

المشتقات المالية



إعداد
د. عبدالكريم قندوز



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

سلسلة كتيبات تعريفية
العدد (38)
مُوجّه إلى الفئة العمرية الشابة
في الوطن العربي



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

المشتقات المالية

سلسلة كتيبات تعريفية

العدد (38)



إعداد

د. عبد الكريم قندوز

صندوق النقد العربي

2022

© صندوق النقد العربي 2022

محمود الطبع محفوظ

لا يجوز نسخ أو اقتباس أي جزء من هذا الكتيب أو ترجمته أو إعادة طباعته بأي صورة دون موافقة خطية من صندوق النقد العربي إلا في حالات الاقتباس القصير، مع وجوب ذكر المصدر.

الآراء الواردة في هذا الإصدار تعبر عن وجهة نظر مُعد الكتيب، وليس بالضرورة وجهة نظر صندوق النقد العربي

توجه جميع المراسلات إلى العنوان التالي:

الدائرة الاقتصادية

صندوق النقد العربي

ص.ب. 2818 - أبو ظبي - دولة الإمارات العربية المتحدة

هاتف: +97126171552

فاكس: +97126326454

البريد الإلكتروني: Economic@amfad.org.ae

الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae>

يستهدف الكتيب غير المختصين في الشأن الاقتصادي والمالي في الدول العربية ويخاطب بشكل عام الفئة العمرية الشابة للتعريف بالمشتقات المالية ووظائفها وأهم المخاطر التي تنطوي عليها.

قائمة المحتويات:

1. تمهيد.....	5
2. تعريف المشتقات المالية ونشأتها.....	5
1.2. طبيعة المشتقات المالية.....	5
2.2. كيف ولماذا ظهرت المشتقات المالية؟.....	6
3. أسواق المشتقات المالية ومتطلبات نجاحها.....	8
1.3. أسواق تداول المشتقات المالية.....	8
2.3. المشاركون في أسواق المشتقات المالية.....	9
4. أنواع المشتقات.....	10
1.4. الخيارات.....	10
2.4. العقود الآجلة.....	11
3.4. العقود المستقبلية.....	12
4.4. المبادلات.....	13
5. استخدامات المشتقات المالية.....	14
1.5. التحوط ضد المخاطر.....	14
2.5. استكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضرة.....	15
3.5. التخطيط الجيد للتدفقات النقدية المستقبلية.....	15
4.5. المضاربة.....	15
5.5. تنشيط سوق المال.....	16
6.5. كمال السوق.....	16
6. مخاطر المشتقات المالية.....	16
1.6. المخاطر الائتمانية.....	17
2.6. مخاطر السوق.....	17
3.6. المخاطر التشغيلية.....	18
4.6. المخاطر القانونية.....	18
5.6. مخاطر السيولة.....	19
6.6. مخاطر التسوية.....	19
7.6. مخاطر أخرى.....	19

20.....	7. المشتقات المالية والأزمات المالية
23.....	8. خلاصة
24.....	قائمة المصادر

1. تمهيد

تعتبر أسواق المشتقات المالية أكبر أنواع الأسواق المالية حجماً على الإطلاق، حيث بلغ حجمها 598 تريليون دولار أمريكي في نهاية عام 2021 (BIS: 2022)، ومع ذلك، ما تزال مقتصرة على فئات محددة من المستثمرين، بخلاف أسواق الأسهم والدين والصكوك التي يمكن أن يتداول بها المستثمر الفرد، أو المستثمر المؤسسي، أو الحكومة، أو المؤسسات المالية، أو غيرها. وكما يدل اسمها، فالمشتقات المالية (*Financial Derivatives*) هي أدوات مالية يتم اشتقاق قيمتها من قيمة الأصول محل التعاقد (*Underlying Asset*)، ويتم تداولها بنفس الطريقة التي تتم مع الأسهم والأصول المالية الأخرى. وعلى غرار المتاجرة في الأسهم والسندات، فإن المشتقات المالية يتم تداولها في الأسواق المنظمة (البورصات) أو في الأسواق غير المنظمة (من خلال الهاتف ووسائل التواصل الأخرى)، وتشمل الأدوات المالية المشتقة كل من عقود الخيارات، والعقود المستقبلية، والعقود الآجلة وعقود المقايضة.

في هذا الإطار، يتناول هذا الكتيب مفهوم المشتقات المالية وأنواعها وخصائصها وأهم مخاطرها، ويمكن لمن يرغب في فهم السياق العام الذي يتم فيه عادة تناول موضوع المشتقات المالية، الرجوع للكتيب التعريفي رقم (25) الصادر عن صندوق النقد العربي حول "الأسواق المالية"، ضمن هذه السلسلة.

2. تعريف المشتقات المالية ونشأتها

1.2. طبيعة المشتقات المالية

من الناحية المالية، تعتبر المشتقات المالية أدوات مالية يتم اشتقاقها من أصول أخرى (كأسهم، والسندات، والسلع، والعملات الأجنبية، والمؤشرات، وغيرها)، ويمكن شراؤها وبيعها وتداولها بطريقة مماثلة للأسهم والأدوات المالية الأخرى.

يعتمد أداء وتسعير الأدوات المالية المشتقة بشكل أساسي على الأصل محل التعاقد، لكن مع ذلك يدخل في تحديد سعرها متغيرات أخرى كأسعار الفائدة وتكلفة الفرصة البديلة ومدة العقد وغيرها. أما من الناحية القانونية، فهي وإن كانت تختلف بحسب نوع العقد (مثلاً خيارات مالية، أو عقود مستقبلية)، فإنها في المجمل تمثل عقوداً ينشأ عنها التزام تبادلي مشروط، وسيأتي تفصيل هذا المعنى عند تناول كل نوع من أنواع المشتقات المالية لاحقاً. محاسبياً، تعتبر المشتقات المالية من الأدوات المالية التي تصنف على أنها خارج الميزانية (Off-Balance Sheet)، حيث لا يترتب عنها تدفق نقدي آني، أو يترتب عنها تدفق نقدي ضئيل نسبياً، فهي بذلك عكس الأدوات المالية التي تصنف داخل الميزانية التي يترتب عن حيازتها تدفق نقدي مقابل حيازتها، فضلاً عن مصاريف الإطفاء وغيرها. يُستنتج من التعريفات السابقة للمشتقات المالية على أنها أوراق (مستندات) مالية تتحدد (وُثِّق) قيمتها السوقية من القيمة السوقية لأصول أخرى قد تكون أسهماً، أو سندات، أو عملات، أو سلعاً حقيقية، أو مؤشرات. يرى الكثير من الباحثين أن المشتقات المالية تعتبر واحدة من أفضل الأدوات التي أمكن للفكر المالي والاستثماري تطويرها، نظراً للخصائص التي ترتبط بها.

2.2. كيف ولماذا ظهرت المشتقات المالية؟

يجد المتتبع للتاريخ الاقتصادي بعض الأدلة التاريخية على استخدام عقود أقرب ما تكون لعقود المشتقات المالية منذ آلاف السنين، من ذلك على سبيل المثال قيام المزارعين اليونانيين ببيع منتج الزيتون قبل جني الغلة تجنباً للوقوع في احتمالية عدم إمكانية تصريف المنتج في وقت الجني، كما أن بعض العقود التي تعامل بها المسلمون الأوائل مثل عقد السلم أقرب ما تكون للعقود الآجلة والعقود المستقبلية وتعطي أمثلة عملية عن آلية تطور المشتقات المالية تاريخياً. كذلك، نجد عقد "العربون" أو ما يُعرف بالدفعة المُقدمة الذي يعتبر أقرب ما يكون لعقد خيار

الشراء (الذي هو أحد أنواع المشتقات المالية كما سنراه لاحقاً). ومع تعدّد الأمثلة التاريخية، إلا أن أول تطبيق للمشتقات المالية بمعناها المعاصر القابل للتوسع والاستخدام في أسواق المال يعود لأواسط القرن التاسع عشر الميلادي، حيث أصبحت مدينة شيكاغو مركزاً صناعياً وتجارياً، وصارت محطة للمزارعين الذين يأتونها لبيع منتجاتهم الزراعية للتجار الذين يقومون بدورهم بشحنها وتوزيعها إلى جميع أنحاء الولايات المتحدة الأمريكية. وقد كانت المنتجات الزراعية كثيرة ومتنوعة بشكل يفوق قدرة التجار الذين يشترون كميات محدودة منها مقابل أسعار محددة، ما أدى إلى ظهور فجوة كبيرة بين مستويات العرض والطلب، فالعرض أكبر بكثير من الطلب، ما أدى إلى خسارة المزارعين بسبب انخفاض الأسعار. أوضح هذا الوضع القائم لسنوات أن إنتاج المنتجات الزراعية دون مستويات تأكيد بشأن السعر الذي يمكن أن تباع به، لم يوفر مستوى كافٍ من الأمان للمزارعين، ما جعلهم عاجزين عن التخطيط وإدارة العملية الزراعية بكفاءة. ثم اهتمدى المزارعون والتجار إلى فكرة بسيطة ومبتكرة، حيث يتفق المزارعون والتجار على الكميات من المنتجات الزراعية التي سيلتزمون بشرائها، وتحديد سعر تقاوضي يتم دفعه مستقبلاً، ويتم توثيق التعهد كتابةً لضمان التزام الأطراف. بوجود هذه التعهدات أو الالتزامات بين الطرفين: (المزارعين والتجار)، صار بإمكان المزارعين التخطيط الدقيق لإنتاج محاصيل العام المقبل، كما أصبح بإمكان التجار تأمين الإنتاج والأسعار التي سيشترون بها، وترتب عن ذلك المزيد من العدالة في السوق، والمزيد من التوازن بين العرض والطلب وتقليل الهدر، وبالتالي جلب الاستقرار للنظام ككل (أنظر: Swan: 2000).

يوضح الوصف السابق نشأة مجلس شيكاغو التجاري (Chicago Board of Trade) خلال عام 1848، ونشأة العقود المستقبلية التي صارت اليوم أهم أسواق المنتجات الزراعية في العالم، إضافة لأنواع أخرى كثيرة من الأصول، بل وساهمت في توسّع التجارة ونمو الاقتصادات العالمية وأسواق المال.

3. أسواق المشتقات المالية ومتطلبات نجاحها

1.3. أسواق تداول المشتقات المالية

مثل بقية أنواع الأدوات المالية، يتم تبادل المشتقات في نوعين من الأسواق المالية، هما: الأسواق المنظمة (*Organized Exchanges*)، والأسواق غير المنظمة (*Over-the-Counter*). تنقسم الأسواق المنظمة بتنظيم وتوحيد شروط التعامل في العقود، من ذلك: الشروط المتعلقة بالتسليم، وطرق التسوية، والحدود الدنيا والقصى لعدد العقود الممكن حيازتها من طرف عميل واحد لكل نوع من أنواع الأصول، كما يتولى إدارة السوق ومعاملاتها جهة نظامية من خلال غرفة مقاصة (بيت التسوية) التي تسهر على تنظيم وضمان سيولة العقود، وتضمن تغطية مخاطر أطراف التعاقدات. يتم التعامل في هذه السوق من طرف متعاملين معتمدين تحكمهم قواعد تداول محددة ومعروفة.

فيما يتم تداول باقي أنواع المشتقات التي لا يتم تداولها في الأسواق المنظمة من خلال الأسواق غير المنظمة وتتم معاملاتها بشكل مباشر بين المتعاملين دون الحاجة لوجود وسيط (غرفة المقاصة مثلاً)، ومن حيث الحجم، فهي أكبر بكثير من الأسواق المنظمة. العقود والمعاملات التي تتم في السوق غير المنظمة ليست نمطية ولا موحدة، بل يتم التفاهم بين طرفي العقد على شروط التعاقد (الكمية، شروط التسليم، السعر... إلخ).

2.3. المشاركون في أسواق المشتقات المالية

يمكن تصنيف المشاركين في أسواق المشتقات المالية إلى الأصناف التالية:

■ المتحوطون:

التحوط هو أحد أشكال إدارة المخاطر، يتم من خلاله اتخاذ مراكز عكسية في صفقة مالية بهدف تقليل الخسائر المحتملة، مع التضحية ببعض الربح. يهدف المتحوطون إلى تقليل مخاطر تقلبات أسعار الصرف أو أسعار الفائدة أو أسعار الأصل محل التعاقد. وتعتبر المشتقات المالية أحد أهم الأدوات المالية التي تحقق غرض التحوط ضد مخاطر الأصول الأساسية (الأصل محل التعاقد).

■ المضاربون:

عملياً، تغلب المضاربة على المعاملات في أسواق المشتقات المالية. على سبيل المثال، ما يزيد عن 98 في المائة من تعاملات الأسواق المستقبلية هي مضاربات على الأسعار (Al-Suwailem: 2006)، لا يتم فيها استلام الأصل، وتسلم الثمن. تنطوي المضاربة على درجة مخاطرة عالية، ومع ذلك ينخرط فيها عدد كبير من المستثمرين، وفي أبسط أشكالها، يقوم المضارب بشراء أداة مالية على أمل ارتفاع سعرها بغرض البيع وتحقيق أرباح سريعة.

■ المراجعة:

تعد المراجعة نشاطاً شائعاً لتحقيق الربح في الأسواق المالية، ومن ذلك أسواق المشتقات المالية، ويكون ذلك من خلال الاستفادة من فروقات أسعار الأدوات المالية في أكثر من سوق. يؤدي المراجحون وظائف مهمة في أسواق المشتقات المالية من خلال موازنة السوق، وتعزيز سيولته.

■ تجار الهامش

في صناعة التمويل، الهامش هو الضمان المودع من قبل المستثمر الذي يستثمر في أداة مالية للطرف المقابل لتغطية مخاطر الائتمان المرتبطة بالاستثمار.

4. أنواع المشتقات

تشمل عقود المشتقات المالية كلا من عقود الخيارات (*Options*) والعقود المستقبلية (*Futures*) والعقود الآجلة (*Forwards*) وعقود المبادلة (*Swaps*)، فيما يلي شرح لهذه الأنواع من المشتقات المالية:

1.4. الخيارات

الخيار المالي هو عقد يلتزم بموجبه أحد طرفيه وهو البائع أن يعطي للطرف الثاني (المشتري) الحق (وليس الإلزام) في شراء أصل معين (قد يكون سلعة حقيقية، أو عملة، أو ورقة مالية، أو غيرها)، بسعر محدد متفق عليه يسمى سعر التنفيذ (*Exercise Price*)، خلال أجل معين (مدة العقد)، وذلك مقابل ثمن (*Option Price*) يدفعه المشتري للبائع في نفس الوقت. والخيارات في التطبيق نوعان، خيار شراء (*Call Option*) وهو عقد يعطي لمشتريه الحق في شراء أصل معين بثمن معين خلال أجل معين، مقابل دفع علاوة هي ثمن الخيار، وخيار البيع (*Put Option*) وهو عقد يُعطي لمشتريه الحق في بيع أصل معين بثمن معين خلال أجل معين، مقابل دفع علاوة.

مثال توضيحي: يرغب مستثمر بشراء 100 سهم من أسهم شركة ما (*XYZ*)، حيث سعر سهم الشركة الحالي هو 90 درهماً، لكن لا تتوفر لديه السيولة حالياً، ويخشى أنه عندما تتوفر لديه السيولة ويقرر الشراء أن سعر سهم الشركة قد ارتفع. لتقليل حالة عدم اليقين ولعدم تفويت الفرصة الحالية، يمكنه الدخول في عقد

خيار شراء على أسهم شركة ما بسعر تنفيذ قدره 90 درهماً، مدة الخيار 3 أشهر، ويدفع لبائع الخيار قيمة العلاوة وهي 3 درهم عن كل سهم (أي 300 درهم عن كامل الصفقة). سيكون المستثمر في هذه الحالة قد اشترى خيار شراء بقيمة 300 درهم، وله الحق في شراء 100 سهم من أسهم هذه الشركة خلال مدة ثلاثة أشهر بسعر 90 درهماً بغض النظر عن سعرها في السوق. لنفترض أن المستثمر يرغب باقتناء الأسهم بعد شهرين، وكان سعرها في السوق 100 درهماً. لن يحتاج طبعاً أن يشتريها من السوق بسعر 100 درهم، بل سيمارس حقه في الشراء من خلال الخيار الذي سبق له شراؤه (ودفع مقابلته 300 درهم)، وبالتالي سيشتري الأسهم بسعر 90 درهم، ويمكنه بعد ذلك طبعاً (إذا رغب بذلك) بيعها في السوق بسعر 100 درهم (سعرها السوقي)، ويربح فارق السعر (بعد خصم قيمة العلاوة والمصروفات الأخرى). لعلك لاحظت أن هناك ممارسة نقوم بها في بعض معاملتنا اليومية شبيهة جداً بالفكرة السابقة، وهي "الدفعة المقدمة أو مقدم الشراء"، حيث ندفع أحياناً جزءاً من قيمة سلعة معينة (10 في المائة من قيمتها مثلاً) مقابل أن نحتفظ بحق شرائها بسعر محدد خلال مدة معينة. فخيار الشراء شبيه بفكرة "مقدم الشراء"، غير أن ميزة الخيارات هي قابليتها للتداول.

2.4. العقود الآجلة

تعتبر العقود الآجلة أقدم وأبسط عقود المشتقات المالية، وتنطوي الحياة اليومية لكل واحد منا على أشكال متعددة من العقود التي يمكن اعتبارها عقوداً آجلة، على سبيل المثال، يعتبر شراء سلعة يتم استلامها بعد مدة وسداد ثمنها عند الاستلام عقداً آجلاً (مثلما هو الحال عند شراء سلعة من أي بائع ودفع ثمنها عند الاستلام). وفي أسواق المال، فإن العقد الآجل هو اتفاق يتم بين طرفين لشراء أو بيع أصل ما (أصل حقيقي، عملة، أوراق مالية... إلخ) في تاريخ مستقبلي بسعر متفق عليه

يتحدد عند التعاقد، ولا يتم تداول العقد الآجل في الأسواق المنظمة، ذلك أن صياغتها تتم لتفي باحتياجات طرفي العقد من حيث الكمية، والسعر، ومكان التسليم، وغيرها. تنطوي العقود الآجلة على درجات عالية من مخاطر الائتمان لعدم وجود طرف ضامن، بل تعتمد فقط على الملاءة المالية لطرفي التعاقد، كما تنطوي على درجات عالية من مخاطر السيولة لصعوبة بيع العقد الذي تم صياغته لغرض خاص بطرفي التعاقد. تستخدم العقود الآجلة للتحوط والحماية ضد تقلبات الأسعار السوقية للأصول (سواء كانت سلعاً حقيقية أو أوراقاً مالية أو أسعار فائدة)، على سبيل المثال، يمكن لشركة خطوط طيران أن تدخل في عقد آجل لشراء كميات معينة من الوقود بسعر محدد متفق عليه مع أجل تسليم معروف، بدلاً من الشراء بالأسعار السوقية، فتكون بذلك قد حيدت مخاطر تقلب أسعار الوقود طول مدة العقد الآجل.

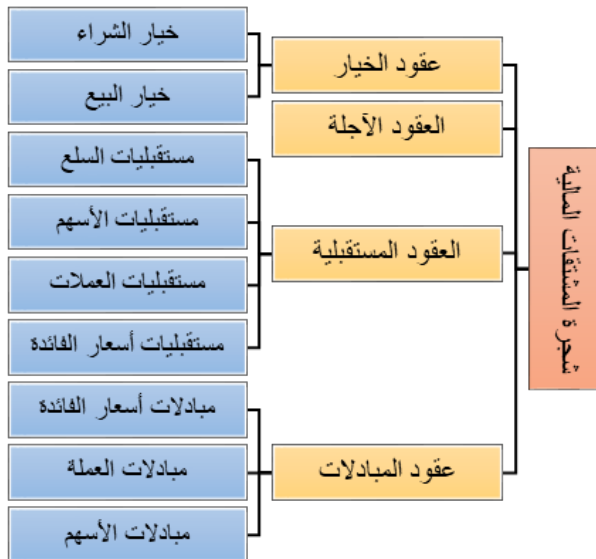
3.4. العقود المستقبلية

العقود المستقبلية أو المستقبليات هي عقود آجلة تم تنميطها، ويمكن تداولها في الأسواق المنظمة على عكس العقود الآجلة. وقد حظيت العقود المستقبلية ولا تزال باهتمام واسع من الأكاديميين والباحثين والمستثمرين على حد سواء، بسبب ارتباطها بتجارة الكثير من المنتجات: الغذائية (الحبوب واللحوم والحليب ومشتقاته... إلخ) والمعادن (الذهب والفضة والبلاطين... إلخ) والطاقة (النفط والغاز) والمنتجات المالية (الأسهم والسندات والعملات... إلخ) وغيرها. فالعقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين يلتزم فيه أحدهما بتسليم أصل معين بسعر محدد، مع تحديد تاريخ ومكان الاستلام، ويتم تنفيذ العقود المستقبلية وتسويتها بواسطة طرف ثالث، هو غرفة المقاصة.

4.4. المبادلات

المبادلة وتسمى كذلك المقايضة هي عقد مشتق يتبادل من خلاله طرفان، التدفقات النقدية من أداتين ماليتين مختلفتين (مثلاً: قرضين بعملتين مختلفتين، وبسعر فائدة مختلف). تتضمن معظم المقايضات تدفقات نقدية بناءً على مبلغ أساسي افتراضي مثل القرض أو السند، وفي حين يتم مبادلة التدفقات النقدية الناتجة عن المبلغ الأساسي، إلا أنه من النادر أن يتم مبادلة المبلغ الأساسي. ومع أن أنواع المبادلات كثيرة، إلا أن أكثرها شيوعاً واستخداماً هو مبادلة تدفق نقدي ثابت مع تدفق نقدي متغير مستند إلى سعر فائدة مرجعي أو سعر صرف عملة معومة أو قيمة مؤشر. تعود نشأة عقود المبادلة إلى سبعينات القرن العشرين عندما طور تجار العملة مبادلات العملات لتجنب الرقابة الحكومية على حركة العملات الدولية.

شكل 1. أنواع المشتقات المالية



المصدر: المؤلف.

5. استخدامات المشتقات المالية

1.5. التحوط ضد المخاطر

تواجه منشآت الأعمال العديد من المخاطر كمخاطر الائتمان، والسيولة، والسوق، وغيرها. وتؤثر تلك المخاطر سلبياً على المنشأة، وقد تؤدي بها إلى حالة الإعسار أو حتى الإفلاس. يعتبر التحوط (*Hedging*) الوظيفة التي من أجلها وُجدت المشتقات المالية، إذ يهدف إلى تقليل حالة عدم التأكد، وتخفيض تأثير الخطر إلى أقل قدر ممكن، مع التضحية بجزء من العوائد المتوقعة، كما يساعد التحوط على التخطيط للاستثمارات المستقبلية بدرجة أدق. ونظراً لأن طريقة استخدام كل عقد من أنواع عقود المشتقات المالية في التحوط سيتم تفصيلها عند تناول تلك العقود، نكتفي هنا بمثالين لشرح كيفية استخدام المشتقات، والمبادلات في التحوط.

مثال: تشتري إحدى شركات الطيران مادة الجازولين (مشتق نفطي يستخدم كوقود للطائرات) بسعر 50 دولاراً للجالون (وحدة تساوي 5 لتر تقريباً)، ولأنها من المشتقات النفطية فإن زيادة أسعار النفط تؤدي إلى ارتفاع سعر هذه المادة. تمثل تكلفة شراء الجازولين حوالي 80 في المائة من تكاليف شركة الطيران، وأي ارتفاع في تكاليف الشراء بنسبة تزيد عن السعر الحالي (50 دولاراً) يكبد الشركة خسائر مؤكدة. في هذه الحالة، فإن أنسب طريقة للشركة للتحوط ضد خطر السعر هو اللجوء إلى أسواق مشتقات السلع والتعاقد على شراء كميات من مادة الجازولين، مع تسليم مستقبلي وفق الاحتياجات المستقبلية التقديرية للشركة بسعر محدد متفق عليه الآن قد يكون أعلى من السعر الحاضر، وبذلك تكون الشركة قد جنبت نفسها مخاطر تقلبات أسعار النفط خلال الفترة القادمة.

2.5. استكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضرة

إن استكشاف السعر هو نتيجة التفاعل بين البائعين والمشتريين (العرض والطلب)، وهذا في الحقيقة ما يحدث في أسواق المشتقات المالية، وبشكل خاص في أسواق العقود المستقبلية. يفيد ذلك في التعرف على ما ستكون عليه أسعار الأصول مستقبلاً، بمعنى آخر استكشاف أسعار الأصول في الأسواق الحاضرة عند تاريخ التسليم.

3.5. التخطيط الجيد للتدفقات النقدية المستقبلية

لنفترض مصنعاً يحتاج ضمن عملية التصنيع مادة الألمنيوم، وهي معروفة بتقلباتها الشديدة في الأسواق، وحيث أن ارتفاع الأسعار يؤثر على هامش أرباح المصنع، خاصة مع صعوبة تحويل التكاليف إلى أسعار البيع، لذا يمكن للمصنع الدخول في عدد من العقود المستقبلية على الألمنيوم لشراء كميات محددة تغطي احتياجاته لفترة لاحقة (مثلاً استلام كل 3 أشهر على مدار سنة واحدة). يكون المصنع في هذه الحالة قد ثبت سعر شراء مادة الألمنيوم لمدة سنة واحدة، ما يمكنه من العمل في حالة أكبر من التأكد، والتخطيط بشكل أفضل لتدفقاته النقدية.

4.5. المضاربة

تتضمن تعاملات الأسواق المالية شراء أدوات مالية (الأسهم والسندات والسلع والعملات والعقارات والمشتقات، أو أي أداة مالية أخرى) وحيازتها وبيعها من أجل تحقيق الربح من التقلبات في أسعارها. يتضح أن غرض المضارب لا يكون هو تملك الأصل محل التعاقد، بل فقط حيازة مؤقتة بغرض الاستفادة من تقلبات أسعاره.

5.5. تنشيط سوق المال

تساعد المشتقات المالية في تنشيط أسواق المال، وزيادة تداول مختلف الأصول، ويرجع الفضل في ذلك إلى انخفاض تكاليف المعاملات، ففي الوقت الذي تتطلب المعاملات في الأسواق الحاضرة دفع كامل قيمة الصفقة، فإن أسواق المشتقات المالية لا تتطلب أكثر من 10 بالمائة إلى 15 بالمائة من قيمة الصفقة.

6.5. كمال السوق

كمال السوق هو قدرته على توفير كل أنواع الأصول المالية التي تلبى احتياجات المتعاملين في السوق، وهو مفهوم نظري، ذلك أنه يستحيل تحقيق كمال السوق، ومع ذلك يعتبر تحقيق نسب عالية من الكمال هدفاً لأي سوق مالي، ويكون ذلك من خلال توفير أنواع كثيرة من الأصول والعقود المالية، ومن ذلك الأدوات المالية المشتقة. ومما تمتاز به المشتقات المالية ليس فقط كونها أدوات تضاف إلى رصيد الأصول المالية المتوفرة في السوق، بل توفر إمكانية إيجاد أدوات مركبة ومبتكرة من خلال توليفات من المشتقات المالية والأدوات المالية الأخرى تحقق للمتعاملين مستويات مستهدفة للعائد والمخاطرة.

6. مخاطر المشتقات المالية

على الرغم من أن أساس وجود المشتقات المالية كان بغرض التحوط وإدارة المخاطر، إلا أن ذلك لم يمنع من أن تنشأ عن هذه الأدوات المالية فرص الاستثمار والمضاربة، مع إمكانية أن ينتج عن هذه الأدوات كذلك مخاطر عالية جداً. وقد أثبت الواقع أن المشتقات المالية يمكن أن تكون أكثر الأدوات المالية مخاطرة، خاصة إذا

أسوء استخدامهما. فيما يلي أهم المخاطر التي تتعرض لها المشتقات المالية ويرتبط استخدامها كذلك بمستويات مرتفعة من المخاطر:

1.6. المخاطر الائتمانية

تنشأ مخاطر الائتمان عن عدم تمكن أحد طرفي العقد من الوفاء بالتزاماته التعاقدية المحددة، أو تأخره في الوفاء عن الموعد المحدد في العقد، وهو ما يترتب عنه خسائر مؤكدة لأحد المتعاقدين. ومع أن هذا النوع من المخاطر شائع في أسواق المشتقات المالية، إلا أنه في الأسواق غير المنظمة أكبر، لعدم وجود طرف ثالث (غرفة المقاصة مثلاً) يضمن الوفاء بالتزامات الطرفين. ومرد مخاطر الائتمان في عقود المشتقات المالية أن معظمها مضاربات لا توجد فيها نية لدى الطرفين في الاستلام أو التسلم، بل تسوية على فروق الأسعار. كما أن للرافعة المالية دوراً مهماً في مضاعفة مخاطر الائتمان، حيث يمكن للمتعامل الدخول في صفقات تساوي أضعاف قدرته على السداد، كما تؤدي التقلبات الكبيرة في أسواق المشتقات المالية إلى مضاعفة الخسائر ما قد يجعل أحد الطرفين عاجزاً عن الوفاء بالتزاماته.

2.6. مخاطر السوق

يقصد بمخاطر السوق أو مخاطر تغيرات الأسعار الخسائر المحتملة الناتجة عن تقلبات أسعار الصرف وأسعار الأسهم وأسعار الفائدة. وفي عقود المشتقات المالية، فإن مخاطر السوق تعني التقلبات في أسعار العقد ذاته، الذي بدوره يكون نتيجة مجموعة من العوامل، أهمها تقلبات سعر الأصل محل العقد المشتق الذي يمكن أن يكون سلعة، أو أصلاً مالياً، أو سعر فائدة، أو مؤشراً، أو عملة، أو

غيرها. تعتبر الأدوات المالية المشتقة حساسة بشكل كبير لظروف السوق، فبالإضافة إلى تقلبات أسعار الأصل محل التعاقد، يؤدي التغير في أسعار الفائدة وظروف السوق إلى تغيرات أكبر في أسعار العقود المشتقة.

3.6. المخاطر التشغيلية

مخاطر التشغيل هي المخاطر المرتبطة بالخطأ البشري، أو فشل الأنظمة، أو عدم كفاية الإجراءات والضوابط. في المؤسسات المالية التي تتعامل بالمشتقات المالية، يقع على عاتق الإدارة العليا مسؤولية وضع المعايير وتصميم وتنفيذ إجراءات المكتب الخلفي المناسبة والبرامج التقنية اللازمة للتعامل مع هذا النوع من المخاطر، ويؤدي غياب إجراءات إدارة مخاطر التشغيل إلى حدوث خسائر نتيجة التعاملات في أسواق المشتقات، ما يتطلب من المشاركين في أسواق المشتقات التأكد من وجود الأنظمة اللازمة للتعامل مع مخاطر التشغيل قبل دخول هذا النوع من الأعمال.

4.6. المخاطر القانونية

تعرف المخاطر القانونية على أنها المخاطر التي تؤدي إلى تعطيل العقود، أو الدعاوى القضائية، أو الأحكام السلبية، أو الإجراءات القانونية التي لها تأثير سلبي على عمليات ووضع المؤسسة (قندوز: 2020). بالنسبة للمشتقات المالية، فإن الجانب الأساسي للمخاطر القانونية يتمثل في احتمالية أن تكون المعاملة غير صالحة أو غير قابلة للتنفيذ بموجب القانون المعمول به، والذي يمكن أن يكون القانون الخاص بالبلد الأصلي، أو ذلك الذي اختاره الطرفان، أو قانون جهة قضائية أخرى. مما يزيد من حدة هذا النوع من المخاطر أن النظم القانونية في الكثير من الدول ما زالت لم تواكب بعد التطورات المالية الحاصلة في أسواق المشتقات.

5.6. مخاطر السيولة

مخاطر السيولة تتمثل في عدم القدرة على التخلص من الأداة المالية عند الحاجة إلى ذلك في وقت سريع وبتكلفة معقولة، ولذلك، فقد يكون منشأ الخطر هو الأداة ذاتها أو طبيعة السوق الخاصة بتلك الأداة (أي العرض والطلب). تنطوي بعض أنواع المشتقات المالية على درجات عالية من مخاطر السيولة، من ذلك العقود الآجلة والمبادلات التي يتم التفاوض عليها بين طرفين وتتم خارج السوق المنظمة، ما يجعل إمكانية تسيلها صعباً للغاية، بينما تقل مخاطر السيولة في العقود التي يتم تداولها في الأسواق المنظمة كعقود الخيارات والعقود المستقبلية، وكلما كانت السوق أوسع وعدد المتعاملين فيها أكبر زادت سيولة العقود وقلت مخاطر السيولة.

6.6. مخاطر التسوية

تنشأ مخاطر التسوية عندما لا يتم تبادل المدفوعات في وقت واحد (آني). على سبيل المثال، عندما يقوم البنك بالدفع للطرف المقابل، ولكن لن يتم تعويضه إلا بعد مرور بعض الوقت. يتمثل الخطر في أن الطرف المقابل قد يتخلف عن السداد قبل القيام بالدفع المقابل. وقد يكون سبب هذا النوع من المخاطر ما قد يطرأ على أحد أطراف العقد من خسارة أو تقلبات كبيرة في أسعار الأصول محل التعاقد.

7.6. مخاطر أخرى

إضافة إلى الأنواع المذكورة من المخاطر التي تتعرض لها المشتقات المالية، هناك مخاطر تتفاوت قوتها وأهميتها بحسب الظروف الاقتصادية الكلية، من ذلك مخاطر الرفع المالي وسببها الاعتماد على الديون في تمويل الصفقات، ما يؤدي إلى مضاعفة الخسائر في حال كانت ظروف الصفقة غير مواتية للمستثمر أو

المضارب. تنطوي المشتقات المالية كذلك على ما يعرف بمخاطر نسب الحماية أو التحوط التي تشير إلى نسبة قيمة العقود المستقبلية المستخدمة للتحوط إلى قيمة الأصول التي هي عرضة للتحوط، ويقترب هذا النوع من المخاطر مع مخاطر الارتباط التي تشير إلى عدم تناسب تغير قيمة الأداة المالية المشتقة مع معدل التغير في الأصل محل التحوط.

ختاماً، ولأن تسعير الأدوات المالية المشتقة يحتاج إلى مهارة وخبرات كبيرة، إضافة إلى برامج تطبيقية متقدمة قائمة على نماذج رياضية معقدة، فإن ذلك يؤدي إلى بروز مخاطر التسعير التي ينتج عنها عدم القدرة على اتخاذ القرارات الصحيحة لاستخدام الأدوات المالية المشتقة.

7. المشتقات المالية والأزمات المالية

على الرغم من أن أحد أسباب وجود المشتقات المالية هو التحوط وإدارة المخاطر، إلا أن هذه الأدوات المالية ما فتئت منذ نشأتها تثير الجدل حول مشروعيتها، سواء من الناحية القانونية أو الاقتصادية. كما برزت أصوات كثيرة بعد الأزمة المالية العالمية (2008) تدعو إلى قيام الجهات المشرعة للقوانين والمشاركين في الأسواق إلى تحسين مستوى الرقابة على المشتقات المالية بشكل عام، خاصة تلك التي يتم تداولها خارج البورصات [Over the Counter (OTC)] وتحويل هيكلية عمليات تداولها من التداول المباشر إلى البورصات لضمان إبرامها في إطار من الشفافية وضمن بيئة منظمة.

وصف وارن بافيت (W. Buffet) أحد أفضل المستثمرين على مر التاريخ المشتقات المالية على أنها أدوات دمار مالي شامل، وأنها أحد أسباب الأزمة المالية، ومع أن النقد الموجه للمشتقات المالية قد لا يمكن تعميمه على كل أنواع المشتقات، ذلك أن بعض الأدوات تنطوي على درجات مخاطرة عالية كما هو

الحال في المشتقات الائتمانية (*Credit Derivatives*)، إلا أن أحد أسباب تحول هذه الأدوات التي تستخدم في الأصل لنقل المخاطر هو طريقة استخدامها، على سبيل المثال، برغم أن العقود الآجلة وعقود المستقبلات تستخدم للتحوط ضد تقلبات الأسعار، إلا أن الممارسة الشائعة في هذه العقود أنها لا تنتهي بالتسليم والتسلم للأصل محل التعاقد، بل تنتهي بتسوية على فروق الأسعار، ما جعلها تتحول إلى أدوات قريبة من الرهان، بل إن ما لا يقل عن 98 في المائة من العقود المستقبلية اليوم تنتهي بتسوية نقدية وتستخدم فقط للمضاربة (*Al-Suwailem: 2006*).

ولأن هذه العقود تتم على أصول وسلع تهم حياة البشر (مثلاً: المعادن والطاقة والمنتجات الزراعية)، ما يؤدي إلى تقلبات كبيرة في الأسعار وتضرر النشاط الاقتصادي، كما أنه لا خلاف بين أهل الاقتصاد والمالية على أن المشتقات المالية هي مبادلات صفرية (*Zero-Sum Game*)، وبالتالي لا يتوقع منها أن تؤدي إلى تقديم أي إضافة لأسواق المال. دليل آخر على خطورة أسواق المشتقات المالية أنها تنمو بمعزل عن حجم الاقتصاد ولا ترتبط تعاقدياً بالنشاط الحقيقي.

فسوق المشتقات المالية توصف بأنها سوق الكوادريليون (مليون مليار دولار أمريكي)، وبلغ حجمها حوالي 600 تريليون دولار أمريكي في حين لا يتجاوز حجم الناتج العالمي 85 تريليون دولار أمريكي في عام 2020، وهذا التضخم الهائل في قيمة سوق المشتقات هو الذي يجعل احتمالية انهيارها وارداً في أي لحظة، كما أنه يهدد الاقتصاد ككل. ويمكن أن يؤدي استخدام المشتقات إلى خسائر كبيرة بسبب استخدام الرافعة المالية (*Leverage*).

تتيح المشتقات للمستثمرين كسب عوائد كبيرة من التحركات الصغيرة في سعر الأصل محل التعاقد. ومع ذلك، يمكن أن يخسر المستثمرون مبالغ كبيرة إذا تحركت أسعار الأصول محل التعاقد ضدهم بشكل كبير. كانت هناك عدة حالات

من الخسائر الكبيرة المسجلة في أسواق المشتقات، ومن أمثلة ذلك ما حدث مع أحد البنوك العالمية الذي خسر 7.2 مليار دولار أمريكي في عام 2008 نتيجة سوء استخدامه للعقود المستقبلية. وكما أشرنا سابقاً، فإنه على الرغم من القيمة الكبيرة لأسواق المشتقات المالية، وكونها تعد أكبر أسواق المال، إلا أن تلك الأسواق ينتج عنها مخاطر قد لا يستطيع المستثمرون تعويضها، كما أن هذه القيم الكبيرة للأصول المتداولة قد تؤدي إلى تشوهات في أسواق رأس المال والأسهم الأساسية نفسها.

خلاصة ما سبق، أن أسواق المشتقات المالية قد نشأت فعلاً لتكون وسيلة لحماية الأفراد والمؤسسات من المخاطر المختلفة في أسواق المال، لكنها تحولت بسبب بعض الممارسات غير الحكيمة إلى أدوات ضاعفت حجم المخاطر التي قد يتعرض لها النظام المالي، بأضعاف ما يمكن تجنبه من خلال استخدامها.

8. خلاصة

المشتقات المالية هي أدوات مالية تعتمد قيمتها بشكل أساسي على أصول أخرى، تسمى الأصول محل التداول. ومع أن الأسواق المنظمة للمشتقات المالية لم تظهر إلا في سبعينيات القرن العشرين، إلا أن التاريخ الاقتصادي يُظهر وجود ممارسات تقترب كثيراً من معنى المشتقات المالية، حيث تعامل الإغريق بأدوات تقترب من العقود المستقبلية، ووجد لدى المسلمين عقود السلم الشبيهة بالعقود الآجلة، و"المقدم النقدي" القريب من خيارات الشراء وغيرها.

تحقق المشتقات المالية العديد من المزايا، بشكل خاص التحوط وإدارة مختلف أنواع المخاطر، لكنها مع ذلك تنطوي على درجات عالية من المخاطرة، ما يجعلها أقرب ما تكون لسلاح ذي حدين، يحتاج حرصاً وحذراً شديدين في التعامل بها، وهو ما دفع العديد من الدول إلى جعل أسواق المشتقات المالية حكراً على فئات محددة من المستثمرين المتمرسين والخبراء، وما يزال إلى يومنا هذا الجدل قائماً بين صانعي السياسات والباحثين والمتخصصين حول جدوى هذه الأدوات بين من يرى أنها أدوات ضرورية في أسواق المال وتؤدي العديد من الوظائف، وبين من يرى أنها تسبب الأزمات المالية وتزيد من حدتها وأنه يجب حظرها والتضييق عليها.

قائمة المصادر

المصادر باللغة العربية

1. عبد الكريم أحمد قندوز، (2017). "الخيارات، المستقبلات، والمشتقات المالية الأخرى"، إي كتب، 2017.
2. عبد الكريم أحمد قندوز، (2020). "المخاطر المصرفية وأساليب قياسها"، دراسات معهد التدريب وبناء القدرات، العدد 2020/5، صندوق النقد العربي، أبو ظبي.
3. بن علي بلعوز، عبد الرزاق حبار، عبد الكريم قندوز، (2013). "إدارة المخاطر"، مؤسسة الوراق، عمان، 2013.
4. رضوان، سمير عبد الحميد، (2005). "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005.
5. طارق عبدالعال حماد، (2001). "المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية، مصر.

المصادر باللغة الإنجليزية

1. Al-Suwailem, Sami (2006). "Hedging in Islamic Finance", paper No 10, Islamic Development Bank.
2. Edward J. Swan (2000). "Building the Global Market: A 4000 Year History of Derivatives", (Kluwer Law International Ltd: London.
3. Bank for International Settlements, 2022: https://www.bis.org/publ/otc_hy2205.htm

للحصول على مطبوعات صندوق النقد العربي
يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

صندوق النقد العربي

شبكة المعرفة

ص.ب. 2818

أبو ظبي - الإمارات العربية المتحدة

هاتف رقم: 6215000 (+9712)

فاكس رقم: 6326454 (+9712)

البريد الإلكتروني: Publications@amfad.org.ae

متوفرة إلكترونياً بموقع الصندوق على الإنترنت:

<https://www.amf.org.ae>



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

Arab Monetary Fund Building
Corniche Street
Abu Dhabi, United Arab Emirates
P.O Box 2818
www.amf.org.ae