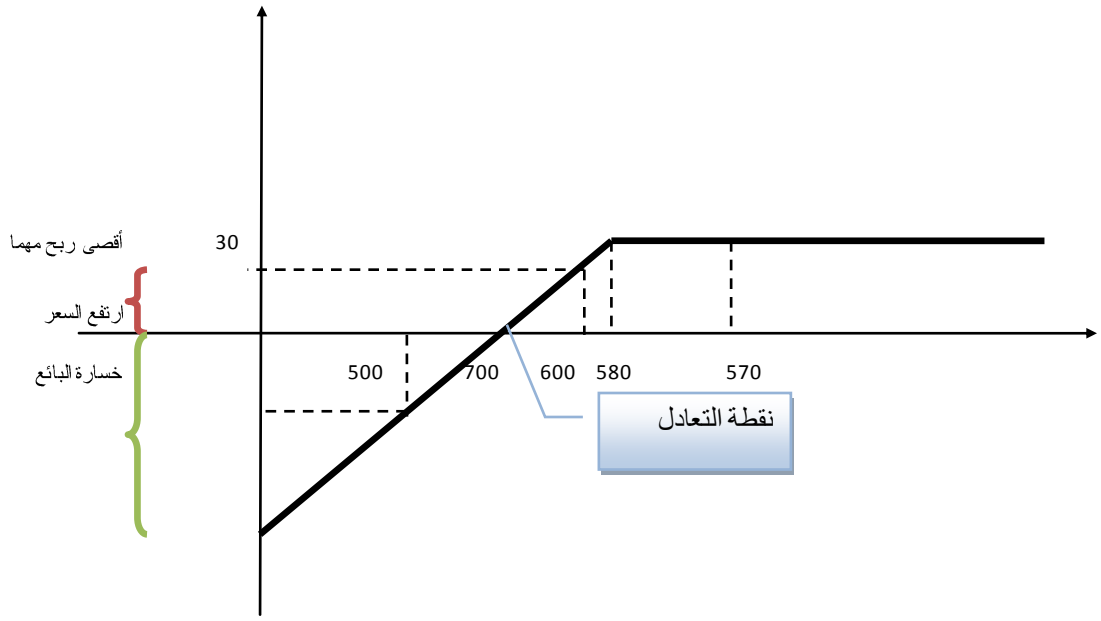
الشكل(1–10):شراء خيار بيع.

المصدر: الرسم البياني من إعداد الباحثة

أما الوضع بالنسبة لبائع الخيار، فإن ربحه وخسارته تتوقف على ربح وخسارة المشتري وتساويها بالقيمة المطلقة.

بناءً على ذلك فإن أعظم ربح يحققه بائع الخيار هو مقدار العمولة التي يقبضها من مشتري الخيار أما خسارته فغير محدودة، فكلما انخفض السعر كبرت خسارته حتى يصل إلى الصفر وعندها ستكون خسارته أعظمية.

الرسم البياني التالي يوضح آلية ذلك :



الشكل(1-11): بيع خيار بيع.

المصدر: الرسم البياني من إعداد الباحثة

وكنتيجة مما سبق نقول:

- يحقق المستثمر بعقود الخيارات عائداً عندما يرتفع سعر الأصل، إذا كان هذا المستثمر قد اشترى خيار شراء أو إذا باع خيار بيع.
- يحقق المستثمر ربحاً عندما ينخفض سعر الأصل إذا كان هذا المستثمر قد باع خيار شراء أو إذا اشترى خيار بيع.

بالتالي هناك تصنيف آخر لعقود الخيارات هو:

العقود المربحة (In -The -Money)، العقود غير المربحة (Out -Of -The -Money)، الخيار المتكافئ (At -The -Money). والجدول التالي يوضح ذلك[1]:

الجدول(1): تصنيف عقود الخيارات حسب عوائدها.

البيان	خيار الشراء	خيار البيع
الخيار المربح In - The - Money	سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ	سعر السوق أصغر من سعر التنفيذ
الخيار الغير مربح Out - Of - The - Money	سعر السوق أقل من سعر التنفيذ	سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ
الخيار المتكافئ At - The - Money	سعر السوق يساوي سعر التنفيذ	سعر السوق يساوي سعر التنفيذ

[1] د.عبد العال حماد، طارق، المشتقات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص46.

5-6 أرباح وعوائد عقود الخيارات

عند تنفيذ العقد أو استحقاقه يحقق أحد الطرفين عائداً، في حين أن الطرف الآخر يتكبد خسارة، وبأخذ العمولة التي يدفعها مشتري الخيار لبائعه نحصل على صافي أرباح المستثمر وفق المعادلات التالية[1]:

- مشتري خيار الشراء

العائد = [(0, سعر السوق) أيهما أكبر] – سعر التنفيذ

الربح الصافي = العائد – العمولة

- بائع خيار الشراء

العائد = –[(0 , سعر السوق) أيهما أكبر] – سعر التنفيذ

الربح الصافي = العائد + العمولة

- مشتري خيار البيع

العائد = [(0 , سعر التنفيذ) أيهما أكبر] – سعر السوق

الربح الصافي = العائد – العمولة

- بائع خيار البيع

العائد = –[(0 , سعر التنفيذ) أيهما أكبر] – سعر السوق

الربح الصافي = العائد + العمولة

5-7 استخدامات عقود الخيارات

توفر عقود الخيارات نوعين من المزايا هما: المضاربة و التحوط.

5-7-1 المضاربة [2]

يقصد بالمضاربة إعطاء المتعاملين ميزة استخدام مبالغ قليلة من الأموال للمتاجرة في السوق المالية. فالطرف الأول من العقد أي مشتري الخيار يتمكن عن طريق دفع العمولة (التي لا تمثل إلا نسبة ضئيلة من القيمة الإجمالية للعقد) أن يضارب بمبالغ كبيرة في استثماراته.

كما يمكن لمحرر العقد ومن خلال استخدام ميزة الرفع المالي، أن يضارب معتمداً على دفع مبلغ ضئيل نسبياً لبيت السمسرة يدعى الهامش، ذلك أن بيت السمسرة يقوم بدور الوسيط الضامن لوفاء كلا الطرفين بالتزاماتهما.

---

[1] L.Mc.Donald, Rober: Derivatives Markets,2ND edition, Addision Wesley, 2006, p33-42.

[2] د. العلي، أحمد: إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، 2008-2009، ص 107.

يلجأ المضاربون عادة إلى شراء عقود الخيارات عندما يتوقعون ارتفاع سعر الأصل، وفي حال لم تتحقق توقعاتهم فإن خسائرهم تكون محدودة بقيمة العمولة المدفوعة.

المثال التالي يوضح إمكانية استخدام هذه العقود في المضاربة:

لدينا مستثمر يملك 2000 وحدة نقدية و يراقب بيانات لشركة X ويتوقع أن سعر السهم فيها سوف يرتفع خلال الشهر القادم.

فإذا كان سعره الحالي هو 500 وحدة نقدية، فهو أمام خيارين:

أن يشتري السهم بالسعر الحالي وهو 500 وحدة نقدية، ثم يقوم ببيعه عندما يرتفع سعره مستقبلاً (2000 / 500 = 4 أسهم).

أو أن يشتري خيار شراء لمدة شهر, وبسعر تنفيذ 550 وحدة نقدية، وبعمولة 10 وحدات نقدية (2000 / 10 = 200 عقد خيار شراء).

الجدول التالي يوضح مكاسب وخسائر المضارب في كلا الحالتين:

	باستخدام عقود الخيارات	دون استخدام عقود الخيارات
احتمال ارتفاع سعر السهم عند تاريخ الاستحقاق إلى 570 وحدة نقدية.	نظراً لارتفاع سعر السهم سيقوم مشتري الخيار بتنفيذه, بالتالي سيحقق عائداً يساوي: 200(570–550)=4000 وحدة نقدية. ويكون ربحه الصافي بعد تخفيض مبلغ العمولة يساوي: 4000–2000 = 2000 وحدة نقدية.	ضمن هذا الاحتمال سيقوم المستثمر بشراء الأصل (سهم) بمبلغ 500 وحدة نقدية. 2000 /500 = 4 أسهم. وعند ارتفاع السعر سيسعى لبيع الأسهم بالسعر المرتفع ويحقق ربحاً يساوي: 4(570 – 500)=280 وحدة نقدية
احتمال انخفاض سعر السهم عند تاريخ الاستحقاق إلى 490 وحدة نقدية.	بما أن الانخفاض في سعر السهم يخالف توقعات المستثمر, لن يقوم بتنفيذ العقد. خسائر المستثمر تساوي العمولة. 2000 وحدة نقدية.	بما أن المستثمر اشترى أربعة أسهم بسعر 500 وحدة نقدية للسهم الواحد, ثم انخفض سعر السهم فخسارته تساوي: 4 (500–490)= 40 وحدة نقدية

نستنتج من المثال السابق أن المضاربة بعقود الخيارات ضاعف الربح الذي يحصل عليه المضارب في حال تحقيقه للربح كما ضاعف خسائره في حال تعرض للخسارة.

5-7-2 التحوط

يمكن استخدام عقود الخيارات كأداة للتحوط تحد من المخاطر الناجمة عن انخفاض سعر الأصل أو ارتفاع سعره، مما يجنب المتعاقدين مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية التي يملكها. المثال التالي يوضح ذلك:

مستثمر يملك 2000 سهم من شركة X وسعر سهم هذه الشركة حالياً هو 200 وحدة نقدية، ونظراً لتوقعات المستثمر غير المتفائلة تجاه أداء هذه الشراكة فهو يتوقع انخفاض سعر سهمها خلال الثلاثة أشهر القادمة.

بالتالي فإن المستثمر أمام خيارين:

إما أن يبيع أسهمه بالسعر الحالي، وهنا سيخسر مركزه المالي في الشركة في حال لم تتفق توقعاته مع أدائها خلال الفترة القادمة.

أو أن يقوم بشراء خيار بيع, بسعر تنفيذ 190 وحدة نقدية، وبعلاوة تساوي 10 وحدات نقدية. أي أن يشتري مقابل كل عقد 100 سهم، أي 20 عقد بكلفه 20 × 10= 200 وحدة نقدية.

الجدول التالي يوضح مكاسب وخسائر المتحوط في كلا الحالتين:

	باستخدام عقود الخيارات	**دون استخدام عقود الخيارات**
احتمال انخفاض سعر السهم بعد ثلاثة أشهر إلى 175 وحدة نقدية	ينتج عن الانخفاض قيام المتحوط بتنفيذ العقد وإلزام بائع الخيار بالشراء بسعر 190 وحدة نقدية عوضاً عن 175 وحدة نقدية. العائد يساوي 20(190–175)= 300 وحدة نقدية. وربحه الصافي يساوي 300– 200 =100 وحدة نقدية.	بما أن المستثمر باع أسهم بسعر 200 وحدة نقدية, أي بسعر 200 × 2000=400000 وحدة نقدية. وتكون مكاسبه تساوي 400000 –350000=50000 وحدة نقدية.
احتمال ارتفاع سعر السهم بعد ثلاثة أشهر إلى 210 وحدة نقدية	لن ينفذ المتحوط الخيار وستكون أقصى خسارة تحملها تساوي العمولة 200 وحدة نقدية.	خسارته تساوي 2000(200–210)= 20000 وحدة نقدية.

نستنتج من المثال السابق أن التحوط قد خفض من خسائر العملية بدرجة كبيرة جداً، وهذا هو الهدف الرئيسي من هذه العملية.

5-8 فوائد استخدام عقود الخيارات

بعد عرض أهم النقاط التي يتضمنها التعاقد على عقود الخيارات، نستطيع ذكر أهم فوائدها:

1- سهولة التعامل بها في السوق.

2- في حال تم التعاقد عليها في الأسواق النظامية فإن مخاطرها الائتمانية تكون معدومة. أي مخاطر عدم التزام أحد الأطراف بالتزاماته تجاه الآخر.

3- مخاطرها محدودة بالنسبة لمشتري الخيار.

4- تعتبر أداة مرنة نظراً للتنوع الكبير لهذه العقود، وفي حال تم التعامل بها بالشكل العلمي الصحيح، ستسهم إلى حد كبير بتقليل مخاطر تقلبات أسعار الفائدة أو أسعار الصرف أو أسعار الأصول على اختلافها.

6. مقارنة بين الأنواع الرئيسية لعقود المشتقات المالية

6-1 أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

الجدول(2): أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوعها ومكان تداولها	غير نمطية, يتم الاتفاق عليها بالتفاوض بين الطرفين	نمطية, يتم تتداولها في الأسواق النظامية
السعر المتعاقد عليه	ثابت خلال عمر العقد وتتم التسوية عند نهاية العقد.	تتعدل القيمة اليومية حسب سعر السوق
التسليم	تنتهي عادة بالتسليم	عادة لا تنتهي بالتسليم
التسوية	في نهاية عمر العقد	يومية
الهامش المبدئي	لا يوجد هامش مبدئي	يوجد هامش مبدئي
ضمانات التنفيذ	الملاءة المالية للمتعاقدين	غرفة المقاصة
أهم المزايا	مرونة في التفاوض وسهولة في الاستخدام	مخاطرها الائتمانية أقل, نمطية.

المصدر: إعداد الباحثة

2-6 أوجه الاختلاف بين عقود الاختيار والعقود المستقبلية

الجدول(3) : أوجه الاختلاف بين عقود الاختيار والعقود المستقبلية

المقارنة	العقود المستقبلية	عقود الخيارات
نوعها ومكان تداولها	نمطي، ويتم تداولها في الأسواق النظامية	نمطية في الأسواق النظامية، وغير نمطية في الأسواق الغير نظامية.
آلية التسوية	يومية	تتم عندما يقرر المشتري ذلك.
الإلزام	كلا الطرفين ملزم بالتنفيذ	بائع الخيار ملزم فقط.
العلاوة	لا يوجد	يدفع المشتري للبائع علاوة
المكاسب والخسائر	المكاسب مستمرة بالنسبة لمشتري العقد طالما استمر ارتفاع السعر. والعكس بالنسبة للبائع.	خسائر المشتري محدودة بالعلاوة، أما أرباحة مستمرة. والعكس بالنسبة للبائع.

المصدر: إعداد الباحث

المبحث الرابع

المتعاملون في العقود المشتقة

تمهيد

تعتبر العقود المشتقة أدوات تلبي حاجات جميع أنواع المتعاملين في الأسواق المالية كل حسب أهدافه القريبة أو البعيدة.

وبالإمكان تصنيف المتعاملين فيها، إلى ثلاثة أصناف رئيسية هم:

- ✓ المتحوطون.
- ✓ المضاربون.
- ✓ المراجحون.

1. المتحوطون (Hedging):

إن المشتقات تسمح بتحقيق مستوى تأكد يتفوق على الأوراق المالية الأصلية، لكن لا يعني ضماناً كاملاً[1]. والمتحوطون هم الذين يستخدمون العقود المشتقة لتقليل مخاطر التقلبات في أسعار الأصول المتداولة في السوق مثل (تقلبات أسعار الفائدة، قيم الأسهم، أسعار السندات، أسعار صرف العملات وأسعار السلع الأساسية وغيرها...). وقد يكون هؤلاء عبارة عن شركات أو مؤسسات استثمارية أو بنوك أو حكومات[2].

ولبيان آلية هذا التحوط سنورد المثال التالي:

شركة استيراد مقرها في الولايات المتحدة الأمريكية، يتوجب عليها أن تدفع 10 مليون جنيه في تاريخ (20 تشرين الأول، 2007) وذلك مقابل بضائع استوردتها من مورد بريطاني.

والجدول التالي يوضح أسعار صرف الجنيه مقابل الدولار وفق دراسة أعدها أحد البنوك في (20 تموز، 2007).

	سعر الشراء	سعر البيع
السعر الحالي	$ 2,0558	$ 2,0562
السعر بعد شهر	$ 2,0547	$ 2,0552
السعر بعد ثلاثة أشهر	$ 2,0526	$ 2,0531
السعر بعد ستة أشهر	$ 2,0483	$ 2,0489

بالنسبة للشركة المستوردة ونظراً لتخوفها من انخفاض قيمة الدولار أمام الجنيه بعد ثلاثة أشهر، قررت الدخول في عقد آجل ينص على شراء 10 مليون جنيه بعد ثلاثة أشهر بسعر (2,0531$) أي ستقوم بشراء (10 مليون £) بمبلغ (20531000$) مهما كان سعر الجنية في تاريخ استحقاق العقد.

إذا وفي تاريخ استحقاق العقد أي في تشرين الثاني تكون الشركة أمام احتمالين:

- ارتفاع سعر الجنية إلى (2,100 $) :

[1] د. داغر، محمود: الأسواق المالية مؤسسات– أوراق– بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، 2005، ص125.

[2] M. Chisholm, Andrew: Finance, Derivatives Demystified, John Wiley & Sons Ltd, London, 2004, p 16.

إن ارتفاع سعر الجنيه يدل على صدق توقعات تلك الشركة، وهذا يعني أنها سوف تشتري الجنيه بسعر أقل من سعر السوق بفضل العقد الآجل الذي وقعته. وبالتالي فإنها ستحقق وفراً أو ربحاً مقداره:

(2,1$−2,0531$)× 10 مليون £= 1531000$

أما في حال لم توقع العقد الآجل (أي لم تتحوط تجاه هذه المخاطر) فكانت سوف تضطر لدفع مبلغ (21000000$) للحصول على (10000000£).

- انخفاض سعر الجنية إلى (1,9$) :

إن هذا الانخفاض سينعكس سلباً الشركة المستوردة, ذلك أنها تحوطت تجاه انخفاض سعر الدولار وليس الجنية، أي أن السعر السوقي عند استحقاق العقد هو أقل من السعر المتفق عليه في نص العقد. وهذا سيرتب عليها خسائر بمقدار:

(2,0531$ – 1,9 $)× 10 مليون £= 1531000$

أي أنها قد تتمنى لو أنها لم تدخل في العقد الآجل.

إذا فالتعامل بالعقود المشتقة له جوانب ايجابيه وجوانب سلبية، وقيمة العقد في تاريخ استحقاقه تتوقف على حركة سعر الأصل المتعاقد عليه، فهي توقعات قد تصيب وقد تخيب. وعلى المستثمر أن يكون ملماً بحركة الأسعار والظروف المؤثرة عليها.

2. المضاربون (Speculators):

هم المراهنون على أسعار الأصول (أي يراهن على السعر بأنه سيرتفع أو سينخفض). وتعتبر العقود المشتقة أدوات مالية مناسبة للمضاربة على أسعار البضائع والأصول المالية وكذلك أسعار الفائدة وقيم السندات ومؤشرات الأسواق.

إن المضاربة باستخدام العقود المشتقة أقل تكلفة بالنسبة للمضارب من المضاربة باستخدام العقود الأساسية بالتالي فإنها ذات عائد أكبر له[1]. والمثال التالي يوضح آلية استخدام أحد العقود المشتقة في المضاربة:

في شهر شباط يعتقد أحد المضاربين في الولايات المتحدة الأمريكية أنه بعد شهرين سترتفع قيمة الجنيه مقابل الدولار .

ويرغب في المضاربة على ذلك بمبلغ (250000£).

بناء على ذلك فإن المضارب أمام خيارين هما:

[1] M. Chisholm, Andrew: Finance Derivatives Demystified, John Wiley & Sons Ltd, London,2004,

a. إما أن يقوم بشراء (£250000) في السوق الحالية ويودعها في أحد البنوك (مقابل الحصول على فائدة معينة) ثم وبعد شهرين وعند ارتفاع قيمتها يقوم ببيعها.
b. أما الخيار الثاني فهو أن يقوم باتخاذ مركز طويل الأجل في بورصة (CME) حيث أن سعر العقد المستقبلي الواحد هو (£62500)، بالتالي فإن المضارب سيشتري أربعة عقود.

والجدول التالي يوضح الخيارين، علماً أن سعر صرف الجنيه الواحد لحظة توقيع العقد كان (2,0470 $).

	الاحتمال (a) دون استخدام العقد المستقبلي	**الاحتمال (b) باستخدام العقد المستقبلي للمضاربة**
	£250000 السعر الحالي= 2,0470 $	شراء 4 عقود مستقبلية سعر المستقبلي= 2,0310 $
الاستثمار	=250000×$2,0470 511,755 $	4×5000= $20000
العائد في حال كان السعر السوقي في نيسان = 2,1 $	(2,0470–2,1)× 250000 = 13,250 $ (ربح)	(2,0410–2,1)× 250000 = 14,750 $ (ربح)
العائد في حال كان السعر السوقي في نيسان = 2,0 $	(2,0470–2,0)× 250000 = –11,270 $ (خسارة)	=250000 ×(2,0410 –2) – 10,250 $ (خسارة)

نلاحظ من الجدول السابق أنه عند ارتفاع السعر السوقي في نيسان إلى 2,1 $ فالمضارب حقق أرباحاً لكن تلك الأرباح التي حققها من خلال الاعتماد على العقد المستقبلي هي أكبر من الأرباح التي حققها دون الدخول في العقد المستقبلي. أما عند انخفاض السعر إلى 2,0 $ فالمضارب حقق خسائر، و الخسائر التي تكبدها عند استخدام العقد المستقبلي هي أقل من الخسائر التي تكبدها في حال عدم الدخول في العقد المستقبلي.

3. المراجحون (Arbitragers) :

تهدف هذه الفئة من المتعاملين في العقود المشتقة إلى الحصول على الربح الخالي من المخاطر عن طريق الدخول في معاملات في سوقين أو أكثر بشكل متزامن . أي أنه يسعى للاستفادة من حالة الاختلاف أو عندما يوجد فروقات سعرية لأصل معين بين سوقين أو أكثر[1].

مثال:

سهم معين يتم تداوله في بورصة الأسهم في نيويورك ولندن، وعلى فرض أن سعر السهم 200$ في نيويورك و100£ في لندن.

علما أن سعر صرف الجنيه حينها كان (2,03$).

إذا هنا بإمكان المراجح أن يشتري (100 سهم) من أسم الشركة في نيويورك ويبيعها في لندن ويحصل بذلك على ربح عديم المخاطرة هو:

100سهم *(2,03$ *100£) –200$= 300 $

وذلك طبعاً في ظل غياب تكاليف المعاملات، علماً أن هذه التكاليف قد تقضي على أرباح المستثمر الصغير.

ففي المثال السابق، زيادة الطلب على شراء أسهم الشركة في نيويورك سيرفع سعر السهم وبالمقابل فإن بيع الأسهم في لندن سيخفض قيمتها، فما يلبث السعران يصبحان متعادلان. لهذا فإن عدداً قليلاً جداً يستفيد من فرصة الاختلاف في الأسعار.

[1] د. داغر، محمود: الأسواق المالية مؤسسات–أوراق–بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، 2005، ص125.

الفصل الثاني

دور المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدي

تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

المبحث الأول: ماهية المخاطر المالية وأنواع المخاطر التي تتعرض لها المصارف

- ✓ ماهية المخاطر.
- ✓ إدارة المخاطر.
- ✓ أنواع المخاطر المصرفية.

المبحث الثاني: أهمية إدارة المخاطر المصرفية وأساليبها

- ✓ أهمية إدارة المخاطر المصرفية.
- ✓ الأنشطة التي تتضمنها إدارة المخاطر المصرفية.
- ✓ قياس المخاطر.

المبحث الثالث: آلية عمل المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدي والآثار المترتبة على استخدامها.

- ✓ مفهوم التحوط وأهميته.
- ✓ أثر استخدام العقود المشتقة الأساسية كأدوات للتحوط التعاقدي.

المبحث الأول

ماهية المخاطر المالية وأنواع المخاطر التي تتعرض لها المصارف

تمهيد:

إن التطورات المتلاحقة التي يشهدها الاقتصاد بشكل عام والقطاع المصرفي بشكل خاص، فرض تطوراً في أعمال المصارف ونشاطاتها، فأصبحت على درجة كبيرة من التعقيد, ناهيك عن المنافسة الشديدة التي ساهم في حدتها التطور التكنولوجي وانفتاح الأسواق على بعضها. كل ذلك جعل المؤسسات المالية بشكل خاص عرضة في أي لحظة إلى أنواع مختلفة من المخاطر التي قد ينتج عنها أضرار مادية قد تصل إلى حد العجز والإفلاس.

في هذا المبحث سيتم تناول مفهوم المخاطر وأنواع المخاطر المصرفية وفق ما يلي:

- ✓ ماهية المخاطر.
- ✓ إدارة المخاطر.
- ✓ أنواع المخاطر المصرفية.

1. ماهية المخاطر

يقصد بالخطر لغوياً أنه احتمال حدوث ضرر، وكلمة احتمال هنا تعني بأنه لا يوجد تأكيد لحدوث الضرر من جهة، وتعطيه الصفة المستقبلية من جهة ثانية. إن عدم اليقين بحدوث الضرر يشجع على المخاطرة فهي مجازفة تفضي للوقوع في حقل مليء بمكامن الخطر[1]. وقد يكون السبب وراء حدوث الخطر طبيعي ليس للإنسان أي علاقة به كالزلازل، أو لأسباب مرتبطة بالأفراد القائمين على العمل كاتخاذ قرارات خاطئة.

إذاً فالخطر حادث احتمالي غير مؤكد ينتج عنه نتائج غير مرغوبة سواء على مستوى الفرد أو المؤسسة أو المجتمع.

أما الخطر من وجهة النظر المصرفية فهو احتمالية تعرض المصرف إلى خسائر غير متوقعة وغير مخطط لها، أو تذبذب في العائد الذي تتوقع تحقيقه مستقبلاً[2].

---

[1] د.سالم، شاهين: المخاطر المالية، مكتبة الدار العربية للعلوم، بغداد، ص15.

[2] www.Bab.com/ articles/full_article.cfm.

ووفقاً لنظرية الاحتمالات يمكن تعريفه بأنه فرصة حدوث عائد مخالف للعائد المتوقع، أي احتمال اختلاف العائد الفعلي عن العائد المتوقع[1].

وقد عرفت لجنة التنظيم المصرفي وإدارة المخاطر المنبثقة عن هيئة قطاع المصارف في الولايات المتحدة الأميركية (Financial Services Roundtable – FSR) المخاطر المصرفية بأنها احتمال حدوث خسارة إما بشكل مباشر (خسائر في نتائج أعماله) أو خسائر في رأس المال، أو خسائر غير مباشرة تحد من إمكانيات المصرف في تحقيق أهدافه وغاياته، فمثل هذه القيود تضعف قدرة المصرف على الاستمرار في تقديم خدماته وتحد من قدرته على استغلال الفرص المتاحة من جهة ثانية[2].

لكن وعلى الرغم من الارتباط بين مفهومي المخاطر وعدم التأكد، إلا أنهما متمايزان عن بعضهما. ويكمن أساس الاختلاف في الدقة التي تتوافر حول معرفة وتحديد احتمال وقوع الحدث. حيث يمثل عدم التأكد الموقف الذي لا يكون لدى متخذ القرار التوزيع الاحتمالي للمخاطر نتيجة نقص المعلومات. في حين أن المخاطر تمثل الموقف الذي يمكن فيه لمتخذ القرار وضع التوزيع الاحتمالي نتيجة وفرة المعلومات[3].

وبناء على ما سبق يمكننا استخلاص تعريف للمخاطر يتمثل بأنها احتمالات انحراف القيم الحقيقية عن القيم المتوقعة.

2. إدارة المخاطر (Risk Management)

إن أول ظهور لمفهوم إدارة المخاطر كان في منتصف السبعينات من القرن الماضي، كأحد الإدارات الفرعية من إدارة التأمين والتي تحتاج إلى جهد وتركيز كبيرين. وتصنف إدارة المخاطر الأنشطة و المسؤوليات الخارجية لميدان التأمين العام، ففي الوقت الذي عمدت فيه شركات التأمين على تعويض المنشآت المتضررة نتيجة المخاطر الطبيعية أو مخاطر الحريق والسرقة و الخ. عمدت إدارة المخاطر إلى البحث والتقصي وراء الأسباب التي أدت لمثل هذه المخاطر كأخطاء الموظفين أو الإجراءات المحاسبية الخاطئة أو تقلبات أسعار سعر الصرف والفائدة وغيرها من العوامل. وفي الفترة ما بين عامي 1980م و 1990م تطور نشاط إدارة المخاطر ليحتل موقعاً هاماً في خطط واستراتيجيات المنشأة، كما اتسع ميدان إدارة المخاطر ليعرف بمشروع إدارة المخاطر (Enterprise Risk Management)[4].

---

[1] Weston, J.Besley & Brigham T.: Essentials of managerial financial, University of California, Los Anglos, The Dryden press, 1996, p55.

[2] www.Osooltc.com

[3] د.العلي, أحمد, ود. القاسم, عبد الرزاق: إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية, منشورات جامعة دمشق, 2010, ص 49.

[4] www.reference for business. Com/ management.

أما في القطاع المصرفي فقد أدى تزايد المخاطر التي تتعرض لها المصارف (سواء من عوامل داخلية كضعف في الإدارة، أو خارجية) إلى جعلها تُعنى بإيجاد إدارة متخصصة بالمخاطر التي قد تتعرض لها وتبحث في أسبابها وأساليب الحد منها والنماذج المقترحة لمقابلة كل نوع من هذه المخاطر.

هناك العديد من التعاريف التي تناولت إدارة المخاطر ومن أبرزها، أن إدارة المخاطر هي جميع القرارات التي يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للمصرف وتعمل على تحقيق العائد الأمثل وبالتالي تخفيض المستوى المطلق للخسائر قدر الإمكان[1].

كما تعرف بأنها مجموعة من الأنشطة الخاصة بالتخطيط والتنظيم والقيادة والرقابة لموارد المنشأة بهدف تقليل الخسائر المحتملة التي قد تتعرض لها الموارد، وتكون فعالة وفق ما يلي[2]:

1- تحديد الخسائر المحتملة من الخطر موضوع الاهتمام.
2- تقييم الأساليب البديلة للتعامل مع الخطر.
3- تطبيق الأساليب المناسبة لمعالجة الخطر.
4- متابعة وتقييم نتائج الأساليب التي تم اعتمادها.
5- تطوير وتعديل أداء وممارسة إدارة المخاطر للوصول إلى نتائج أفضل.

بناء على ما سبق يمكن أن نستنتج نقطتين أساسيتين تتعلقان بإدارة المخاطر، الأولى أن إدارة المخاطر يجب أن تتناول كافة الأنشطة للمصرف، والثانية أن على إدارة المخاطر أن تتوقع المخاطر وتضع الأساليب المناسبة للوقاية من الخسائر المحتملة أو تعظم درجة استقرار العوائد في ظل المستقبل الغير مضمون.

ولإدارة المخاطر مبادئ حددت وفق ورقة العمل المقدمة في اجتماع لجنة الرقابة المصرفية العربية التابعة لمجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربي كما يلي[3]:

1- تقع مسؤولية إدارة المخاطر بشكل أساسي على عاتق مجلس الإدارة لكل مصرف وهو ما يستوجب منهم فهم المخاطر التي يواجهها المصرف والتأكد من أنها تدار بأسلوب فعال وكفء.
2- على مجلس الإدارة إقرار إستراتيجية إدارة المخاطر وتشجيع القائمين على الإدارة على قبول وأخذ المخاطر بعقلانية والعمل على تجنب المخاطر التي يصعب تقييمها.

---

[1] د.حشاد، نبيل: مجلة اتحاد المصارف العربية، إدارة المخاطر المصرفية وأنواعها وارتباطها بالحوكمة وإدارتها، لبنان، العدد 292، 2005، ص41.

[2] Borgsdrof,D. &Pliszka, D.: Management your Risk or Risk your Management, Public Management(US), 1999, P6-10.

[3] بنك الإسكندرية، إدارة البحوث والترجمة، النشرة الاقتصادية، المجلد 35، مصر، 2003،ص 71-72.

3- أن يكون لدى كل مصرف لجنة مستقلة تسمى لجنة إدارة المخاطر تشمل في عضويتها بعض المسؤولين التنفيذيين في المصرف.
4- إنشاء إدارة متخصصة تتولى تطبيق سياسات إدارة المخاطر والمراقبة اليومية.
5- يتم تعيين مسؤول مخاطر لكل نوع من المخاطر الرئيسية التي يواجهها المصرف.
6- ضرورة وجود منهجية ونظام محدد لقياس ومراقبة كل نوع من المخاطر.
7- ضرورة استخدام أنظمة معلومات حديثة لإدارة المخاطر بحيث توفر وبشكل دوري ودقيق المعلومات الضرورية وفي الوقت المناسب.

2-1 أهداف إدارة المخاطر[1]

أ- استيفاء كافة المتطلبات القانونية وفي الوقت المناسب.
ب- حصر إجمالي التعرض للمخاطر.
ت- تحديد مركز المخاطر وتلافيها.

2-2 خطوات إدارة المخاطر[2]

2-2-1 تحديد المخاطر Risk Identification

إن كل خدمة أو منتج يقدمه المصرف ينطوي على عدة مخاطر. فمثلاً إن عملية الإقراض تنطوي على مخاطر تتعلق بسعر الفائدة والسيولة. لهذا يجب أن يكون تحديد المخاطر عملية مستمرة.

2-2-2 قياس المخاطر Risk Measurement

بعد تحديد المخاطر المتعلقة بنشاط معين، تكون الخطوة الثانية هي قياسها، فكل نوع من المخاطر ينظر إليه بأبعاده الثلاثة: الحجم والمدة واحتمالية الحدوث. والهدف الرئيسي للقياس هو التحديد الرقمي للخسائر المتوقعة من كافة أنواع المخاطر. وهذا التحديد يستند إلى طرق وأساليب مناسبة وموافق عليها من الإدارة العامة للمصرف ويقصد بالمناسبة أنها تتوافق من حيث درجة الاعتماد وتعقيدها مع أهمية المخاطر وأهدافها[3].

---

[1] الخطيب، سمير: قياس وإدارة المخاطر في البنوك، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005، ص20.

[2] د. الكراسنة، ابراهيم: أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، آذار، الطبعة الثانية، 2010، ص38-44.

[3] الخطيب، سمير: مرجع سابق, ص22.

2-2-3 ضبط المخاطر Risk Control

إن على إدارة المصرف أن توازن بين العائد على المخاطر والنفقات اللازمة لضبط هذه المخاطر وأن تضع الحدود لهذه المخاطر.

وهناك ثلاثة طرق أساسية لضبط المخاطر المهمة وذلك على الأقل لتجنب النتائج العكسية المترتبة عليها. وهذه الطرق هي:

- تجنب المخاطر.
- وضع حدود على بعض نشاطات المصرف لتقليل المخاطر.
- إلغاء أثر هذه المخاطر (off setting).

2-2-4 مراقبة المخاطر Risk Monitoring

على المصارف أن تعمل على إيجاد نظام معلومات قادر على تحديد وقياس المخاطر بدقة، وبنفس الأهمية يكون قادراً على مراقبة التغيرات المهمة في وضع المخاطر التي يتعرض لها المصرف.

فعلى سبيل المثال لو توقف عميل عن الدفع فيجب أن يظهر نظام المعلومات ذلك كون هذا التوقف سيحرم المصرف من أرباح متوقعة.

وهناك مصادر عدة لتلك المعلومات وهي:

- التقارير الإحصائية (off- site Reports).
- أنظمة معلومات الإدارة (Management Information Systems) أي التقارير الداخلية التي تتضمن معلومات عديدة عن التعثر بالقروض مثلاً ووضع السيولة في المصرف.
- المصادر العامة (Public Sources) وهي متوفرة لدى هيئة الرقابة على الأسواق, والصحف والمجلات وشركات الجدارة المالية.
- النقاش مع الإدارة (Discussion with Management) ففي المصارف الكبرى هناك عادة ما يسمى ضابط الارتباط بين السلطة الرقابية والمصرف ويكون عادة على اتصال مع إدارة المصرف ولديه معلومات وفيرة عن نشاطات المصرف ومخاطر.

وبشكل عام فإن المصرف عندما يتعرض للمخاطر يكون أمام أحد الخيارات التالية[1]:

1- تجنب المخاطر (Avoidance of Risk).

[1] Erik, B: The Credit of Financial Instrument, London, Macmilan Business, 1993, p20-23.

2- تحويل المخاطر (Transfer Risk) بأساليب عديدة مثل المشتقات المالية وبوليصة التأمين.

3- قبول المخاطر (Acceptance of Risk) عندما يكون على ثقة أن العوائد المكتسبة من النشاط الخطر تغطي التكاليف.

3. أنواع المخاطر المصرفية

يمكن تصنيف المخاطر على أساس مصدر الخطر من جهة، أو على أساس الارتباط هذه المخاطر بالمصرف من جهة ثانية.

3-1 من حيث مصدر الخطر

يمكن تقسيمها إلى:

i) مخاطر التشغيل (Operational Risk) :

تشير إلى الخسائر الناتجة عن عدم كفاية أو فشل (العمليات الداخلية، الأشخاص، النظام، الأحداث الخارجة عن السيطرة)[1].

ii) المخاطر الائتمانية (Credit Risk):

وتحدث عند توقف العملاء عن الوفاء بالتزاماتهم تجاه المصرف في الأوقات المحددة. مما يؤثر على المركز المالي للمصرف نظراً لأن خدمة الإقراض هي من أهم الخدمات التي يقدمها المصرف.

وبصفة عامة تزيد هذه المخاطر عندما ترتفع مستويات أسعار الفائدة، لوجود علاقة مباشرة بين خطر الائتمان وسعر الفائدة[2].

iii) مخاطر السيولة (Liquidity Risk):

تنشأ عن عدم قدرة المصرف على تلبية احتياجاتها أو التزاماتها تجاه الغير وهو ما يؤثر سلبياً على ربحيتها.

ومن أهم الأسباب وراء هذه المخاطر[3]:

- ضعف تخطيط السيولة في المصرف مما يؤدي لعدم التناسق بين الأصول والالتزامات من حيث آجال الاستحقاق.

---

[1] Hobner, Georges: Measuring Operational Risk in Financial Institutions, Mastricht University,2003, p13.

[2] د.منسي، عبد العاطي: إدارة المنشأة المالية، البنوك الشاملة- البورصات العالمية- صناديق الاستثمار، كلية التجارة في السويس، الطبعة 3، 2006، ص93.

[3] بنك الإسكندرية، إدارة البحوث والترجمة، النشرة الاقتصادية، المجلد 35، مصر، 2003، ص66.

- سوء توزيع الأصول على الاستخدامات مما يصعب تسييلها وقت الحاجة.
- التحول المفاجئ لبعض الالتزامات العرضية إلى التزامات فعلية.
- عوامل الركود والأزمات الحادة في الأسواق.

iv) المخاطر الاستراتيجية (Strategic Risk):

هي المخاطر الحالية والمستقبلية التي يمكن أن تؤثر على إيرادات المصرف ورأس المال نتيجة اتخاذ قرارات خاطئة أو نتيجة التنفيذ الخاطئ للقرارات وعدم التجاوب مع التغيرات في القطاع المصرفي. ومن أجل وجود إدارة مخاطر استراتيجية قوية لابد من توافر أنظمة معلومات قوية تمكن المصرف من مراقبة الظروف والمتغيرات الاقتصادية والتنبؤ بها[1].

v) مخاطر أسعار الفائدة (Interest Rate Risk) :

إن التذبذبات في أسعار الفائدة تؤثر على الإيرادات من خلال التأثير على هامش أرباح المصرف، كما تؤثر على رأس المال من خلال تغيير القيمة الاقتصادية له. حيث أن القيمة الاقتصادية تتمثل في صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية لكل من الموجودات والمطاليب والأرقام خارج الميزانية، وتظهر القيمة الاقتصادية التغير المتوقع على المدى البعيد. إن مخاطر التغير في سعر الفائدة لا يمكن تجنبها، لهذا فإن الهدف الأساسي من إدارتها الحفاظ على مستوياتها مقبولة بالنسبة للمصرف[2].

لقد تعددت مسميات إدارة مخاطر أسعار الفائدة، فمنها إدارة الهامش، إدارة فجوة الأموال، وتحليل حساسية سعر الفائدة. وهنا تجدر الإشارة إلى أن المصارف ذات الفجوة الموجبة (الأصول الحساسة لسعر الفائدة أكبر من الخصوم الحساسة لسعر الفائدة) تتعرض للخسارة إذا انخفض سعر الفائدة، حيث ستكون الأصول التي سيعاد تسعيرها خلال السنة المالية أقل من الالتزامات التي سيعاد تسعيرها في نفس الفترة، والعكس صحيح[3].

---

[1] د. الكراسنة، إبراهيم: أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، آذار، الطبعة الثانية، 2010، ص33.

[2] د. الكراسنة، إبراهيم: مرجع سابق، ص 30.

[3] د.منسي, عبد العاطي: إدارة المنشأة المالية، البنوك الشاملة– البورصات العالمية– صناديق الاستثمار، كلية التجارة في السويس، الطبعة 3، 2006، ص96– 101.

vi) مخاطر سعر الصرف (Foreign Exchange Rate Risk) :

تنشأ من تغير سعر الصرف العملات مما يؤدي إلى فقد جزء من أصولها[1].

وإن قياس مخاطر سعر الصرف على درجة كبيرة من الأهمية بحيث يتمكن المصرف من خلالها من التنبؤ بالخسائر المحتملة. وفي جميع الأحوال فإن إدارتها تتطلب توافر أنظمة معلومات دقيقة لضمان الالتزام بالحدود المقبولة لهذا النوع من المخاطر، وأن تكون عملية مراجعتها من قبل الرقابة الداخلية للمصرف مستمرة[2].

3-2 من حيث ارتباطها بالمصرف:

i) مخاطر منتظمة (Systematic Risk)

هي المخاطر العامة التي يتعرض لها المصرف في السوق بغض النظر عن تخصصها وعملها، أي أنها تصيب جميع المصارف العامة دون استثناء. فهي متعلقة بالنشاط الاقتصادي والمالي العام، وقد يخفف من هذه المخاطر بالتنويع إلا أنه لا يوجد حل جذري لها[3]. ومن هذه المخاطر مخاطر التضخم التي تتعرض لها الاستثمارات في السندات الحكومية والاستثمارات الادخارية، فهي وإن كانت تسترد قيمتها الأصلية إلا أن قيمتها الشرائية مقاسه بنفس الوحدة النقدية ستنخفض. ومن المعروف أن التضخم كان ولا زال مستمراً ومتسارعاً وليس له حل جذري[4].

ii) المخاطر الغير منتظمة (Unsystematic Risk): وتنشأ من طبيعة النشاط أو الاستثمار ويمكن تجنبها بالتنويع[5]. ومن أمثلتها التغير في أسواق المستهلكين وظهور منافسين جدد.

---

[1] الشاهد، سمير:إدارة الأصول ومخاطر التمويل في العمل المصرفي التقليدي والإسلامي، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2002، ص 57.

[2] د. الكراسنة، إبراهيم: أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، آذار، الطبعة الثانية، 2010، ص 36- 37.

[3] طه، طارق: إدارة البنوك ونظم المعلومات المصرفية، الحرمين للكمبيوتر، الإسكندرية، 1999، ص327.

[4] Kamerschen, D.: Money and Banking, University of Georgia, Southwestern publishing Co., 1992, p81.

[5] مطر, تيم و محمد, فايز: إدارة المحافظ الاستثمارية, دار وائل للنشر, عمان, 2005,ص41.

المبحث الثاني

أهمية إدارة المخاطر المصرفية وقياسها

تمهيد

إن إدارة المخاطر المصرفية تعتبر من أهم الموضوعات التي تشغل بال المصرفيين خصوصاً بعد الأزمات المتلاحقة التي تعرضت لها الأسواق عالمياً، لهذا كان هناك جهود حثيثة لوضع أسس لإدارة هذه المخاطر وتطويرها لتكون أداة فعالة في حماية المؤسسات المالية عامة والمصرفية خاصةً وتجنيب الاقتصاد الأضرار البالغة التي قد تحدث.

في هذا المبحث سيتم مناقشة أهمية إدارة المخاطر المصرفية وطرق قياس هذه المخاطر وفق ما يلي:

- ✓ أهمية إدارة المخاطر المصرفية.
- ✓ الأنشطة التي تتضمنها إدارة المخاطر المصرفية.
- ✓ قياس المخاطر.

1. أهمية إدارة المخاطر المصرفية

بعد الأزمات المالية والمصرفية الحادة وتأثيراتها الكبيرة على دول مختلفة، قامت المؤسسات المالية الدولية (بنك التسويات الدولية, صندوق النقد الدولي والبنك الدولي) بالإضافة إلى مسؤولي السلطات النقدية في الدول العشر الكبرى، بدراسة أسباب الأزمات المصرفية وخصوصاً الكبرى منها لمعرفة أسبابها والعمل على وضع حلول مناسبة لها. وقد اتضح أن أهم أسبابها هو تزايد المخاطر المصرفية التي يواجهها المصرف من جهة، وعدم إدارتها بصورة سليمة من جهة أخرى. مما انعكس على المؤسسات الدولية وخصوصاً لجنة بازل المصرفية التي أجرت تعديلات جوهرية على اتفاقية بازل (1) عام 1988م، كما وضعت القواعد الأساسية للرقابة الفعالة على المصارف وأصدرت منهجية خاصة لإدارة كل نوع من أنواع المخاطر[1].

وترى الباحثة أن أهمية إدارة المخاطر المصرفية تأتي من:

- أن إدارة المخاطر المصرفية هي العمود الفقري للعمل المصرفي.
- إن اتساع نطاق المنافسة والتطور التقني ووجود كم كبير من المنتجات المصرفية المستحدثة، يجعل المصرف عرضة أكبر للمخاطر ويزيد من ضرورات وجود إدارة متخصصة في المصرف للتعامل معها.
- طالما أن المصرف يسعى للربح فهو عرضة للمخاطر، والمطلوب أن تتم الإحاطة بهذه الخسائر وتفاديها أو تخفيض ضررها لأدنى درجة ممكنة.

2. الأنشطة التي تتضمنها إدارة المخاطر المصرفية:

تتضمن إدارة المخاطر الأنشطة التالية[2]:

1- تجميع المعلومات عن الأصول الخطرة في المصرف.

2- تحديد التهديدات المتوقعة لكل أصل.

3- تحديد مواطن الخلل أو الضعف الموجودة في النشاط المصرفي والتي تسمح للتهديد بالتأثير في الأصل.

4- تحديد الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها المصرف إذا وقع التهديد.

5- تحديد الأساليب والأدوات البديلة التي يمكن اعتمادها لتقليل أو تجنب الخسائر المحتملة.

---

[1] د.حشاد، نبيل: مجلة اتحاد المصارف العربية، إدارة المخاطر المصرفية وأنواعها وارتباطها بالحوكمة وإدارتها، لبنان، العدد 292، 2005، ص 19- 20.

[2] Hamilton, CR., New Trends in Risk Management, 1998, p70- 78.

6- تحديد الأساليب والأدوات التي قررت الإدارة اعتمادها.

3. قياس المخاطر:

يمكن تصنيف أدوات قياس المخاطر إلى مجموعتين هما[1]:

- الأولى مقاييس تعتمد على الأدوات الإحصائية ومن أهمها:

المدى Range، متوسط الانحراف المطلق Mean absolute Deviation، الانحراف المعياري Standard Deviation، ومعامل الاختلاف Coefficient of Variation.

ونميز عند حساب المخاطر بين المخاطر التاريخية والمخاطر المتوقعة[2]:

✓ قياس المخاطر التاريخية:

يمثل الانحراف المعياري Standard Deviation الأداة الأكثر استخداماً كمؤشر على مخاطر الاستثمار. ويقيس التشتت حول القيمة المتوقعة للعائدات. وبشكل عام كلما ازدادت قيمة الانحراف المعياري كلما كانت المخاطر مرتفعة، فهناك علاقة طردية بين الانحراف المعياري والمخاطر. ويأخذ هذا المقياس في حسبانه كافة العوائد المتوقعة، ويقاس على أنه الجذر التربيعي للتباين كما في العلاقة التالية:

$$\sigma = \sqrt[2]{\sum_{i=1}^{n} \frac{(Ri - E(R))^2}{n-1}}$$

حيث : σ الانحراف المعياري

Ri العائد عن الفترة i ، E(R) المتوسط الحسابي للعوائد.

✓ قياس المخاطر المتوقعة:

يمكن قياس المخاطر المتوقعة بواسطة التوزيع الاحتمالي للعوائد المتوقعة من خلال الربط باحتمالات الحالة الاقتصادية المتوقعة، وتصبح بالتالي معادلة قياس الانحراف المعياري بالشكل التالي:

[1] علي، محمد: إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، 2005، ص 13-14.

[2] د.العلي, أحمد ود. القاسم، عبد الرزاق: إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، 2010، ص 50- 54.

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} (Ri - E(R))^2 \times Pi}$$

حيث أن Pi تمثل احتمال تحقق الحالة الاقتصادية.

ملاحظه:

إن الانحراف المعياري يعتبر مقياساً مطلقاً للمخاطرة، حيث يقيس الحجم الكلي للمخاطر. ويعتبر مقياساً مقبولاً عند تساوي العوائد المتوقعة من الاستثمار في الاقتراحات المعروضة. لكن في حال اختلاف العوائد يصبح معامل الاختلاف هو المقياس الأكثر فائدة ونحصل عليه بقسمة الانحراف المعياري على العائد المتوقع كما يلي:

$$CV = \frac{\sigma}{E(R)}$$

- الثانية مقاييس تعتمد على أدوات التحليل المالي: وقد حددت لجنة بازل (2) مجموعة من المؤشرات لقياس كل نوع من أنواع المخاطر المصرفية ومنها[1]: (نسبة القروض غير المضمونة إلى إجمالي المحفظة، ومخصص الديون المشكوك فيها على إجمالي القروض، وصافي العائد على إجمالي القروض وغيرها) كمؤشرات وفقاً لنظام الإنذار المبكر للمخاطر الائتمانية .

كذلك أوصت بضرورة تقديم بيانات تفصيلية عن الخسائر الداخلية والخارجية وتواريخ حدوثها والمنطقة والبلد الذي وقت فيها، كأسلوب قياس متقدم للمخاطر التشغيلية. أما بالنسبة لمخاطر السوق (سعر الفائدة والأسهم والعملات والسلع)، فقد حددت طريقتين إحداهما نمطية تعتمد على احتساب حجم الخسائر الناتجة عن تحركات أسعار السوق، والثانية تعتمد على تحديد نسب يجب أن تلتزم المصارف بحدودها لتتجنب المخاطر المختلفة[2].

وبناء على ما سبق ترى الباحثة أن استخدام المصرف لنموذج أو مجموعة من النماذج لقياس المخاطر ووضع الاستراتيجيات والسياسات والخطط للتعامل معها، يعتبر حاجةً ملحةً وضروريةً لإدارة المخاطر في المصرف ورفع مستوى أداءه.

[1] الخطيب، سمير: قياس وإدارة المخاطر في البنوك، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2005، ص 163- 164.
[2] الخطيب، سمير: مرجع سابق، ص 48- 51.

المبحث الثالث

آلية عمل المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدي والآثار المترتبة عليها

تمهيد

على الرغم من الجدل الكبير حول جدوى التعاقد بالعقود المالية المشتقة، إلا أنها أدوات فرضت نفسها كأدوات لنقل المخاطر من الوحدات الجهة التي لا ترغب في تحمل مخاطر تقلبات الأسعار إلى الجهة القادرة على تحملها كالمؤسسات المالية وبيوت السمسرة الكبيرة. كما أنها حلول إبداعية لمشاكل التمويل والتحوط، وتتناسب مع ظروف العصر والتطورات التي تشهدها المجتمعات. وقد أتاحت المشتقات المالية في البلدان المتقدمة خصوصاً إمكانية الحصول على مجموعة متنوعة من السبل للتحوط تجاه المخاطر: كالمقايضات على أسعار الفائدة والعملات، أو العقود الآجلة والخيارات وغيرها.

وسيتم عرض ذلك في هذا المبحث وفق ما يلي:

- ✓ مفهوم التحوط وأهميته.
- ✓ أثر استخدام عقود المشتقات المالية الأساسية للتحوط التعاقدي

1. مفهوم التحوط وأهميته

تأتي أهمية التحوط بالنسبة للمصرف من كون المخاطر جزء لا ينفصل عن تحقيقها للأرباح، فطالما أن المصرف يسعى لزيادة أرباحه فهو إذاً معرض للمخاطر المختلفة. وقد عرف اتحاد المصارف العربية التحوط بأنه فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل بأدوات مالية مشتقة[1].

وعندما يقرر المتحوط استخدام الأدوات المالية المشتقة (المشتقات المالية) فعليه أن يتأكد من تقليل نسبة التحوط إلى المخاطرة (Hedge Ratio) وهي عدد الوحدات لأداة التحوط اللازمة لتغطية وحدة واحدة من الأداة النقدية. ويعتمد اختيار الأداة المناسبة على ما يلي[2]:

- جانب المخاطر الملازم للمركز النقدي المرغوب في تغطيته.
- تكلفة التحوط (cost of hedging).
- نوع المخاطرة التي يرغب المتحوط بتغطيتها (type of risk).
- فعالية أدوات التحوط المختلفة (effectiveness of hedging instrument).

2. أثر استخدام العقود المالية المشتقة كأدوات للتحوط التعاقدي

2-1 التحوط باستخدام عقود الخيارات options

تعتبر عقود الخيارات من أهم الأدوات المستخدمة للتحوط في الأسواق المالية, سواء من حيث تجنيب المستثمر المتحوط مخاطر التقلبات في الأسعار أو من حيث تخفيف أثر هذه المخاطر.

وهناك استراتيجيات متعددة لإدارة المخاطر عبر هذه العقود وأبرزها: التغطية وعقود الهامش (spreads).

2-1-1 التغطية:

يقصد بالتغطية الاستراتيجية التي يتبعها المستثمر للحد من خسائره في ظل توقعات معينة، وذلك عن طريق اتخاذ الموقع المعاكس على نفس الأوراق

---

[1] عبد الحميد حسن، سمير: المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص317.

[2] عبد الحميد حسن، سمير: مرجع سابق، ص95.

المالية[1]. وفي غالب الأحيان لا تكون عملية التغطية كاملة، وهو ما يعني عدم إمكانية المستثمر التخلص من كل الخسائر المحتملة وفي جميع الأحوال. فهي تهدف إلى الحد من الخسائر المرتفعة دون التقليل بشكل كبير من العوائد المتوقعة[2].

وقد تطبق استراتيجية التغطية باستخدام عقود خيارات الشراء أو عقود خيارات البيع.

- التغطية باستخدام عقود خيار الشراء:

يلجأ المستثمر إلى هذه الاستراتيجية عندما يتوقع مردوداً جيداً خلال فترة زمنية طويلة نسبياً (سنه أو أكثر) لأسهم يمتلكها في شركة ما، لكن وبنفس الوقت يتخوف من انخفاض في مستوى أداء الشركة خلال الفترة الزمنية القصيرة القادمة. وبناءً عليها يقوم ببيع خيار شراء (Writing a covered call) على نفس الأصل (الأسهم) ليتحوط تجاه مخاطر الانخفاض في المردود أو العوائد[3]. ويدعى خياراً مغطى لأن المستثمر يملك الأسهم المتعاقد عليها وبإمكانه تسليمها لمشتري الخيار في حال قرر تنفيذ الخيار، وسنحصل على عملية مشابهه لبيع خيار بيع (Writing Put Options)[4].

مثال على ذلك مستثمر يتوقع ارتفاع سعر سهم شركة y للاتصالات خلال السنوات القادمة لكنه متخوف من حدوث انخفاض في أدائها خلال الشهرين القادمين نتيجة تغيير في الإدارة العامة، ورغبة منه في التحوط قرر أن يبيع خيار شراء (Writing call option) على هذا السهم ليقلل من المخاطر التي قد يتعرض لها إلى أدنى درجة ممكنة، وذلك بسعر تنفيذ 1000 وحدة نقدية وعمولة 50 وحدة نقدية. علماً أن السعر الحالي للسهم هو 900 وحدة نقدية.

والجدول التالي يوضح أرباحه وخسائره كنتيجة عن العمليتين:

---

[1] عبد العال حماد، طارق: مرجع سابق، ص 73.

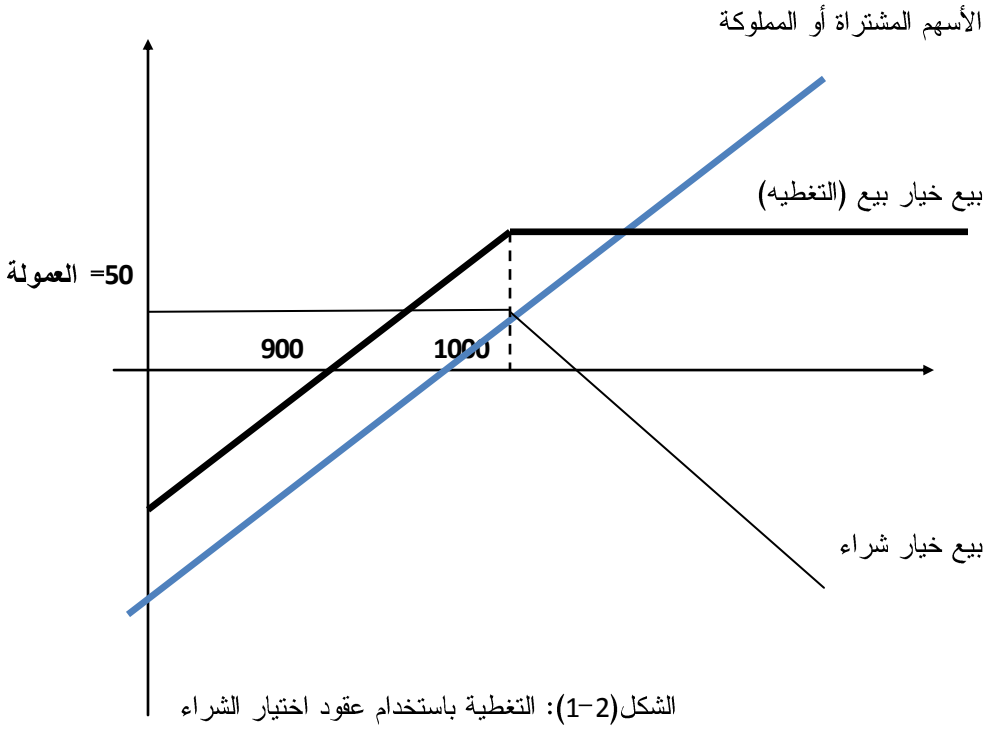
[2] د.الحناوي، محمد صالح، وآخرون: تقييم الأسهم والسندات– مدخل إلى الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص 295

[3] Fontanills, George A.: The Option Course, John Wiley & Sons, Inc.,2nd edition, 2005,p100.

[4] عبد العال حماد، طارق: مرجع سابق، ص73.

سعر السهم في تاريخ التنفيذ	أرباح أو خسائر السهم	أرباح أو خسائر الخيار	أرباح أو خسائر التغطية
800	800-900= -100	50	50-100= -50
900	0	50	50
1200	1200-900= 300	-(1200-1000) +50= -150	-150+300= 150
1500	600	-450	150
1600	700	-550	150

نلاحظ كيف تمكن المستثمر من تثبيت أرباحه عند الحد 150 ليحد من الخسائر الناجمة عن التقلبات غير المتوقعة. نعبر عن ذلك بالرسم التالي:



الشكل(2-1): التغطية باستخدام عقود اختيار الشراء

المصدر: الرسم البياني من إعداد الباحثة

- التغطية باستخدام حق اختيار البيع

وفق هذه الاستراتيجية يتوقع مشتري خيار البيع انخفاض سعر الأصل مستقبلاً، وبهذا سيحد من الخسائر بالعمولة المدفوعة لبائع الخيار. وبالتالي فهذه العملية هي كتأمين تجاه انخفاض السعر الأصل (أرباح غير محدودة، خسائر محدودة)، وينتج عن الاستراتيجية عملية مشابهه لشراء خيار شراء[1].

والمثال التالي يوضح آلية هذه العملية:

مستثمر يتوقع ارتفاع سعر سهم شركة ما، لهذا فهو يرغب بشراء هذا السهم بالسعر الحالي المساوي 1000 وحدة نقدية. لكنه متخوف من انخفاض السعر بسبب بعض القرارات غير السديدة لإدارة الشركة، لهذا سيغطي عملية الشراء من خلال شراء خيار بيع بسعر تنفيذ 850 وحدة نقدية وعمولة 30 وحدة نقدية.

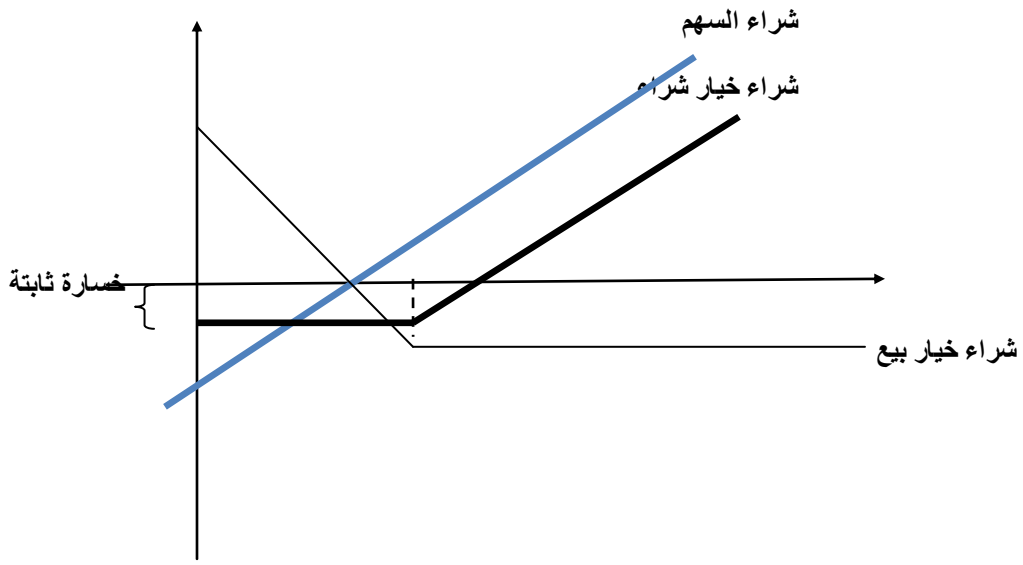
الجدول التالي يبين احتمالات الربح والخسارة لعملية التغطية :

سعر السوق	أرباح أو خسائر شراء السهم	أرباح أو خسائر شراء خيار البيع	أرباح أو خسائر التغطية
700	700-1000= -300	(850-700)-30= 20	-300+20= -180
800	-200	20	-180
1000	0	-30	-180
1100	100	-30	70
1300	5	-30	470

نلاحظ من الجدول أو خسائر التغطية ثابتة مهما انخفض سعر السهم, في حين أن أرباحها متزايدة بتزايد السعر السوقي.

ونعبر عنها بالرسم التالي:

[1] عبد العال حماد، طارق: مرجع سابق، ص 75.



الشكل(2-2):التغطية باستخدام عقود اختيار البيع

المصدر: الرسم البياني من إعداد الباحثة

2-1-2 استراتيجية عقود الهامش Spreads

هي حقوق خيارات تتضمن أخذ مركز لعقدين أو أكثر من عقود الخيارات على نفس النموذج أي أخذ مركزين أو أكثر من خيارات الشراء أو خيارات البيع. ويلجأ لها المستثمر عندما تكون توقعاته عن الأسعار تدله على تغيرات واسعة في الأسعار[1].

وهي نوعين: Bull Spreads, Bear Spreads

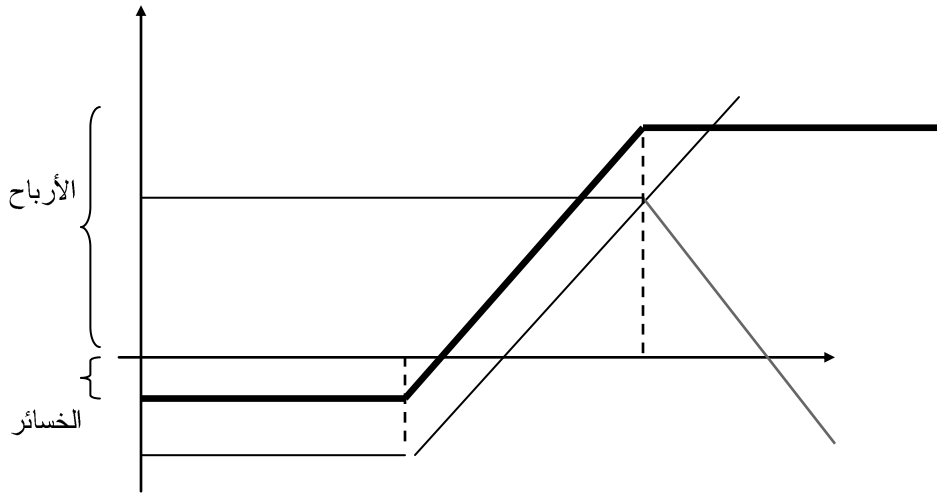
- الاستراتيجية الهجومية Bull Spreads

هي استراتيجية يقوم فيها المشتري (Bull Spreads by Call Option) بالجمع بين شراء خيار شراء (buy Call Option) وبيع خيار شراء (Sell Call Option). وصممت لتحقيق أرباح عند ارتفاع أسعار الأصول المتعاقد عليها. وهنا يكون للخيارين نفس تاريخ التنفيذ لكن تختلف أسعار التنفيذ، بحيث أن سعر التنفيذ لمشتري خيار الشراء(K1) يكون أقل من سعر السوق (Stock Price) وسعر التنفيذ

[1] د.الحناوي، محمد صالح، وآخرون: تقييم الأسهم والسندات-مدخل إلى الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص 306.

لبائع خيار الشراء (K2) يكون أعلى من سعر السوق (St). وبهذا يكون المتحوط قد حدّ من خسائره، لكنه بنفس الوقت حدّ من أرباحه[1].

الرسم البياني التالي يوضح ذلك:



الشكل(2-3): استراتيجية (Bull Spreads by Call Option)

من الرسم نلاحظ :

سعر السوق	نتيجة شراء خيار الشراء	نتيجة بيع خيار الشراء	نتائج الاستراتيجية
K1≥ St	0	0	0
K1<S < K2	St- K1	0	St- K1
K2≤St	St- K1	-(St-K2)	K2-K1

الجدول(4): استراتيجية عقود الهامش

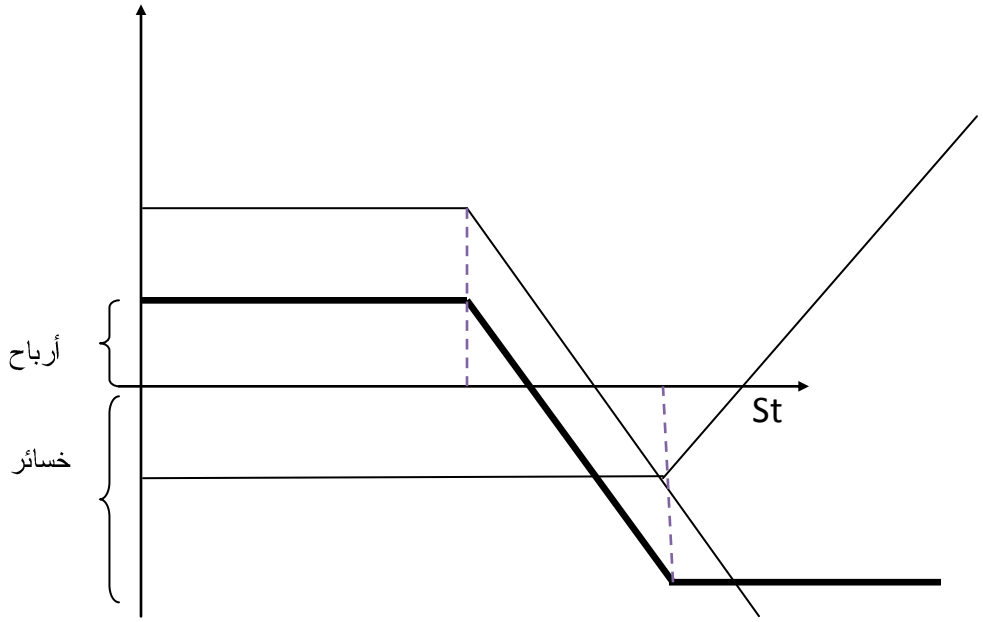
المصدر: إعداد الباحثة

- الاستراتيجية الدفاعية Bear Spreads:

هذه الاستراتيجية تجمع بين عقدين أو أكثر لتحقق أرباح في حال انخفاض السعر السوقي. حيث يقوم المشتري (Bear Spreads by Call Option) بالجمع بين شراء خيار شراء (buy Call Option)

[1] Kolb, Rbert & Overdahl, John: Financial Derivatives, John Wiley & Sons, Inc., 2003, p158.

وبيع خيار شراء (Sell Call Option). بالتالي تختلف عن الاستراتيجية السابقة في أن المستثمر يشتري خيار الشراء عند سعر تنفيذ أعلى من سعر تنفيذ خيار البيع[1]. والرسم البياني التالي يوضح ذلك:



الرسم البياني(2-4): استراتيجية (Bear Spreads by Call Option)

من الرسم نلاحظ:

السعر السوقي	نتيجة شراء خيار الشراء	نتيجة شراء خيار البيع	نتائج الإستراتيجية
K1≥ St	0	0	0
K1<S < K2	0	−(St- K1)	K1-St
K2≤St	St- K2	−(St- K1)	K1+K2

الجدول(5):استراتيجية Bear Spreads

المصدر: إعداد الباحثة

وكنتيجة عن هذه الاستراتيجيتين نلاحظ أن المستثمر الذي يرغب بالتحوط وحماية أرباحه الناجمة من شراء خيار ما، في الوقت الذي يكون السعر السوقي أقل من سعر تنفيذ شراء خيار الشراء (K1) وبنفس

[1] Kolb, Rbert & Overdahl, John: Financial Derivatives, John Wiley & Sons, Inc., 2003, p161.

الوقت يرغب بالحد من خسائره نتيجة ارتفاع سعر السوق عن سعر تنفيذ بيع خيار الشراء (K2) فإنه يلجأ إلى استراتيجية Bear Spread. أما في حال رغب بحماية أرباحه الناجمة من شراء خيار ما عندما يكون السعر السوقي أعلى من سعر تنفيذ بيع خيار الشراء (K2) وبنفس الوقت الحد من خسائره في حال انخفاض السعر السوقي عن سعر تنفيذ شراء خيار الشراء (K1) فإنه يلجأ إلى استراتيجية Bull Spread.

2-2 التحوط باستخدام عقود المستقبليات Futures

إن الرغبة بتخفيف مخاطر التغيرات السعرية للأصل محل التعاقد جعل العديد من المستثمرين يتوجهون إلى العقود المستقبلية. فعند توقع المتحوط ارتفاع الأسعار في الفترة اللاحقة يقوم بشراء الأصل بالسعر المتفق عليه ويتم تسليمها للبائع لاحقاً. بالمقابل فإن البائع يتوقع انخفاض سعر الأصل ويحتاج قيمتها في الوقت الراهن. بالتالي فهذه الآلية تجعل من هذه العقود أداة هامة للتحوط في الأسواق النظامية[1].

على فرض أن شركة نفط خام تتوقع بيع حوالي المليون برميل من النفط في شهر آب القادم، حيث أن السعر الحالي للبرميل هو 60 دولار. لكن نظراً لتخوفها من انخفاض سعر البرميل لأقل من ذلك ستقوم ببيع المليون برميل بسعر 59 دولاراً وفق عقد مستقبلي في سوق نايمكس (NYMEX) والتسليم في آب.

أن العقد النمطي المستقبلي للنفط الخام في هذه السوق يعادل 1000 برميل من النفط الخام[2]، مما يعني أن الشركة ستبيع 1000 عقد مستقبلي.

إذاً في حال انخفض السعر في آب إلى 55 دولار فرضاً فإن الشركة كانت ستجبر على بيع الكمية بسعر 55 مليون، لكن وبفضل التحوط بالعقد المستقبلي ستبيع الكمية بسعر 59 دولار أي بفارق 4 دولار عن السوق، وهو ما يمثل ربحاً للشركة يعادل 4 مليون دولار.

وكمثال آخر نفرض أن صناعياً يحتاج إلى شراء 100000 باوند[3] من النحاس في 15 آذار القادم، حيث أن السعر الحالي للطن هو 340 سنت للباوند الواحد. ونظراً

---

[1] د.الخلف، فليح: الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي، ط1، عمان، الأردن، 2006، ص51-52.

[2] www.wtrg.com/daily /crudeoileprice.html.

[3] الباوند من وحدات القياس المعتمدة في الأسواق العالمية، ويساوي تقريبا 450 غراماً.

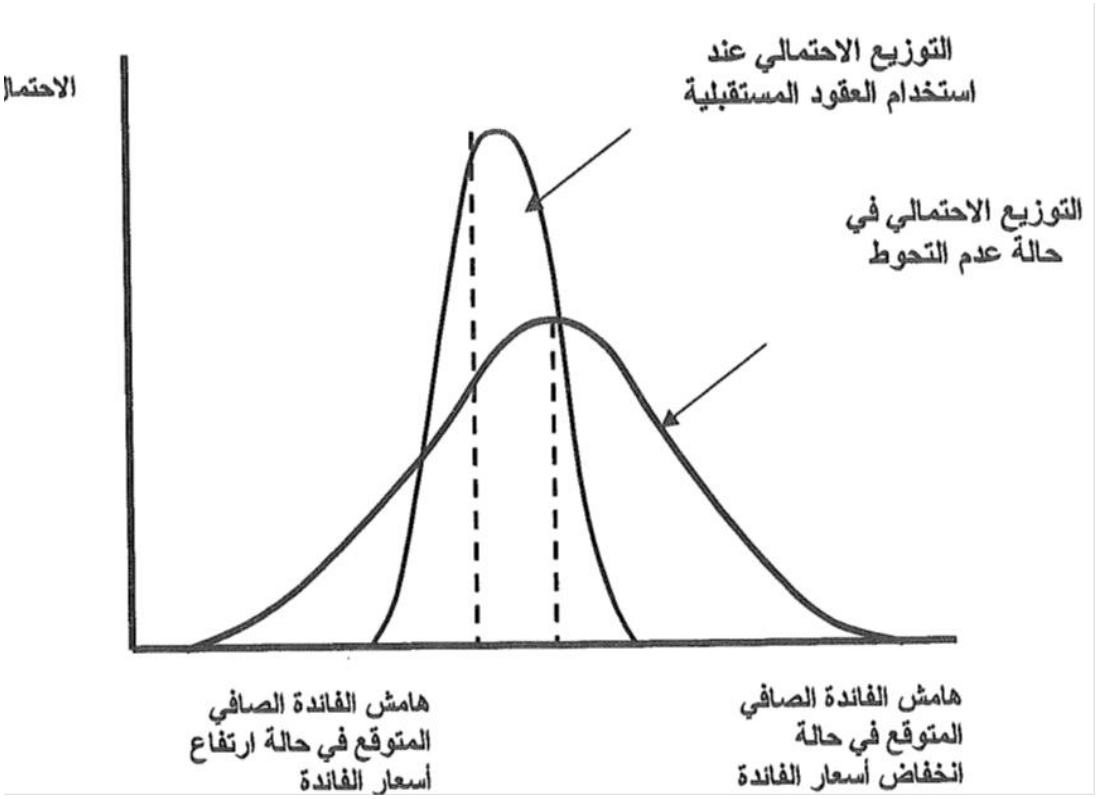
لتخوفه من ارتفاع السعر مستقبلاً سيقوم بشراء عقد مستقبلي بسعر تنفيذ 320 سنت – تسليم آذار، في سوق COMEX.

إن الحجم المعياري لعقد النحاس المستقبلي هو 25000 باوند في سوق COMEX[1], لهذا سيشتري أربعة عقود مستقبلية.

في تاريخ التنفيذ: إذا ارتفع سعر الباوند إلى 325 سنتاً, سيحقق المستثمر أرباحاً لأنه سيشتري بسعر أقل من سعر السوق ومقدار أرباحه تساوي:

$$100000 \times (325 - 320) = 5000$$

من جهة ثانية بإمكان المصارف استخدام عقود المستقبليات لتثبيت تكلفة امتلاكها أصول معينة كشهادات الإيداع. حيث تستطيع من خلال هذه العقود بيع الشهادات في تاريخ محدد مما يجعل التكلفة الكلية للأموال المستقبلية بمعزل عن حركة أسعار الفائدة. والرسم البياني التالي يوضح أثر استخدام العقود المستقبلية على الهامش المتوقع في المصارف التي تتمتع بخصوم أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة من الأصول.



الرسم البياني (2–5) أثر العقود المستقبلية على الهامش المتوقع في المصارف

المصدر: الشعار، نضال، أسس العمل المصرفي، ص232.

[1] www.quandl.com/future /copper-future.

نلاحظ أن استخدام العقود المستقبلية قلل الأثر السلبي لارتفاع أسعار الفائدة على مصاريف الفوائد التي يتحملها المصرف، كما قللت الأثر الإيجابي أيضاً.

وبفرض أن أصول المصرف الحساسة لتغيرات أسعار الفائدة أقل من خصومة، بالتالي فإن استخدام المستقبليات سيقلل الفجوة ومنه سينخفض تأثير أسعار الفائدة على هامش الفوائد الصافي لدى المصرف. وهو ما توصل إليه كوبينهافر (Koppenhaver) في دراسته، حيث وجد أن استخدام المستقبليات يقلل من مخاطر التقلبات في أسعار الفائدة إلى نسبة تصل إلى 80%[1].

3-2 التحوط باستخدام عقود المبادلات Swaps

تتيح عقود المبادلات إمكانية التحوط تجاه تقلبات الأسعار سواء كان الأصل التزاماً كقرض مثلاً أو إيراداً كعوائد الأسهم.

فالمقترضون بأسعار فائدة متغيرة يستخدمون عقود المبادلة على أسعار الفائدة لحماية أموالهم من ارتفاع أسعار الفائدة وزيادة التكاليف المترتبة عليهم. في حين أن المقترضين بأسعار الفائدة الثابتة يستخدمونها للاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة.

كما قد يلجأ المقترضون إلى هذه العقود لتغيير هيكل التدفقات النقدية كأن يحصلوا على دفعات ربع سنوية بدل نصف سنوية أو العكس.

ولتوضيح ذلك نفرض أن مستورداً للسيارات اقترض مبلغ 10 مليون لاستكمال عملية الاستيراد بفائدة 4%. وبنفس الوقت توجد شركة للبناء اقترضت مبلغ مماثل له وبفائدة معومة LIBOR +0,6 %. وكانت الخيارات المتاحة للاقتراض لكلا الطرفين موضحة في الجدول التالي:

الشركة	السعر الثابت	السعر المعوم لستة أشهر
المستورد	4 %	LIBOR- 0,1 %
شركة البناء	5,2 %	LIBOR+ 0,6 %

ونظراً لرغبة كلا الطرفين الاستفادة من تقلبات أسعار الفائدة كل حسب توقعاته, قرر الطرفان توقيع عقد مبادلة ينصّ على تبادل دفعتين خلال السنة القادمة (نصف

[1] د.الشعار، نضال: أسس العمل المصرفي، دار الضاد، حلب، 2005، ص 232-233.

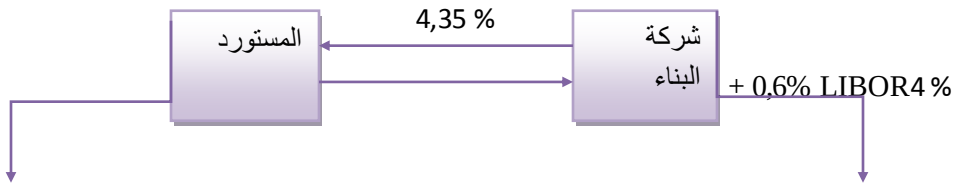
سنوية) بحيث يدفع المستورد بناء على سعر فائدة معوم مقداره LIBOR، مقابل أن تدفع شركة البناء له فائدة ثابتة مقدارها % 4,35.

وبناءً على العقد سيقوم المستورد بما يلي:

- ✓ سيدفع للجهة التي اقترض منها دفعات محسوبة وفق الفائدة تساوي (4%).
- ✓ يستلم من الشركة دفعات محسوبة على فائدة (% 4,35).
- ✓ أن يدفع للشركة دفعات محسوبة وفق الفائدة المعومة.

بالمقابل ستقوم شركة البناء بما يلي:

- ✓ تدفع LIBOR + 0,6% للجهة التي اقترضت منها.
- ✓ تستلم من المستورد دفعات محسوبة وفق فائدة معومة.
- ✓ تدفع للمستورد دفعات محسوبة وفق فائدة ثابتة (% 4,35).



آلية عقد المبادلة بين الطرفين المتعاقدين

نلاحظ من العملية السابقة أن صافي ما يدفعه المستورد هو LIBOR -0,35% وهو أقل بمقدار 0,25% مما لو اقترض مباشرة من السوق بفائدة معومة.

كذلك الأمر بالنسبة لشركة البناء نلاحظ أن صافي عملية التبادل هو 4,95% أي أنها ستدفع فوائد أقل بمقدار 0,25% مما لو اقترضت مباشرة بسعر الفائدة الثابت السائد في السوق[1].

بإمكان المصرف أن يستخدم عقود المبادلات لمبادلة التزام أو لتحويل عائد وفق ما يلي:

[1] افترضنا أن العملية تمت بالاتفاق المباشر بين الطرفين، ودون وجود وسيط كالبنك مثلاً.

2-3-1 استخدام عقد المبادلة لمبادلة أو تحويل التزام (Liability):

على فرض أن الشركة M في المثال السابق تنوي أن تقترض مبلغ (10 مليون دولار) بمعدل فائدة متغيرة هو (LIBOR+10 %)، ولأن القرض الذي تمكنت من الحصول عليه هو بمعدل فائدة متغيرة وبفرض أنها تتوقع ارتفاع في معدل الفائدة على القروض وترغب بالتحوط تجاه هذا الارتفاع، قررت أن تدخل في عقد مبادلة على الأصل مع الشركة W بحيث أن:

الشركة W تدفع الفوائد المتغيرة LIBOR للشركة M .
الشركة M تدفع الفوائد الثابتة.

وبالتالي ستتبع الشركة M الخطوات التالية:

- ✓ تدفع معدل الفائدة LIBOR+ 10 % للجهة التي اقترضت منها.
- ✓ تستلم معدل الفائدة المتغيرة LIBOR من الشركة W وفق عقد المبادلة المبرم.
- ✓ تدفع معدل فائدة ثابت = 5 % للشركة W وفق عقد المبادلة نفسه.

إذاً سيكون صافي ما تدفعه الشركة M هو 15% وأنه في نهاية هذه العملية تمكنت الشركة من دفع فوائد القرض بسعر الفائدة الثابت وليس المتغير، واستفادت من عقد المبادلة لتحويل التزام عليها بالفائدة المتغيرة إلى التزام عليها بالفائدة الثابتة.

2-3-2 استخدام عقد المبادلة على أسعار الفائدة لتحويل عائد أصل ما:

كما تمكنت الشركة في المثال السابق من تحويل التزام عليها من فائدة متغيرة إلى فائدة ثابتة بما يخدم توقعاتها المستقبلية وأعمالها. فإنه بإمكانها استخدام هذه العقود أيضاً للحصول على عوائد ثابتة على أصل ما بدلاً من عوائد متغيرة (أو العكس) بما يتماشى مع توقعاتها تجاه حركة هذه العوائد.

فعلى فرض أن الشركة M تمتلك سندات بقيمة 10 مليون دولار بفائدة سنوية 4,7% ولمدة سنتين. وبفرض أنها تتوقع ارتفاع معدل الفائدة على السندات وترغب بالاستفادة من هذا الارتفاع، لهذا قررت أن تدخل في عقد المبادلة آنف الذكر.

وبناء عليه ستستلم LIBOR من الشركة W وفق عقد المبادلة وتدفع 5% لها وفق العقد.

بالتالي ستتبع الشركة الخطوات التالية:

- ✓ تستلم الشركة M عائداً سنوياً مقداره 4,7 %سنوياً.
- ✓ تستلم LIBOR من الشركة W وفق نص العقد.
- ✓ تدفع 5 % للشركة W وفق العقد نفسه.

إذاً سيكون صافي ما تحصله الشركة M من هذه العملية هو LIBOR – 0,3 % .
بالتالي استطاعت الاستفادة من عقد المبادلة لتحويل العائد الذي تحصل عليه من عائد ثابت إلى عائد متغير.

إن الأمثلة السابقة تناولت وبشكل نظري آليات الاستفادة من عقود المبادلات و لم يتم التطرق إلى دور الوسيط المالي الذي يقوم بدور هام في التوفيق بين الأطراف المتعاقدة، إلا أنه وفي الحالات العملية نادراً ما تتم العملية دون تدخل الوسيط المالي الذي يتقاضى لقاء خدماته عمولة تتراوح بين (3%و 4 %) ومن كلا الطرفين .

وعلى فرض تدخل الوسيط بين الأطراف المتعاقدة في المثال السابق وبعمولة مقدارها (3 %) سيكون مقدار ما يتقاضاه سنوياً :

10= 300000 $ مليون ×0,03

علماً أنه ليس من الضروري أن تعلم كل من الشركتين بالأخرى، فكل العمليات تتم عن طريق هذا الوسيط، والالتزام الموقع مع الشركة الوسيط يضمن التنفيذ لكلا الطرفين.

تتيح عقود المبادلات أيضاً تغيير العملة التي يحصل بها العميل على الدفعات الدورية. فالصناعي الذي يترتب عليه التزام بالين الياباني, في الوقت الذي يتلقى عائداته من تصريف منتجاته في السوق السورية بالليرة السورية، يواجه خطر تقلب سعر الصرف بين العملتين فتوفر له عقود المبادلات إمكانية تحويل الالتزام إلى الليرة السورية عبر أحد المصارف التي تقدم هذه الخدمة. فيحول دينه من الين إلى الليرة السورية ليحمي دخله من تقلبات سعر الصرف (ين/ليرة) السلبية.

الفصل الثالث

إمكانية تطبيق عقود المشتقات المالية في المصارف السورية

قُسّم هذا الفصل إلى مبحثين هما:

المبحث الأول: نظرة حول البيئة القانونية والتشريعية للمصارف السورية.

- ✓ لمحة عن التطور التاريخي للقطاع المصرفي في سورية
- ✓ البيئة القانونية والتشريعية للعمل المصرفي في سورية.

المبحث الثاني: أهمية تبني المشتقات المالية من قبل المصارف السورية والأطر المقترحة لذلك.

- ✓ دوافع التطوير واستخدام عقود المشتقات المالية.
- ✓ أطر مقترحة لاستخدام عقود المشتقات المالية في المصارف السورية.

المبحث الأول

نظرة حول البيئة القانونية والتشريعية للمصارف السورية

تمهيد

نظراً لأهمية القطاع المصرفي في تطوير ورفد العجلة الاقتصادية، سعت الحكومة السورية إلى بناء جهاز مصرفي يواكب التطورات ويلبي الاحتياجات، من خلال مجموعة من القوانين والتشريعات المنظمة للعمل المصرفي.

وسيتم تناول النقاط التالية في هذا المبحث:

- ✓ لمحة عن التطور التاريخي للقطاع المصرفي في سورية
- ✓ البيئة القانونية والتشريعية للعمل المصرفي في سورية.

1. لمحة عن التطور التاريخي للقطاع المصرفي في سورية

مر القطاع المصرفي السوري بمراحل عديدة بدءاً من مرحلة الاحتلال العثماني والفرنسي وانتهاءً بالوقت الراهن.

1-1 مرحلة الاحتلال العثماني والفرنسي

إن المصارف التي تأسست في تلك الفترة كانت بمعظمها فروعاً لبنوك أجنبية تسعى لتحقيق الأرباح وتلبية مصالح البرجوازية بالدرجة الأولى وتقوم بالأعمال المصرفية التي تحددها المصارف الأم بصرف النظر عن حاجات الاقتصاد السوري[1].

و كان المصرف الحكومي الوحيد هو المصرف الزراعي العثماني والذي هدف إلى تقديم السلف الزراعية وتخليص المزارعين من سلطة المرابين وجورهم وحمايتهم بهدف زيادة الإنتاج الزراعي الذي كان يعد للتصدير إلى فرنسا وبريطانيا[2].

1-2 مرحلة ما بعد الاستقلال، من عام 1946 حتى عام 1962م:

شهدت فترة الخمسينات نشاطاً مالياً واسعاً ففي عام 1953م تم اتخاذ خطوات مهمة جداً في مجال تنظيم الأمور النقدية وخصوصاً تنفيذ الاصلاح النقدي والمصرفي. كما تأسست مصارف عدة عربية وأجنبية، حيث تأسس 16 مصرف عربياً وأجنبياً و 6 مصارف سورية. وبلغ عدد المصارف السورية حتى عام 1961م حوالي 19 مصرفاً تضم 57 فرعاً في المحافظات والمناطق[3].

1-3 الجهاز المصرفي في ظل نظام النقد الأساسي والتشريعات اللاحقة[4]:

كانت المصارف العربية والأجنبية تخضع للقانون التجاري العام الذي لا يخص المصارف بشروط معينة تختلف عن الشروط الناظمة للشركات التجارية، حيث أن المصارف لم تكن تتقيد بأي حد لحجم أموالها الخاصة أو سيولتها.

وعلى صعيد التمويل فإنه على الرغم من هيمنتها على سوق التمويل فإن نشاط عملياتها كان مقتصراً على تمويل كبار المزارعين والتجار. إلا أن هذا الوضع تبدل مع تطبيق أحكام نظام النقد الأساسي الذي أوجب على المصارف الأجنبية أن تحقق شروطاً عديدة أهمها أن تخصص سنوياً ما لا يقل عن 10% من أرباحها الصافية

---

[1] د.حوراني، أكرم و د.حساني، عبد الرزاق: النقود والمصارف، منشورات جامعة دمشق، 2011، ص 184.
[2] د.كنعان، علي: النظام النقدي والمصرفي السوري، دار الرضا، دمشق، 2000، ص 67.
[3] د.كنعان، علي: النظام النقدي والمصرفي السوري، دار الرضا، دمشق، 2000، ص 65.
[4] د.حوراني، أكرم و د.حساني، عبد الرزاق: مرجع سابق، ص 188-191.

لتكوين الاحتياطيات وعلى أن لا يقل عن 25% من رأسمال المصرف المخصص للعمل في سورية. كما أوجب ضرورة خضوع حساباتها لمراقبة مجلس النقد والتسليف.

1-3-1 تأميم المصارف

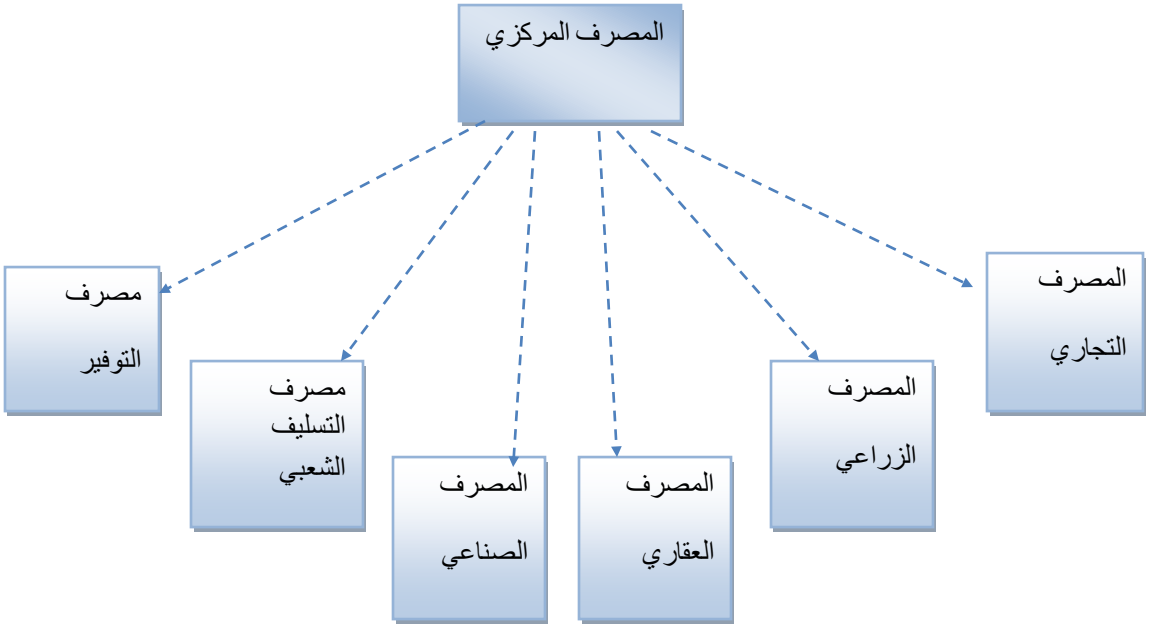
لقد انعكست التطورات السياسية في سورية بشكل مباشر على الحياة الاقتصادية، وعلى التوجهات التي تحكم استراتيجية التنمية، وقد برز ذلك واضحاً في تأميم جميع المصارف والشركات الخاصة والأجنبية بعد الوحدة بين سورية ومصر.

ثم تم رفع التأميم عن أربعة عشر مصرفاً عربياً وسورياً، واستعيض عن ذلك بصيغة جديدة تتضمن مساهمة المؤسسة الاقتصادية بنسبة 35% من رأسمال كل مصرف. وفي عهد الانفصال طالبت الأوساط المالية والتجارية إعطاء المصارف المحلية والعربية الحرية الكاملة والسماح للمصارف الأجنبية بالعمل تحت إشراف مصرف سورية المركزي. وتم حل هذه المطالب بشكل نهائي بعد ثورة الثامن من آذار حيث تم تبني سياسات التحول الاشتراكي بشكل صريح. وتم تنفيذ التأميم الثاني لجميع المصارف التي رفع عنها التأميم سابقاً.

1-3-2 دمج المصارف وتخصيصها

ظهرت أولى عمليات الدمج بين المصارف في عام 1963م حيث تم توحيد الجهاز المصرفي بأكمله في خمس وحدات رئيسية تراعي الأوضاع الاقتصادية والمحلية وحجم التسليف ونوعه. وكانت هذه النتيجة أمر طبيعي لمحاولة توحيد الأحكام المتعلقة بالمصارف وقوانينها وخاصة ما يتعلق بالنظام المحاسبي وأحكام منح السلف ونظام العاملين وغيرها. وأصبح النظام النقدي منذ عام 1966م يتكون من المصرف المركزي وخمسة مصارف تجارية مؤممة بالإضافة إلى ثلاث مؤسسات متخصصة بالإقراض تتمثل بالمصرف الزراعي، المصرف الصناعي ووكالة الإصلاح الزراعي. وفي العام نفسه أعيد تنظيم الجهاز المصرفي حيث تم إنشاء مصرفين جديدين هما المصرف العقاري ومصرف التسليف الشعبي. وجرى كذلك تعديل أنظمة المصارف وتم دمج المصارف التجارية الخمسة في المصرف التجاري السوري.

ومنذ ذلك الوقت يتألف الجهاز المصرفي السوري من المصارف التالية:



الشكل (3-1): الجهاز المصرفي السوري.

إن أبرز ما يميز هذه المصارف هو بعدها عن تحقيق الربح والتركيز على البعد الاجتماعي في توفير التمويل للأنشطة الاقتصادية المختلفة بهدف زيادة الإنتاج وتوفير السلع والخدمات للمواطنين. كما تميزت بأنها اتبعت الأسلوب التقليدي المعتاد في القطاع العام دون أن تنتهج العمل المصرفي ولفترة طويلة نسبياً. والدليل على ذلك عدم وجود وسائل دعائية معينه لجذب المدخرات، أو خطة معينة لتسويق القروض إنما تم منحها حسب حاجة الطرف الآخر. وأخيراً وجود أموال فائضة دون توظيف مما أثر على حجم الربحية و نتج عنه خسائر في فترات متتالية[1].

[1] القطاع المصرفي في سورية (واقع وآفاق)، دراسة معدة من قبل المركز الاقتصادي السوري، تشرين الثاني، 2007، دمشق، ص6.

2. البيئة القانونية والتشريعية للعمل المصرفي في سورية

تركز العمل المصرفي في العقود السابقة وقبل عام 2000م على النشاط التقليدي من إيداع وفتح اعتمادات وتحويل أموال. حيث لم تشهد الأربعة عقود السابقة تطوير في الخدمات أو المنتجات المصرفية في ظل التوزيع المحدد للوظائف بين المصارف واستقرار عددها وعدم دخول لاعبين جدد, وبالتالي غياب المنافسة الفعلية التي تشكل الدافع الرئيسي للابتكار. ويستثنى من ذلك شهادات الاستثمار التي أخذ مصرف التسليف الشعبي ومنذ بداية السبعينات بإصدارها لصالح الأفراد، كذلك الجوائز النقدية والعينية للمستثمرين عبر السحب الدوري[1].

لكن الوضع أخذ يتطور بعد عام 2000م، حيث عرفت التشريعات المالية والمصرفية السورية جرعة كبيرة من القوانين التي أدت لتغييرات كبيرة في البنية المالية والمصرفية وأهمها:

أ- تعديل قانون الاستثمار رقم 10 لعام 1991م بموجب المرسوم رقم 7 لعام 2000: الذي تضمن إعفاءات وتسهيلات للمستثمرين وحرية أكبر بالتعامل بالقطع الأجنبي والتحويل للخارج, وفتح المجال أمام المستثمرين الأجانب للاستثمار ودعم النمو الاقتصادي.

ب- القانون 28 لعام 2001م، الذي سمح بإقامة مصارف خاصة:

منذ انطلاقة المصارف الخاصة شهد القطاع المصرفي تطوراً كبيراً سواء من ناحية منح القروض أو تمويل المشروعات الخاصة أو المساهمة في تمويل الصادرات، مما أثر إيجابياً على عمل تلك القطاعات وساهم في توفير ريع ضريبي ممتاز، وعزز التنافسية في السوق المصرفية.

وقد ألزم هذا القانون المصارف الخاصة بالتقيد بالمعايير المحاسبية الدولية واستخدام التقنيات الحديثة في التعاملات الداخلية والخارجية.

علماً أنه تم تعديل بعض مواده بموجب القانون رقم /3/ لعام 2009 م.

ت- المرسوم التشريعي رقم30 لعام 2010, المتعلق بالسرية المصرفية:

أجاز هذا القانون للمصارف بفتح اعتمادات وحسابات ودائع مرقمة وتأجير صناديق حديدية خاصة، ما يسهم في تعزيز الثقة بالقطاع المصرفي المحلي واستقطاب المزيد من الزبائن على اختلافهم. كما عاقب أي عامل في المصرف

[1] د. البساط، هشام: تحديث وتطوير القطاع المالي والمصرفي في سورية، ورقة عمل مقدمة لصالح صندوق النقد العربي، 2001، ص 24.

لم يلتزم بكتمان سر هذه القيود أو ما يتعلق بأسماء المتعاملين وإيداعاتهم ولأي شخص كان.

ث- تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية بموجب المرسوم التشريعي رقم /55/ لعام 2006:

لتوفير أقنية مالية إضافية تساعد على جذب المدخرات والاستثمارات وتأمينها للجهات الراغبة بإقامة مشاريع أو توسيع مشاريعها، وتوفير السيولة اللازمة, مما يدعم أهداف التنمية الاقتصادية.

أما فيما يتعلق باستخدام عقود المشتقات المالية فقد ورد في المادة /1/ المرسوم رقم 60 لعام 2007م الخاص بالأوراق المالية الحكومية تعريف لها بأنها:

"أدوات مالية ليس لها قيمة ذاتية وإنما تشتق قيمتها من قيمة أصول أو أدوات مالية أخرى ترتبط بها".

كما جاء في المادة /8/ من المرسوم: يجوز للوزير(وزير المالية) بعد التشاور مع الحاكم (حاكم مصرف سورية المركزي) التفويض خطياً لوحدة الأوراق المالية الحكومية التعامل بالمشتقات المالية.

وقد حددت التعليمات التنفيذية للمرسوم في المادة الرابعة الجهة المسؤولة عن وضع قواعد التعامل بعقود المشتقات المالية حيث جاء فيها: "تقوم اللجنة (لجنة إدارة الأوراق المالية الحكومية) بوضع قواعد استخدام الأدوات المالية الإسلامية أو المشتقات المالية إذا ما رأى الوزير (وزير المالية) ضرورة وجود حاجة لاستخدام أي منها، ويتم إلحاق القواعد المذكورة بدليل الإجراءات".

من خلال العرض السابق للتشريعات المتعلقة بالتعامل بالمشتقات المالية نلاحظ أن المشرع لم يمنع التعامل بهذه العقود تماماً، إنما اشترط موافقة وزير المالية للسماح بالتعامل بها وفق شروط وضوابط معينه.

المبحث الثاني

أهمية تبني عقود المشتقات المالية من قبل المصارف العاملة في الجمهورية العربية السورية وأطر مقترحة لذلك

تمهيد

يعتبر الإبداع والابتكار في المنتجات المالية عنصراً مهماً لنجاح العمل المصرفي في الأسواق المعاصرة التي يغلب عليها صفة التنافسية. لهذا يجب أن يسعى المصرف لتقديم الخدمات التي تغطي أخبار السوق المحلية والعالمية وتوفر الخيارات التحوطية المالية المتميزة للعملاء، والسبل لإدارة أموالهم بالشكل الأمثل.

وبما أن المشتقات المالية هي من أكثر الإبداعات انتشاراً واتساعاً وقدرة على التحوط، لهذا أصبح من الضروري على المصارف العاملة في الجمهورية العربية السورية اعتمادها وبشكل تدريجي لتحسين مستواها التنافسي وجذب شريحة أكبر من العملاء.

وسيتم تناول ذلك في هذا المبحث كما يلي:

- ✓ دور المصارف وأهميتها في الاقتصاد السوري
- ✓ ضرورات تطوير العمل المصرفي والتعامل بالعقود المالية المشتقة (المشتقات المالية) في المصارف السورية والأطر المقترحة لذلك.
- ✓ المعوقات التي تواجه تبني عقود المشتقات المالية.

1. دور المصارف وأهميتها في الاقتصاد السوري

تسهم المصارف بما تمتلكه من إمكانيات مالية ومدخرات في تمويل برامج التنمية الاقتصادية في سورية، فإلى جانب التمويل للقطاع العام تقدم قروضاً للقطاع الخاص الذي يسهم في توفير السلع والخدمات للمواطنين. فكلما استطاعت المصارف تجميع المدخرات الوطنية استطاعت توفير الأموال اللازمة للاستثمار ودعم الأنشطة الانتاجية، ومن خلال هذا الدور تسعى المصارف السورية لتحقيق الأهداف التالية[1]:

a) المساهمة في تمويل برامج التنمية الاقتصادية عن طريق تأمين القروض اللازمة للقطاعات الاقتصادية بهدف زيادة الانتاج من السلع والخدمات.
b) تجميع المدخرات الوطنية الصغيرة والمتوسطة وذلك عن طريق البرامج الإدخارية المتنوعة التي التي تدعمها الحكومة.
c) تشجيع الاستثمار والمستثمرين عن طريق تقديم القروض بشروط ميسرة.
d) تحقيق التوازن بين كتلة وسائل الدفع (الطلب) وكتلة السلع والخدمات (العرض) بحيث يساعد هذا التوازن على استقرار الأسعار والحفاظ على معدلات نمو متزايدة في الإنتاج.
e) تقديم التسهيلات اللازمة للمصدرين ومساعدة المستوردين في تسريع عمليات الاستيراد وتخفيض التكلفة.

2. ضرورات تطوير العمل المصرفي والتعامل بالعقود المالية المشتقة (المشتقات المالية) في المصارف السورية والأطر المقترحة لذلك.

تستخدم المصارف المشتقات المالية كأدوات لإدارة المخاطر وكذلك كمصدر دخل، وانطلاقاً من مدخل إدارة المخاطر فإن هذه الأدوات تتيح لمدراء المصارف الوسائل الفعالة لتقليل بعض أنواع المخاطر والتحوط تجاهها، كما أنها تتيح تخفيض تكاليف التمويل وتوفر زيادة عوائد بعض الأصول, كما أنها تسهم في تعزيز أمن وسلامة المصرف من خلال تقسيم المخاطر المتشابكة إلى حد كبير. لكن وبالمقابل تستطيع هذه الأدوات أن تهدد وجود المصرف واستمراره إذا لم يتم فهمها بشكل صحيح وإدارتها بشكل سليم وعلمي[2].

---

[1] د.كنعان، علي: النظام النقدي والمصرفي السوري، دار الرضا، دمشق، 2000، ص 62- 63.

[2] د.حشاد، نبيل: دليلك لإدارة المخاطر المصرفية، بيروت، 2005، 175 –177.

ونظراً لأهمية القطاع المصرفي في الجمهورية العربية السورية، وفي ظل تنوع اختصاصات هذه المصارف. تأتي فكرة التعامل بالعقود المشتقة فكرةً ووسيلةً جيدةً لتحفيز التنافسية في العمل المصرفي ورفد عملية التنمية الاقتصادية، من خلال برامج متنوعة للتحوط وإدارة المخاطر.

كما أن طرح هذا النوع من العقود يخلق فرصاً جديدةً للعمل المصرفي محلياً وخارجياً. ويسهم في تنمية الكوادر العاملة في هذا القطاع وتطويرها.

ونظراً الظروف القاسية التي يمر بها القطاع المالي والعقوبات المفروضة على المصارف، ترى الباحثة أن عقود المبادلات Swaps Contracts بالدرجة الأولى وتليها العقود الآجلة على العملات Forward Contracts هي العقود الأكثر ملائمة للتطبيق من قبل المصارف العاملة في الجمهورية العربية السورية مبدئياً، ويعود ذلك للأسباب التالية:

1) سوق الأوراق المالية السورية سوق ناشئة ولا يتم تداول العقود المالية المشتقة فيها.
2) إمكانية التعاقد وفقاً لاتفاق مباشر بين العميل والمصرف ودون ضرورة معرفة أي طرف لطرف آخر.
3) المصارف السورية تتمتع بالمصداقية ما يشجع أن تكون طرفاً ضامناً في التعاقد.
4) تتمتع بالمرونة في التعاقد أكثر من غيرها من العقود.
5) أقل تعقيداً إذا ما قورنت بباقي الأنواع من العقود المالية المشتقة.

ويحقق التعامل بهذه العقود ميزات عديدة للمصرف أهمها:

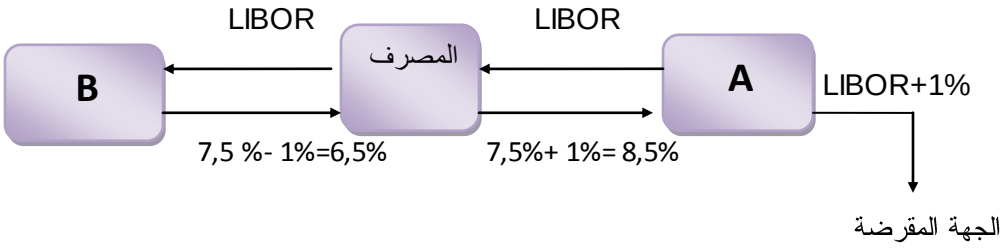
1) تمكين المصارف من تحقيق الأرباح والتحوط تجاه المخاطر المستقبلية.
2) إدارة الموجودات والالتزامات من خلال عقود المبادلات بصورة أفضل بما يتماشى مع خططها المستقبلية.
3) توفر عقود المبادلات السيولة اللازمة من عملة ما خلال فترة قادمة من خلال مبادلتها بعملة أخرى (فائضة حالياً بالنسبة له) ثم إعادة شرائها آجلاً.
4) تغيير شكل أو نمط الفوائد المدفوعة على قرض ما أو المستلمة من منح قرض ما لأحد العملاء.
5) خفض التكاليف وإمكانية الحصول على أسعار أفضل من خلال تثبيت سعر صرف عملة ما من خلال عقد آجل.

بالتالي يمكن للمصارف السورية ومن خلال عمليات الخزينة القيام بتبني بعض هذه الأدوات ووفقاً للضوابط والقواعد الصادرة عن لجنة إدارة الأوراق المالية وبعد موافقة وزير المالية.

فالمستورد السوري لسلعة ما والذي يحتاج إلى شراء 10 مليون يورو على سبيل المثال وخلال ثلاثة أشهر لدفع قيمة مستورداته, سيجد في عقود المبادلات خياراً جيداً للتحوط تجاه ارتفاع سعر صرف اليورو خلال الفترة القادمة. فيلجأ إلى إبرام عقد آجل مع أحد المصارف التجارية التي تقدم هذه الخدمة بحيث يثبت سعر الصرف مهما ارتفع لاحقاً.

كما أن الشركة A مثلاً العاملة في سورية والتي في ذمتها مبلغاً مالياً (قرض لمدة سنة وبفائدة معومة LIBOR+ 1% و التسديد في منتصف الأشهر آذار، حزيران، أيلول وكانون الأول) وتتخوف من ارتفاع سعر الفائدة خلال هذه السنة، ستجد في عقد المبادلة مع أحد المصارف السورية (الذي– فرضاً– يقدم هذه الخدمة، والذي بدوره سيكون طرفاً لعقد آخر مع جهة أخرى ولتكن B) سبيلاً جيداً للتحوط.
وبفرض أن العمولة التي يتقاضاها المصرف من العملية هي 4%.

تكون العملية كالآتي:



آلية التبادل بين طرفي التعاقد والمصرف

نلاحظ من العملية السابقة أن العمولة قسمت على 4 لأن الدفعات خلال السنة هي أربع دفعات والمصرف يتقاضى 4% كعمولة عن العقد.
ولحساب عوائد المصرف من العملية يتم إيجاد حاصل ضرب العمولة بالمبالغ الأصل.

كما توفر عقود المبادلات أيضاً إمكانية تغيير عملة الدفعات التي يتقاضاها أو يدفعها العميل كما في المثال التالي:

مستثمر سوري يرغب باستبدال الفائدة التي يدفعها على أصل ما ومقدارها 5% محسوبة على الليرة السورية، بفائدة محسوبة على اليورو لتمويل عملية استثمارية في نفس الفترة.
فوقع عقد مبادلة مع مصرف سوري مدته 5 سنوات، على أن تتم عملية تبادل الدفعات في الأول من شباط من كل عام، بحيث يستلم دفعات محسوبة على اليورو من المصرف وعلى أصل تقارب قيمته باليورو قيمة أصله بالليرة السورية، وبمعدل 6%.

وترى الباحثة أنه حتى تتمكن المصارف السورية من استخدام هذه الأدوات(في حال صدر قرار السماح باستخدامها) يجب أن :

1) تتوافر بنية الكترونية متطورة ونظام الكتروني صارم.
2) أن يتوافر تنظيم داخلي ورقابي في المصرف يسمح باستخدامها وقياس درجة المخاطر الناتجة عن كل عملية.
3) توفير كوادر بشرية متخصصة وقادرة على تحليل وقراءة المؤشرات المالية المختلفة واستخدام الأدوات الأكثر ملائمة للتحوط.
4) وجود إدارة متخصصة تعرّف العملاء والمستثمرين بهذه الأدوات لبناء نوع من الثقافة والوعي لأهمية استخدامها المضبوط ولأهداف تحوطية.
5) ضرورة الالتزام بمعايير المحاسبة والإفصاح المتعلقة بالأنشطة خارج الميزانية والمشتقات المالية.
6) تكوين احتياطيات ومخصصات لمواجهة المخاطر التي قد تنشأ عن سوء الاستخدام أو الظروف الطارئة والغير متوقعة.

أما على المستوى العام فترى الباحثة ضرورة توافر قواعد وقوانين واضحة وضابطة لتعامل المصارف بهذه العقود ووضع حدود للتعامل بها. إضافة لضرورة وجود رقابة صارمة تعزز وتشجع العمل المصرفي السليم والمنافسة الشريفة بين مختلف المصارف السورية.

ومن المصارف الناجحة على المستوى العالمي والتي تبنت التعامل بالعقود المشتقة منذ سنوات لأغراض تحوطية، مصرف الدوحة (ش.م.ق) حيث حدد في

بياناته المالية المنتهية في 31 كانون الثاني لعام 2012 م، دليل المجموعة (البنك وفروعه) في التعامل بها كالآتي[1]:

- تقوم المجموعة بتخصيص بعض المشتقات المالية المحتفظ بها لأغراض إدارة التحوط . وعند التخصيص المبدئي تقوم المجموعة رسمياً بتوثيق العلاقة بين الإدارة والأدوات المشتقة للتحوط والبنود المتحوط لها. متضمناً هدف وإستراتيجية إدارة المخاطر، إلى جانب الطريقة التي سيتم استخدامها لتقييم فعالية العملية التحوطية.
- تقوم المجموعة بإجراء تقييم عند البدء بعلاقة التحوط وعلى نحو مستمر أيضاً للتعرف على ما إذا كان من المتوقع أن تكون هذه الأدوات فعالة في مقاصة التغيرات في القيمة العادلة للتدفقات النقدية للبنود المتحوط لها خلال فترة التحوط.
- تقوم المجموعة بإجراء تقييم لتحوط التدفق النقدي بالنسبة لمعاملة متوقعة, عما إذا كان احتمال حدوث المعاملة عالياً ويشكل تعرضاً للتدفقات النقدية التي تؤثر على أرباح وخسائر المجموعة.
- عند تخصيص أداة مالية مشتقة للتحوط تجاه التقلبات في التدفقات النقدية المصاحبة لخطر محدد، فإن الجزء الفعال في التغيرات في القيمة العادلة يتم الاعتراف به في احتياطي التحوط. أما الغير فعال فيتم الاعتراف به في بيان الدخل الموحد.
- في حال وجود تحوط متوقف لمعاملة متوقعة فإن المبلغ التراكمي المعترف به في الدخل الشامل الآخر من الفترة التي يصبح فيها التحوط فعالاً يعاد تصنيفه من حقوق الملكية إلى بيان الدخل الموحد كتسوية إعادة تصنيف، أما في حال عدم توقع حدوث المعاملة، يعاد تصنيف الباقي في الدخل الشامل الآخر إلى بيان الدخل الموحد كتسوية إعادة تصنيف.
- تتضمن الأدوات المالية المشتقة لأغراض المتاجرة عقود صرف أجنبي آجلة. وتقوم المجموعة ببيع هذه الأدوات للعملاء بغرض تمكينهم من تحويل أو تعديل أو تخفيف المخاطر المستقبلية. يتم تقييم هذه الأدوات بالقيمة العادلة، ويتم أخذ التغيرات ذات الصلة بها بالقيمة العادلة إلى بيان الدخل الموحد.

[1] http//:WWW.Dohabank.com.

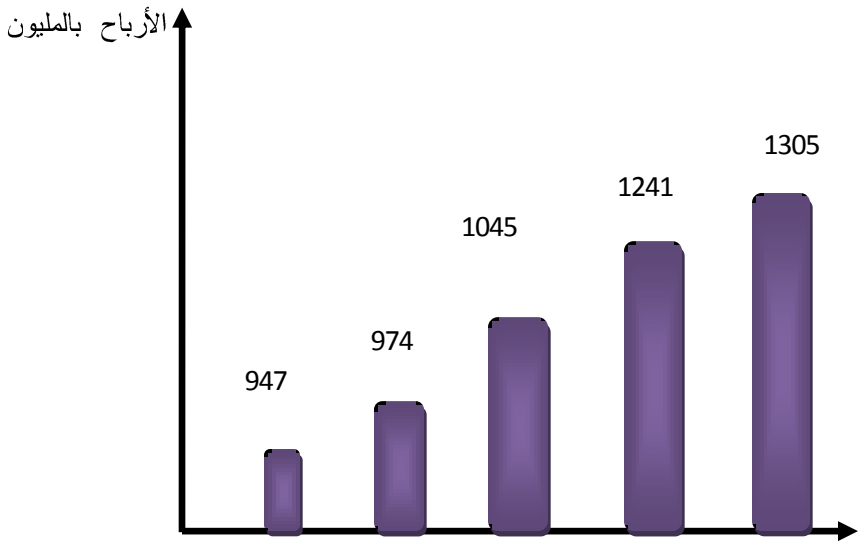
- يتم قياس القيمة العادلة لهذه الأدوات من خلال: أسعار سوق مدرجة في السوق النشطة لأنواع مماثلة من الأدوات، أو مطابقة لها، أو مماثلة في أسواق تعتبر أقل نشاطاً أو غيرها من الأدوات.

في الجدول التالي بيانات المصرف المالية التي توضح تقييم أداء الأدوات المالية المشتقة (المشتقات المالية) المستخدمة من قبله خلال 2011– 2012:

الجدول رقم(6): إيضاحات حول البيانات المالية المتعلقة بالمشتقات المالية مقدرة بآلاف الريالات

2012/12/31	قيمة عادلة موجبة	قيمة عادلة سالبة	قيمة اسمية	خلال 3 أشهر	3–12 شهر	1–5 سنوات	أكثر من 5 سنوات
مشتقات محتفظ بها للمتاجرة: عقود صرف عملات أجنبية آجلة	16335	10988	2095120	2033957	61361		
مشتقات محتفظ بها لتحوط القيمة العادلة: عقود مبادلة سعر الفائدة	486	1032	243980			14566	229414
2011/12/31							
مشتقات محتفظ بها للمتاجرة: عقود صرف عملات أجنبية آجلة	6175	163	1183614	994966	131453	57195	
مشتقات محتفظ بها لتحوط تدفق نقدي: عقود قروض مطلقة		2075	36415		36415		
عقود مبادلات أسعارفائدة		21501	773273		773273		
المجموع		23576	809688		809688		

ويعتبر هذا البنك من البنوك الناجحة على مستوى الوطن العربي و قد أثبت من خلال تصنيفات وكالات الائتمان نجاحه خلال السنوات السابقة[1]. ولهذا يُعتبر استخدام الأدوات المالية المشتقة بطريقة سليمة أدوات داعمة للنشاط المصرفي ومعززة لنموه و تنافسيته. كما أن زيادة أرباحه هي انعكاس لزيادة في قاعدة عملاءه ورضا عن خدماته.
والرسم البياني التالي يوضح تحسن أرباح المصرف من عام 2008م حتى2012م.



الشكل (3–2): تطور أرباح بنك الدوحة.

وكأمثلة أخرى على المصارف الناجحة في العمل المصرفي وتستخدم أدوات المشتقات المالية على نطاق واسع مصرف BMk والمصرف العربي الأردني.

[1] صنفته وكالة فيتش من ناحية الجدارة الائتمانية بالتصنيف BBB مع توقعات مستقرة.

3. الصعوبات والعوائق

هناك صعوبات متعددة تواجه تطبيق هذا النوع الجديد من العقود بالنسبة للسوق المصرفية السورية وأهمها:

- نقص الأطر القانونية والتشريعية الناظمة لتداولها.
- الافتقار إلى المؤسسات المالية الوسيطة الضخمة القادرة على تطوير عمل المصارف.
- ضعف التطور التكنولوجي ووسائل الاتصال والخدمات التي تؤمن الاستشارات للمتعاملين والمعلومات الآنية اللازمة لهم.
- قلة المنشآت الكبيرة القادرة على توليد أصول متعددة ومتنوعة يمكن عرضها في السوق المالية ويبنى على أساسها أدوات مالية مشتقة.
- انخفاض وعي المتعاملين مع المصارف تجاه هذه الأدوات وأهميتها في إدارة المخاطر والتحوط تجاهها

النتائج والتوصيات

النتائج:

تعتبر ارتفاع تكاليف المعاملات وتقليل أو نقل المخاطر من طرف إلى آخر وتوفير السيولة في الوقت المناسب إضافة إلى التطور التكنولوجي في العالم، من أبرز العوامل التي حفزت استحداث أدوات مالية جديدة. وكانت المشتقات المالية أبرز ابتكارات الهندسة المالية وأكثرها رواجاً.

لقد بدأ البحث باستعراض نشأة هذه الأدوات وتطورها التاريخي وأهم الأنواع المتداولة في الأسواق العالمية وآلية تداولها وايجابيات وسلبيات استخدامها خصوصاً كأدوات للتحوط التعاقدي. كما تناول مفهوم الخطر المالي والمخاطرة وأبرز أنواع المخاطر التي تتعرض لها المصارف كما قدمت الباحثة مجموعة من الأمثلة عن آليات التحوط باستخدام المشتقات المالية وآثارها.

وبناء على ذلك توصلت الباحثة للنتائج التالية:

1. كانت المشتقات المالية وما زالت محط جدل كبير في أوساط المتعاملين والدارسين لها. فمنهم من يؤيد استخدامها بقوة للتحوط ومنهم من يرفض استخدامها ويعتبر أنها السبب في الأزمات المالية على مستوى العالم.
2. تأخذ إدارة المخاطر الناجمة عن حالة عدم التأكد من المستقبل حيزاً هاماً في الاستراتيجيات التي تضعها الإدارة العليا للمصرف.
3. يتم تداول المشتقات المالية في الأسواق النظامية والغير نظامية وتستخدم في التحوط (Hedging) والمراجحة (Arbitrage) والمضاربة (Speculate).
4. يحقق استخدام المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدي ميزة تخفيض التكاليف كونها تعتمد على مبلغ قليل يدفع عند توقيع العقد من أحد الأطراف (كعقود الخيارات) أو من كلا الطرفين (كعقود المبادلات) أو قد لا تتطلب دفعة أولية (كالعقود الآجلة).

5. توفر للمستثمر الشخصي أو الاعتباري السيولة اللازمة عند الحاجة. حيث يستطيع هذا المستثمر الذي تعاقد وفق عقد مستقبلي أن يتخذ مركزاً معاكساً له وينهي العقد في التاريخ المناسب له ووفق حالة السوق. كما توفر له نوعاً من الاطمئنان ذلك أنه عندما يتعاقد وفق أحد أنواع المشتقات المالية يضع بحسبانه حداً أعلى وحداً أدنى لأرباحه وخسائره نتيجة تحرك الأسعار وبالتالي يخطط لتدفقاته وعملياته المالية على هذا الأساس.
6. تتيح هذه الأدوات للمستثمر المتحوط أو الاعتباري المتحوط إمكانية نقل المخاطر التي قد يتعرض لها مستقبلاً إلى مستثمر قادر على تحملها وتعتبر عقود الخيارات الأكثر قدرة على نقل هذه الأعباء، ذلك لأن أحد الأطراف يبيع حقه في تقرير تنفيذ العقد مقابل عمولة متفق عليها.
7. تتيح العقود المستقبلية والعقود الآجلة إمكانية تفادي خطر متوقع مستقبلاً (في حال توافق التوقعات مع حركة الأسعار مستقبلاً) من خلال تثبيت سعر الأصل المتفق عليه عند حد يتناسب مع توقعات الطرفين.
8. تتيح عقود المبادلات بأنواعها المختلفة إمكانية الاستفادة من فائض مالي بعملة ما لدى أحد المصارف، من خلال مبادلته بقيمة مساوية له وبعملة تتناسب مع احتياجاته الحالية. كما تحقق عقود المبادلات إدارة جيدة لموجودات المصرف والتزاماته. وتتيح إمكانية تبديل سعر فائدة ثابت بآخر معوم وفق متطلبات المصرف واحتياجاته.
9. تعتبر أدوات جيدة للمصرف ليتحوط تجاه تقلبات أسعار الصرف العالمية خصوصاً كونها تتصف بالمرونة مقارنة بغيرها من الأدوات المالية.
10. أصبح من الضروري أن تدخل الأدوات المالية الجديدة والمستحدثة دائرة الخدمات المصرفية التي تقدمها المصارف السورية. خصوصاً في ظل هذه الأزمة التي شهدت فيها أسعار الصرف تذبذباً هائلاً مما انعكس سلباً على قيمة الليرة السورية. بالتالي فإن استخدام العقود الآجلة يقدم فرصة للتخفيف من حدة هذه التقلبات على المصارف. كما توفر عقود المبادلات فرصة لمبادلة أسعار الفائدة بما يتناسب ونشاط كل مصرف، أو حتى لإدارة موجوداته والتزاماته. وذلك لا يعني

بالضرورة أن تتعامل المصارف السورية مع المصارف الخارجية حكماً، إنما بإمكانها تحقيق ذلك مع مؤسسات مالية أو مصرفية أو شركات تجارية داخل الجمهورية العربية السورية.

11. إن استخدام عقود المبادلات والعقود الآجلة من قبل المصارف السورية يوسع دائرة الخدمات التي تقدمها هذه المصارف مما يجذب العملاء ويعزز التنافسية بين المصارف السورية، وينعكس إيجاباً على القطاع المصرفي ككل.

12. لا شك أن الخبرة تنقصنا في هذا المجال، لكننا نرى أن الفرصة مواتية حالياً للبدء باستخدامها ولو كان على مستوى محلي وضيق لكنه يحقق بالمقابل أهدافاً تحوطيةً ويحفز النشاط المصرفي للارتقاء بخدماته.

التوصيات:

توصي الباحثة بما يلي:

1. ضرورة توجيه المصارف السورية لأهمية التعامل بالعقود المالية المشتقة (المشتقات المالية) كأدوات للتحوط وليس للمضاربة، وذلك لمرونتها وأهميتها في إدارة المخاطر.
2. ضرورة إحاطة المصارف السورية بجميع الجوانب المتعلقة باستخدام المشتقات المالية، وتحليل الظروف التي تتطلب استخدامها. انطلاقاً من الإدراك الحقيقي لأهمية تطوير النظام المصرفي السوري والخدمات التي تقدمها المصارف السورية، بحيث يكون هذا التطوير تطويراً متأنياً لضمان التنفيذ الأمثل.
3. رسم منهج تطبيقي تدريجي لاستخدام المشتقات المالية في المصارف السورية بما يؤمن سلامة استخدامها. وإصدار هذه الأدوات بضمانة أصول حقيقية كبداية.
4. إيجاد سوق ملائم لاستخدام المشتقات المالية في سورية يتمتع بدرجة عالية من الشفافية والإفصاح ويضمن توفير المعلومات اللازمة للمتعاملين بالسرعة والدقة اللازمة.
5. إصدار القوانين والتشريعات التي تحمي المتعاقدين في سورية وتعزز الثقة بينهم.
6. توفير منظومة متكاملة من المؤسسات المالية في سورية بحيث تضمن مصداقية التعاقد وموضوعيته.
7. وجود رقابة مستقلة ضمن كل مصرف في سورية على استخدام هذه الأدوات، إضافة إلى رقابة من قبل المصرف المركزي السوري من خلال المطالبة بتقارير دورية عن أنشطة المصرف المتعلقة بالمشتقات المالية.
8. ضرورة التعريف بهذه الأدوات في سورية من خلال عقد مؤتمرات وندوات ودورات حول تطبيقاتها والأساليب السليمة لاستخدامها من قبل المصارف السورية أو غيرها من المهتمين بها.

9. نظراً للقصور في العمل المصرفي الالكتروني في سورية، توصي الباحثة بتطوير الخدمات المصرفية الالكترونية و إيجاد بيئة تشريعية تحيط بالعمل المصرفي الالكترونية وتضمن حسن التطبيق وتعزز الثقة بالمصرف.
10. وضع خطة واضحة ومعلنه من قبل المصرف –الذي قرر التعامل بهذه العقود في سورية– لاستخدام هذه الأدوات وهامش واضح للتعامل بها، والأخذ بالاعتبار حجم نشاط المصرف ورأسماله والخبرات المتوافرة.
11. أن تحتفظ المصارف السورية بسيولة كافية لمواجهة عمليات إنهاء المركز في العقد قبل تاريخ الاستحقاق.
12. وضع حدود للخسائر التي يقبل المصرف السوري المتعامل بالمشتقات الماليه تحملها مقارنة بالعوائد التي يتوقعها.
13. تكوين احتياطيات ومخصصات من قبل المصارف السورية التي تقرر التعامل بعقود المشتقات المالية لمواجهة أي مخاطر محتملة.
14. ضرورة أن يقوم المصرف بدراسة الملاءة المالية للطرف الذي يتعاقد معه وفق هذه العقود.
15. أن تقوم المصارف السورية بإدخال النظم المحاسبية المتطورة والتركيز على محاسبة التحوط باستخدام المشتقات المالية، وإقامة دورات للكوادر البشرية المشرفة على هذه العمليات في المصرف.
16. ضرورة تدريب وتأهيل كادر ضمن المصارف السورية قادر على اتخاذ القرارات السلمية سواء فيما يتعلق بتوقيت استخدامها أو الأدوات الملائمة للحالة.

المراجع باللغة العربية:

- د.محمود داغر، محمد: الأسواق المالية– مؤسسات – أوراق– بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، 2005.
- د.حوراني، أكرم و د.حساني، عبد الرزاق: النقود والمصارف، منشورات جامعة دمشق، 2010–2011.
- د.كنعان، علي: النظام النقدي والمصرفي السوري، دار الرضا، دمشق، 2000.
- د. البساط، هشام: تحديث وتطوير القطاع المالي والمصرفي في سورية، ورقة عمل مقدمة لصالح صندوق النقد العربي، 2001.
- د.حسن خلف، فليح: الأسواق المالية والنقدية، جدار للكتاب العلمي، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2006.
- د.وهيب الراوي، خالد: إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2009.
- د.حشاد، نبيل: دليلك إلى إدارة المخاطر المصرفية، بيروت، 2005.
- د.محمد منسي، عبد العاطي: منشورات كلية التجارة السويس، الطبعة الثالثة، السويس، مصر، 2006.
- د.العلي، أحمد: إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، 2008–2009.
- د.عبد الحميد رضوان حسن، سمير: المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- د.عبد العال حماد، طارق: المشتقات المالية– المفاهيم –إدارة المخاطر– المحاسبة، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- د.ابراهيم منير، هنيدي: الفكر الحديث في إدارة المخاطر– الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.

- الخطيب، سمير: قياس وإدارة المخاطر في البنوك، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005.
- د.مطر، محمد: أدوات الاستثمار، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن.
- الحناوي، محمد وآخرون: تقييم الأسهم والسندات– مدخل للهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007.
- ابراهيم الطراد، اسماعيل: إدارة العملات الأجنبية، دار وائل، عمان، الأردن، 2005.
- د.شاهين، سالم: المخاطر المالية, مكتبة الدار العربية للعلوم.
- د.الشعار، نضال: سوق الأوراق المالية– البورصة، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب، 2002.
- د.الشعار، نضال: أسس العمل المصرفي، دار الضاد للطباعه والنشر، حلب، 2005.
- د.البنا، جلال: ماذا تعرف عن الاستثمار بالأوراق المالية والبورصات والمشتقات، شركة الندى للطباعة، 2007.
- د.القاسم، عبد الرزاق و د.العلي، أحمد: إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، 2010– 2011.
- طه، طارق: إدارة البنوك ونظم المعلومات المصرفية، الحرمين للكمبيوتر، الإسكندرية، 1999.
- مطر، تيم و محمد، فايز: إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
- د.العمار، رضوان: النقود والمصارف، منشورات جامعة تشرين، 1995.
- د.أحمد نصر، زكريا: النقد والإئتمان في الرأسمالية والاشتراكية، 1965.

المراجع باللغة الانكليزية:

- P.j.Hunt, j.e.Kennedy: Financial Derivatives in Theory and Practice, John Wiley & Sons, LTD, 2000.
- M.Chance, Don & Brooks, Robert, An Introduction to Derivatives and Risk Management, south Western, 8th edition, 2010.
- P.Peterson, Pamela & J.Fabozii Series, Frank: Financial Management & Analysis, Willy, 2003.
- W.Kolb, Rbert&A.Overdahe: Financial Derivatives,John Wiley & Sons, LTD, 2003.
- M.Chisholm, Andrew: Derivatives Demystified, John Wiley & Sons, LTD, 2004.
- Levinson, Mark: Guied to Financial Markets, Profile Book LTD, 2005.
- Westerfield Jaffe, Ross: Corporate Finance, McGraw, 2003.
- Smithson, Charles: Credit Portfolio Management, John Wiley & Sons, LTD, 2003.
- Shirreff, David: Dealing with Financial Risk, Profile Book LTD, 2004.
- F.Miskin: The Economics of Money- Banking and Financial Markets, Addison Wesley, 2004.
- Bessis, Joil: Risk Management in Bankig, Willy, 2002.
- Kamerschen, D.: Money and Banking, University of Georgia, Southwestern publishing Co., 1992.
- Dubil, Robert: An Arbitrage Guide to Financial Markets, Willy, 2004.
- Madura, Jeff: Financial Instituation& Markets, Thomson South Western, 2008.
- L.Mc.Donald, Robert: Derivatives Markets, Addison Wesley, 2006.
- L.Clup, Christopher: Risk Transfer- Derivatives in Theory and Practice, John Wiley & Sons, LTD, 2004.
- S.Kidwell, David: Financial Institution Markets and Money, 2003.
- H.Beaumont, Perry: Financial Engineering Principles, Wiley and Sons Inc, 2004.

- Phillippe, Jorion: Financial Risk Manager, 2nd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003.
- Weston, J.Besley,& Brigham T.: Essentials of managerial financial, University of California, Los Anglos, The Dryden press, 1996.
- Borgsdrof,D. &Pliszka, D.: Management your Risk or Risk your Management, Public Management(US), 1999.
- Erik, B: The Credit of Financial Instrument, London, Macmilan Business, 1993.
- Hobner, Georges: Measuring Operational Risk in Financial Institutions, Mastricht University,2003.
- Hamilton, CR., New Trends in Risk Management, 1998.
- Fontanills, George A.: The Option Course, John Wiley & Sons, Inc.,2nd edition, 2005.

الرسائل والدراسات العربية:

- عصماني، عبد القادر: أهمية بناء أنظمة لإدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات المالية، الملتقى العالمي الدولي حول الأزمة المالية، الجزائر، 2009.
- الشمري، صادق: استراتيجية إدارة المخاطر المصرفية وأثرها في الأداء المالي للمصارف التجارية، رسالة دكتوراه، جامعة حلب، 2010.
- حاج ابراهيم، عمار: دور البيع القصير كأحد أدوات صناديق التحوط في إدارة المخاطر، رسالة ماجستير، المعهد العالي لإدارة الأعمال، 2010.
- علي، محمد: إدارة المخاطر في الشركات المساهمة المصرية، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، 2005.
- أبو كمال، ميرفت: الإدارة الحديثة لمخاطر الائتمان في المصارف وفقا للمعايير الدولية، رسالة ماجستير، 2007.
- العتباني، فيصل: مسؤولية البنوك تجاه المخاطر المالية، دور الإشراف الرقابي في تقليص المخاطر المالية، 2007.
- بلعزوز بن علي، استراتيجية إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة البحث العلمي، جامعة الشلف، 2009.
- الأسرج، حسين: دور أسواق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، 2002.
- د. كنجو، كنجو: إصلاح النظام المصرفي السوري، 2005.
- خليفة، يسري: العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية، 2009.
- بوعافيه، سمير و فريد، مصطفى: التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية، 2009.
- د. سحنون، محمود و أ. محسن، سميرة: مخاطر المشتقات المالية ودورها في خلق الأزمات، 2009.
- القطاع المصرفي في سورية (واقع وآفاق)، دراسة معدة من قبل المركز الاقتصادي السوري، تشرين الثاني، 2007.

- تحديث وتطوير القطاع المالي والمصرفي، دراسة معدة لصالح صندوق النقد العربي، حزيران، 2001.

الدراسات المترجمة باللغة الانكليزية:

- **Eqnasio de latur: دور المشتقات في أزمة الائتمان, 2010.**
- **TubyBersh: دور المشتقات المالية في إحداث الأزمات, 2010.**

Working paper:

Global Derivatives markets, study for deutsche Group, 2007.

الدوريات:

- إدارة البحوث والترجمة، بنك الإسكندرية النشرة الاقتصادية، المجلد 35 مصر, 2003.
- أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، آذار، الطبعة الثانية، 2010.
- الفعالية المصرفية بين 1952– 1963، مجلة الاقتصاد العربي، دمشق، 1963، العدد 14.

القوانين والمراسيم:

- قانون الاستثمار رقم 10 لعام 1999م.
- المرسوم التشريعي رقم 7 لعام 2000م.
- القانون 28 لعام 2001م.
- المرسوم التشريعي رقم 30 لعام 2010م.
- المرسوم التشريعي 55 لعام 2006م.
- المرسوم التشريعي 60 لعام 2007م.

المواقع الالكترونية:

www.investopedia.com

http://www.wtrg.com/daily/crudeoilprice.

http://www.investopedia.com/terms/f/futuresexchange

www.Bab.com/ articles/full_article.cfm.

www.Osooltc.com

www.reference for business. Com/ management

www.wtrg.com/daily/crudeoileprice.html

www.quandl.com/future/copper-future

http//:www.Dohabank.com.

www.wikinvest.com