

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية الحقوق والعلوم السياسية
قسم الحقوق



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
في ميدان: الحقوق والعلوم السياسية
الشعبة: الحقوق
التخصص: قانون الأعمال
من إعداد الطالبتان:
الشايب إيمان _ السخري هاجر
بعنوان:

المشتقات المالية في التشريع الجزائري

أمام اللجنة المكونة من السادة الأعضاء:

الصفة	الدرجة العلمية	أعضاء لجنة المناقشة
رئيسا	أستاذ محاضر "أ"	د/عيساني طه
مشرفا ومقررا	أستاذ محاضر "أ"	د/بالطيب محمد البشير
مناقشا	أستاذ مساعد "أ"	د/مجوح إنتصار

السنة الجامعية : 2022/2021

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية الحقوق والعلوم السياسية
قسم الحقوق



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
في ميدان: الحقوق والعلوم السياسية
الشعبة: الحقوق
التخصص: قانون الأعمال
من إعداد الطالبتان:
الشايب إيمان _ السخري هاجر
بعنوان:

المشتقات المالية في التشريع الجزائري

أمام اللجنة المكونة من السادة الأعضاء:

الصفة	الدرجة العلمية	أعضاء لجنة المناقشة
رئيسا	أستاذ محاضر "أ"	د/عيساني طه
مشرفا ومقررا	أستاذ محاضر "أ"	د/بالطيب محمد البشير
مناقشا	أستاذ مساعد "أ"	د/مجوح إنتصار

السنة الجامعية : 2022/2021

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

وَعَلَّمَكَ اللَّهُ الْكِتَابَ

وَكَانَ أَنْ فَضَّلَ اللَّهُ عَلَيْكَ عَظِيمًا

إلى

إلى من شجعني وجعل مشواري العلمي ممكنا..... إلى أبي الغالي

إلى ولداتي الغالية أطال الله في عمرها

إلى زوجي الذي هو سندي في الحياة في السراء و الضراء وفقه الله وسددا خطاه

إلى اخوتي واخواتي اللاتي لا طعم للحياة إلا معهم

إلى كل من ساندني وآزرني في دربي إلى كل الأصدقاء الأوفياء

السخري هاجر

إلى من

إلى من شجعني وجعل مشواري العلمي ممكنا..... إلى أبي الغالي

إلى من تحت قدمها تكمن الجنة إلى روح والدتي الطاهرة التي تحت التراب رحمه الله وأدخلها

فسيح جنانه

إلى زوجي الذي هو سندي في الحياة في السراء و الضراء وفقه لله وسددا خطاه

إلى اخوتي واخواتي اللاتي لا طعم للحياة إلا معهم

إلى أبنائي رقية جواد نضال أسيل

إلى كل من ساندني وأزرني في دربي إلى كل الأصدقاء الأوفياء

الشايب ايمان

شكر و تقدير

الحمد لله رب العالمين حمدا يليق بجلال وجهه العظيم
أحمده على نعمه وأشكره على جزيل فضائله، وأصلي واسلم على اشرف الأنبياء
والمرسلين

نبينا وقدوتنا سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.
يقال أن جمال العقل بالفكر ... و جمال القلب بالذكر ...
وجمال الحال بالإستقامة ... وجمال الكلام بالصدق ...
أما جمال الروح فهو بالشكر

لا يسعنا بعد إتمام هذه الدراسة إلا شكر الله تعالى الذي أعاننا على إتمامها ، كما
نتوجه بالشكر إلى الأستاذ الفاضل بالطيب محمد البشير الذي وجهنا عند الخطأ وشجعنا عند الصواب
بتوجيهاته القيمة و مسانئته لناو نصائحه حتى توصلنا بالبحث إلى ما هو عليه الآن ، فجزاه الله عنا ألف
خير وبارك فيه و جعله ذخرا للعلم ، نتقدم بأصدق معاني الشكر و الإمتنان لجميع الأساتذة اللذين كان
لإرشادهم من دور و فائدة في هذا البحث .

والشكر موصول لكل من رفع أكف الدعاء لنا في السر و العلن ولجميع من ساهم في إنجاز هذا
البحث من قريب أو بعيد جزيل التقدير و العرفان بالجميل ، ومن قدم يد العون و ساعدنا و أسدى
لنا نصيحة أو أمدنا بمشورة أو قدم لنا معلومة مكنتنا من إتمام هذه الدراسة على هذا الوجه .

سائلينا المولى العلي القدير أن ينتفع بهذا العمل وأن يوفق الجميع بما يحبه ويرضاه

فإن كنا قد أصبنا بعض الشيء فذلك فضلا لله يؤتية من يشاء

وإن كنا غير ذلك فحسبنا أننا إجتهدنا، والله الموفق وهو المستعان.

الشايب ايمان/ السخري هاجر

مقدمة

توطئة: من نتائج العولمة الاقتصادية التحرر المتسارع لأسواق المال، مما أدى إلى مزيد من التنافس بين المؤسسات المالية لابتكار منتجات متجددة لسد الخلل الحاصل نتيجة ما يحصل في الأوراق المالية العالمية، فقد أصبحت التقلبات في أسعار كل من السلع، الفائدة، العملات والأسهم والسندات أحد الظواهر التي اتسمت الاقتصاديات المعاصرة، مما أنتج تقلبات وتغيرات هيكلية شهدتها الاقتصاديات، مثل: تعويم أسعار الصرف، والتغير في السياسات النقدية (من استهداف استقرار أسعار الفائدة إلى استهداف نمو القاعدة النقدي) ورفع الحواجز أمام تدفقات رأس المال عبر الحدود الجغرافية والسياسية والتطور الهائل في سرعة الاتصال والانتقال. وشكلت المشتقات المالية في الأساس اتفاقيات لتحويل المخاطر المحتملة واللصيقة باستخدام الأدوات المالية الأساسية من الطرف الذي يرغب في تجنبها إلى الطرف الذي يرغب في تحمل نتائجها إذا وقعت، وذلك من خلال مساهمتها في تأدية وظيفة إلغاء تأثير التغيرات في قيمة الأدوات المالية الأساسية سواء كان الإلغاء كلياً أو جزئياً وتوفير الحماية لها من المخاطر الناتجة بفعل قوى السوق من خلال الحماية أو التغطية في القيمة العادلة أو التدفقات النقدية للمشتق المالي) عقود مؤجلة ومستقبلية أو خيارات مثلاً (بشكل متساوي للتغيرات في القيمة العادلة للأداة المالية الأساسية أو التدفقات النقدية الناتجة عنه) أسهم وسندات مثلاً، وأن هذه التغيرات في القيمة العادلة أو التدفقات النقدية تتحرك بشكل عكسي وفي اتجاه مخالف للتغيرات في القيمة العادلة أو التدفقات النقدية للأداة المالية الأساسية المستهدفة في السوق الحاضرة.

وإن مخاطر السوق من بين أهم المخاطر التي تتعرض لها الأسواق المالية، والمتمثلة أساساً في تقلبات الأسعار بما فيها أسعار الصرف، أسعار الفائدة والتسعير، هذه المخاطر والتي ازداد حجمها بحيث أصبحت مهددة لاستقرار الاقتصاديات العالمية والمحلية، وفي ظل هذه التطورات وجدت البنوك التجارية نفسها في حاجة ماسة إلى أدوات وآليات مالية جديدة لإدارة المخاطر، فما كان بالأمس يمثل حلاً لمشاكل التمويل لم يعد ملائماً لظروف العصر، وهذا استدعى بروز مفهوم الهندسة المالية، كآلية تهدف إلى توفير حلول إبداعية تساعد على جعل الأسواق أكثر كفاءة واستقراراً، بتحقيق مجموعة من الأهداف أهمها وأبرزها إدارة المخاطر، وذلك باستحداث وابتكار آليات وأدوات مالية حديثة قادرة على استيعاب

التغيرات والتقلبات المستمرة في تلك الأسواق المالية، وفي هذا الصدد تبرز المشتقات المالية كأهم هذه المنتجات إستخداما في إدارة المخاطر بشكل عام في تغطية مخاطر السوق بشكل خاص.

تبعاً لما سبق تبرز إشكالية هذا البحث من خلال التساؤل الرئيسي التالي:

ما هي ضوابط المشتقات المالية في التشريع الجزائري؟

أسئلة الفرعية:

✓ هل تعتبر المشتقات المالية بمختلف أنواعها ،صورة من صور الأدوات المالية المبتكرة؟

✓ ما هي الجوانب النظرية والفنية للمشتقات المالية؟ ومن هم أهم المتعاملين بها؟
✓ ما هي إستخدامات المشتقات المالية،و المخاطر والمزايا الناجمة عن هذه الاستخدامات؟

✓ هل استخدمت المشتقات المالية كأداة للربح والتغطية و التحوط ، ضد مخاطر السوق الرأسمال؟ أو أنها تتمتع بقدر كبير من المخاطر؟
✓ ما هي أهم الأدوات المالية المشتقة ؟ وما هي خصائصها؟

تحديد إطار البحث:

يتناول موضوع دراستنا معرفة المشتقات المالية وأدواتها، وبالتحديد في السوق المالية وهي الأدوات المالية التي ظهرت حديثا والتي تزيد استخداماتها وتداولها في معظم الأسواق المالية حول العالم.

أسباب اختيار الموضوع:

يرجع اختيارنا الموضوع إلى مجموعة من الدوافع التي نوجزها في النقاط التالية:

✓ الأهمية البالغة التي يكتسبها هذا الموضوع في الوقت الحالي مع تزايد أهمية الأوراق المالية .

✓ حداثة الموضوع محليا وقلة الدراسات المنجزة حوله.

✓ يعد موضوع المشتقات المالية إحدى المواضيع قلما يتم دراستها بالرغم الأهمية الكبيرة حتى وان تم تطرق له يكون بصفة عامة .

أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث لهذه الدراسة في كون المشتقات المالية من الأدوات المالية الجديدة، التي تساهم في إشباع الحاجات لدى المستثمر سواء من حيث الربح أو إدارة المخاطر التي يتعرض لها. و لقد شهدت العقود في القرون الماضية تطورا هائلا في استخدام مشتقات مالية، وذلك لأنها من ابرز ما تستخدمه المؤسسات المالية اليوم لحماية مصالحها من الأخطار التي تواجهها، أو زيادة محافظها الاستثمارية.

أهداف البحث:

نسعى من خلال هذه الدراسة التوصل إلى عدد من الأهداف التي يمكن توضيحها من خلال مايلي:

1. إثراء المكتبة جامعية.
2. التعرف على دور و أهمية مشتقات المالية .
3. محاولة التعرف على أهم الجوانب النظرية والفنية المتعلقة بالمشتقات المالية.
4. محاولة إعطاء تطور لماهية المشتقات المالية واهم أدواتها.
5. التعرف على مدى سهولة التعامل بالمشتقات المالية وكيفية تنظيم تداولها في أسواق.

المنهج والأدوات المستخدمة في البحث:

تكيف مع متطلبات الموضوع وطبيعة المعلومات التي يتناولها انتهجنا مناهج مختلفة في معالجة الإشكالية المطروحة حيث اعتمدنا في ذلك على:

- ✓ المنهج الوصفي: فمن خلال هذا المنهج قمنا بإلقاء الضوء على المفاهيم الأساسية للمشتقات المالية وأنواعها.
- ✓ المنهج التحليلي: اتبعناه في استخلاص أهم جوانب المتعلقة بعقود المشتقات المالية.

الدراسات السابقة:

- دراسة بن عيسى عبد القادر، إثر إستخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية ،مذكرة ماجستير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الإقتصادية و التجارية وعلوم التسيير،جامعة قاصدي مرباح،ورقلة، 2012. هدفت

هذه الدراسة على التعريف بالمشنقات المالية من مفاهيم الى إستخدام وكذا المخاطر الناجمة عن إستخدام هذا النوع من العقود، ثم تم التطرق إلى الأزمة المالية العالمية من خلال أسباب وأهم مراحلها و إرتبطها بالمشنقات المالية . وكذا سبل عالج الأزمة من المنظور الغربي و الإسلامي.

- **دراسة محمود سخنون وسميرة محسن،** بعنوان : مخاطر المشنقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، الدراسة عبارة عن مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية بجامعة فرحات عباس بسطيف أيام 20_21 أكتوبر 2009 . حيث ذكرت الدراسة أن الإستعمال الأول الذي ظهرت من أجلها عقود المشنقات المالية وهو تغطية مخاطر السوق المتمثلة في تقلبات أسعار الفائدة أسعار الصرف، وتقلبات أسعار الأسهم إلا أنها لم تنحصر في ذلك، بل استخدمت أيضا في الضاربة حتى من طرف المستعملين الذين يفتقدون لفهم عامل هذه الأدوات. بسبب تعقدها وهو ما أدى تسببها في الأزمات في كثير من الأحيان.
- **منية فزيز بعنوان " المشنقات المالية كأداة لتغطية مخاطر السوق المالية حالة الكويت" ، جامعة قاصدي مرباح سنة 2011 ،** دفعت هذه الدراسة لمعرفة مدى مساهمة عقود المشنقات المالية ، في تغطية مخاطر سوق الكويت، المالي حيث شملت هذه الدراسة ثلاثين شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، خلال الفترة من 2006_ 2010 ، ولقد أوضحت الدراسة أن دقة التنبؤ وبناء التوقعات السليمة التي تستند إلى دراسة علمية دقيقة، تؤدي إلى تدنيّة مخاطر السوق المالي وتحقيق عوائد مرتفعة من خلال تشكيل الحافظة المالية من عقود الخيارات .

خطة الدراسة:

الفصل الأول: تطرقنا في الفصل الاول إلى ثلاث مباحث كل مبحث مستقل أولى المباحث نشأة و تعريف وخصائص المشنقات المالية والأسواق متعاملين بها. أما المبحث الثاني سنتطرقنا إلى إستخدامات المختلفة للمشنقات المالية من إدراتها للمخاطر وذلك من تحوط والمضاربة و المراجعة ، و كذلك المخاطر المتعددة التي يتعرض إليها مستخدمي المشنقات المالية وكيفية إدراتها، أما المبحث الثالث يتطرق إلى أهم مخاطر المشنقات المالية.

الفصل الثاني: وفيه تطرقنا إلى ثلاث مباحث في كل مبحث يعالج نوع من أنواع المشتقات المالية وهي العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلة، عقود الخيار، من خلال أربعة مباحث وذلك لتعريف كل نوع على حدى وذلك بذكر الخصائص والانواع تنظيم تداولها.

الفصل الأول:

مدخل عام حول المشتقات المالية

تمهيد:

لقد شهدت الأسواق المالية العالمية تحولات جذرية ، وذلك من خلال التطور السريع والمستمر لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات، وتغير القوانين والتنظيمات في الأسواق المالية ورفع الحواجز بينها.... إلخ ، كل هذه التحولات أدت إلى بروز المخاطر وانتشارها ، مما دفع بالمتعاملين إلى البحث عن أدوات للتغطية و لتحوط ضد المخاطر، وتعتبر المشتقات المالية إحدى أهم الأدوات التي تم استخدامها لهذا الغرض ،خاصة وأنها تشمل عدة أنواع وتلبي عدة أغراض كما أنه يتم تداولها في عدة أسواق .

بحيث تعتبر المشتقات المالية من أهم أدوات المستخدمة في تقديم الحلول للمشكلات المالية التي تتعرض لها تتعرض لها الأسواق المال بشكل عام ، وسوق الأوراق بوجه خاص وهي أهم الأدوات وليدة الهندسة المالية ، التي ساعدت في إيجاد منتجات مالية جديدة من شأنها جعل الأسواق المالية أكثر تكاملا وسيولة ،منها يؤدي إلى استقرار .
ومن خلال هذا الفصل سنحاول التعرف على المشتقات المالية من حيث مفهومها، وتطورها، أهميتها، استعمالاتها، مخاطرها و إدارة مخاطرها.

المبحث الأول: ماهية المشتقات المالية

يتمثل جوهر أدوات الهندسة المالية فيما يعرف بالمشتقات المالية، والتي تشمل مجموعة من العقود المالية التي تتمتع وفق طبيعتها، مخاطرها، آجالها ودرجة تعقيدها، وهي أقل تكلفة وأدنى مخاطرة وأعلى عائد وتعتبر من أهم الأدوات.

وذلك سوف نتطرق في هذا المبحث إلى مجموعة من المطالب نعالج في المطلب الأول مفهوم المشتقات المالية، والمطلب الثاني ندرس فيه أنواع أسواق المشتقات المالية و المتعاملون فيها.

المطلب الأول: مفهوم المشتقات المالية

المشتقات المالية أخذت اسمها من حقيقة أنها عقود تشتق قيمتها من قيمة مرجعية، تمثل في الحقيقة الأصول موضوع العقد والتي تتنوع ما بين الأسهم ، السندات، السلع العملات الأجنبية.... إلخ فإذا كانت أسعار تلك الأصول الملائمة من وجهة نظر حامل العقد فإنه يصبح ذا قيمة وقد يسمح بتحقيق مكاسب، أما إذا كانت أسعارها غير ملائمة من وجهة نظره فيصبح العقد لا قيمة له وقد ينتج عنه خسائر وقد اختلفت التعريفات لهذه المشتقات المالية .

الفرع الأول : نشأة وتعريف المشتقات المالية .

أولاً: نشأتها

لقد شاهدت صناعة المشتقات المالية نموا كبيرا، سواء على مستوى حجم التعامل بتلك المشتقات المالية أو على مستوى تنوعها، حيث كان أول استخدام لها من قبل ملاك الأراضي الإقطاعيين من منتجي الأرز في اليابان ، وذلك في شكل عقود آجلا تداولها في أسواق غير منظمه. إلا أن القرن التاسع عشر شهد الولادة الحقيقية لإستخدام العقود الأجلة بشكل منظم ومؤثر وكان ذلك في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1860م، إذ تم صياغة القواعد والتشريعات التي تنظم التعامل الأجل لمزاعي الحبوب و المضاربيين و المستهلكين.

في بداية السبعينات من عام 1970 ظهرت المنتجات جديدة عرفت بعمليات الصرف الأجل أو العقود الموافقة بالتراضي حيث تم تداولها في أسواق غير منظمه إلا أن تطورها صدم بمخاطر القروض وغياب السيولة التي ميزت تلك الأصوات، ولذلك كان هناك حاجة من ظهور غرف المقاصة لتنظيمها ، بعد هذا ظهرت منتجات جديدة للعقود المستقبلية أو

العقود الآجلة على العملات وهي عقود نموذجيه يتم تداولها في الأسواق المنظمة، والتي تم إدراجها لأول مرة في السوق في عام 1972 ميلادي وقد ظهرت تلك التجديدات المالية نتيجة التقلبات الحادة في كلا معدلات الفائدة ومعدلات الصرف منذ عام 1965م، أي أن السبب الأساسي وراء البحث عن أدوات المالية الجديدة وهو التغطية ضد المخاطر ، لذلك التقلبات فيما بعد ظهرت منتجات أخرى تتمثل في عقود مبادلة ، و أخيرا عقود الخيارات وذلك في عام 1973 ميلادي عند إفتتاح أول سوق للخيارات في شيكاغو . وهذا لا يعني بلأن الخيارات لم تكون أصول معروفة بل أنها لم تعرف نجاح حقيقي في مختلف الأسواق لأنها لم تكون قابلة للتداول، ومع فتح السوق في شيكاغو شهدت توسعا في الولايات المتحدة الأمريكية و إنتشرت في أوروبا آسيا في بداية الثمانينات.

تجدر الإشارة إلى إن توسع سوق الخيارات وانتشاره مراده التعديلات الجوهرية التي أدخلت على الأسس التي يقوم عليها التعامل في تلك السوق المتمثلة أساسا في شروط التعاقد التي تتضمن تنميظ الكمي والتواريخ التنفيذ وقيمه الهوامش المبدئية، وكذا دار المقاصة التي تقوم بالتسوية اليومية لهذا الهامش ، والتي كانت من أهم العوامل التي ساعدت في إدخال عنصرين أساسيين كارا ينقصان سوق مشتقات المالية هما السيولة و الأمان.¹

ثانيا : تعريفها

نظرا للتعريفات الكثيرة التي وضعت لبيان حقيقة المشتقات المالية ، واختلاف تلك التعريفات فيما بينها من حيث شموليتها ووضوحها ، من أهم هذه التعريفات هي كالتالي :
تعرف المشتقات المالية بأنها ليست أصولا مالية، وليست أصولا عينية وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها ويترتب عليها حقا للطرف والتزاما على الطرف الآخر.²
وتعرف أيضا أنها من أدوات خارج الميزانية، لأنها وإن كانت تنشئ التزاما متبادلا مشروطا، إلا أنها لا تسبب أي تدفق نقدي مبدئي (استثمار مبدئي)، أو أنها وهو الأغلب تسبب في تدفق نقدي نسبيا يتمثل في الهامش المبدئي.¹

¹ _ احمد شاشو، دور معايير التقارير المالية الدولية ومعايير بازل 3 في زيادة الإفصاح المشتقات المالية ، دراسة تحليلية ، أطروحة دكتوراة في المحاسبة ،دمشق؛ 2016، ص18 .

² _ مصطفى كامل الحجازي ، المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية، المؤتمر العالمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للازمة المالية المعاصرة، يومي 1_2 افريل 2009، جامعة المنصورة ،مصر، ص24.

أما التعريفات التي وقع عليها الاختيار هي:

أولاً: تعريف صندوق النقد الدولي (FMI)

المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول محل التعاقد ولكنها لا تقضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول. وتعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمر غير ضروري.²

ثانياً: تعريف المجموعة الاستشارية لنظم المحاسبة القومية

المشتقات المالية " هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة ومؤشر ، أو سلعة ، والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف الأدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحقاً على الاستثمار" وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط ضد المخاطر المراجعة بين الأسواق وأخيراً المضاربة.³

ثالثاً: التعريف الإستراتيجي للمشتقات

لذلك نستنتج من التعريف السابقة أن المشتقات المالية هي أدوات مالية (وهي عقود) قيمتها تعتمد أساساً على أصول قد تكون عملات أسعار أسهم وسندات سعر فضاء أو ذهب..... إلخ ، ويمكن تلخيص هذه المشتقات في النقاط التالية:⁴ هي عقود ، تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي ، تتوقف قيمتها على قيمة الأصل أو المؤشر ، (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل أو المؤشر محل التعاقد، وذلك سميت بالمشتقات)، ويتضمن العقد تحديد سعر معين للتنفيذ المستقبلي، تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر، تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد.

¹ _ محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر، الأردن، 2004، ص 296.

² _ سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية و دورها في إدارة الخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، دار النشر للجامعات، طبعة الأولى، 2005، ص 7_8.

1. ³ _ سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة مصر، 2005، ص 60_61.

⁴ _ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية ، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 7_8.

الفرع الثاني: خصائص المشتقات المالية

تتسم عقود المشتقات المالية العديد من الخصائص التي تميزها عن الأدوات المالية الأخرى، فإن التعرف على هذه الخصائص تعد أمراً بالغ الأهمية بالنسبة لكافة الأطراف المتعاملة في هذا النوع من الأدوات، فيما يلي سنبرز أهم تلك الخصائص:

أولاً: التعقيد: نظراً لأن معظم عقود المشتقات تتم صياغتها طبقاً لحاجة المتعاملين فإن التنوع تلك المشتقات المالية واختلاف أساليب تقييمها وهل يمكن تحقيق الأهداف المرجوة منها أم لا، يحمل في طياتها صعوبة فهم تلك العقود أو إتمام العمليات المحاسبية وعملية المراجعة الخاصة بها عما هو الحال في العمليات التقليدية.¹

ثانياً: طبيعة العمليات خارج الميزانية: حيث يجري التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كالمخضوم أو أصول بما يسهل التعرف على أرصدها وتتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنها من قيم نقدية كامنة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحاً للتعرض للمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها .

ثالثاً: السيولة: بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يصل تسويتها أما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الإستحقاق محدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية ،² إلا أنه في نفس الوقت يصعب أحياناً تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في الأسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عملية تقييمها ومراكز المرتبطة بها .

رابعاً: نقل المخاطر: والميزة الرئيسية للمشتقات المالية هو أنها يمكنها نقل المخاطر من المستثمر إلى آخر. وفي الواقع، فإن المخاطر الكامنة في الأسواق المالية عموماً لا يتم توزيعها وفقاً للتوقعات المشاركين، مثل المستثمر حين يرغب في حماية محفظته ضد

¹ _ سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، المكتبة أم القرى، مصر 2001، ص393.

² _ بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة، أدوات مالية مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21. أكتوبر 2009 .

انخفاض في الأسعار، بينما مستثمر آخريين يتردد في اتخاذ مخاطر إضافية لزيادة فرصة بالفوز إذا كان السوق يتحرك ويبقى لتوقعاتها.¹

خامسا: الرفع: يقوم الرفع على إمكانية تحقيق مكاسب كبيرة مقابل استخدام مبالغ محدودة ويرتبط مفهوم الرفع باستخدام المشتقات المالية ارتباطا وثيقا حيث يمكن للمستخدم للمشتقات المالية أن يحقق أرباحا عالية مقابل استخدام مبالغ محدودة غير أنه يجدر بالإشارة إلى أن هناك جانبا سلبيا للرفع والذي يتمثل في إمكانية حدوث خسائر كبيرة نتيجة حدوث تغيرات طفيفة في أسعار الأصول التي تشتق منها العقود المشتقات.²

سادسا: عدم وضوح القواعد المحاسبية: حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على دخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال الابتكار و استخدام الأدوات المالية وسريعة من أجل المحاسبة عن التأثيرات تلك الأنشطة، الذي يلاحظون فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية اتجاه التعبير عن آثار المحاسبية الناتجة عنها.³

سابعا: المخاطر الناشئة عن التعامل في عقود المشتقات: يتميز الاستثمار في المشتقات المالية بالمخاطر الشديدة نظرا لارتفاع درجة المخاطر التي تحيط بأسعارها كونها تعتمد على التنبؤ بالمستقبل أساسا للاستثمار.⁴

الفرع الثالث: أهمية المشتقات المالية

عقود المشتقات المالية لم يكن ظهورها وليد الصدفة أو مجرد ابتكار ورقة مالية فهذه المنتجات لها أهمية اقتصادية تتمثل في ما يلي:⁵

¹ _ Instrument financiers dérivés et produits structurés, swiss exchange, sur le site www.six-swiss-exchange.com/download; le:2022_05_31 , à 22:30

² _ سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص393.

³ _ احمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، مصر، 2003، ص216.

⁴ _ منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام تقنية التوريق والمشتقات المالية، الجزء 2، المشتقات، منشأة المعارف، مصر 2003، ص 19 .

⁵ _ كمال دريد أل شيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، الأردن، 2009، ص397.

أولاً : التغطية ضد المخاطر : تعد عقود المشتقات أداة جيدة لتغطية ضد مخاطر تغير السعر، أي نقل تلك المخاطر إلى الطرف آخر، دون إلى شراء مسبق الأصل محل التعاقد، من المؤكد أن التغطية هي أهم الوظائف أسواق المشتقات بل أنها السبب في وجود تلك الأسواق، بحيث تقوم بتغطية مخاطر تقلب أسعار العملات الأجنبية، ومخاطر تقلب أسعار السلع والفائدة والأوراق المالية.

ثانياً: أداة لاكتشاف السعر المتوقع في البورصة الحاضرة: من أبرز وظائف عقود

المشتقات، أنها تزود المتعاملين بما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، إذا يقال أنها أداة جيدة لاكتشاف سعر، أي لاكتشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، فعلى ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في سوق الحاضر في التغير بما يعكس الأسباب التي تظهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين.

ثالثاً: إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية: تتميز عقود المشتقات المالية بكون تكلفة الاستثمار فيها منخفضة جداً ولا تتجاوز نسبة الهامش المنصوص عليها ، وهذا ما يتيح للمتعاملين فرصة أكبر للتخطيط التدفقات النقدية مستقبلاً وتحقيق التوازن المنشود بين السيولة والربحية.¹

رابعاً: إتاحة فرص استثمارية للمضاربين: يحاول المضارب تحقيق الأرباح من خلال

توقعاته بشأن الأسعار، إلا أن سعيه لتحقيق الربح بدخوله طرفاً في العقد يقدم خدمة اجتماعية وإن كان لا يقصدها، ذلك أنه طرفاً تنتقل إليه المخاطر التي لا ترغب فيها الأطراف الأخرى، أي الأطراف التي لا تملك الأصل بالفعل (طرف البائع) أو ترغب في امتلاكه مستقبلاً (الطرف المشتري) لحاجة فعلية إليه.

خامساً: تسيير وتنشيط التعامل الأصول محل التعاقد: يتميز التعامل في أسواق المشتقات

بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تتنافس فيه، تكلفة المعاملات لعقد مستقبلي قيمته مليون دولار لا تتجاوز 100 دولار وهو معدل تكلفة يبلغ 0.01% من قيمة العقد . لتكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق ، تجعل السوق أكثر

¹ _ كمال دريد آل شيب، المرجع السابق ذكره، ص398.

كفاءة، بما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل. كما يسهم التعامل بالعقود على تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، ذلك بزيادة حجم التداول عليه، يرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة، وتقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السماسرة في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر.¹

سادسا: سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية: نظرا لمرونة عقود المشتقات المالية و سيولتها الجيدة، فهذا يجعلها أكثر جاذبية في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية. فلو أن مستثمرا يرغب في استثمار يعادل المليون دولار في محفظة جيدة التنوع فيمكنه شراء تشكيلة من الأسهم الفردية التي تحقق له ما يريد.²

المطلب الثاني: أنواع أسواق المشتقات المالية والمتعاملون فيها.

بعد ما تعرفنا على مفهوم المشتقات المالية، لا بد لنا أن نعرض على أسواق التي يتم فيها تداول هذه العقود وهذه الأسواق تدعي أسواق المشتقات، وننتقل إلى معرفة أنواع المتدخلين أو المتعاملين بهذه المشتقات وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المطلب:

الفرع الأول: أنواع أسواق المشتقات المالية

يتم التعامل في أدوات المشتقات، من خلال أسواق هذه الأخيرة تكون إما منظمة أو غير منظمة.

أولا: السوق غير المنظمة

و تتكون تلك السوق من مجموعة سماسرة منتشرون في مدن مختلفة الذين يتعاملون بالمشتقات المالية. وقد كان هذا السوق غير مهم حتى عهد قريب ولكن أهميته تتزايد بعد تطور سبل الاتصال وأجهزة الحساب الآلي بحيث أصبحت مكاتب السماسرة رغم بعدها الجغرافي تكاد تتصل، ضمن شبكة متطورة بالأسواق والمتعاملين في سوق وكثيرا ما تكون القيود على العقود التي يتعامل بها سماسرة خارج البورصة أقل تشددا بمقارنة بالمعاملات في البورصات الأمر الذي يمكنهم من التعامل بشكل أكثر مرونة.³

¹ _ المرجع نفسه، نفس الصفحة.

² _ كمال دريد آل شبيب، مرجع نفسه، نفس الصفحة.

³ _ محمد بن علي القري، الأسواق المالية، دار حافظ، جدة، 1995، ص 15_16.

وتعرف أيضا هذه السوق بأسواق عقود المفاوضة بالتراضي، و ذلك لأن الصفقات في مثل هذه الأسواق متروكة للتفاوض بين المتدخلين¹، ولا تخضع لأي رقابة ولا تملك غرفة المقاصة، مما يجعل العمليات فيها غير منظمة وغير نمطية، القرار يتخذ بشكل مشترك بين الطرفين المعنيين ولا تتطلب وضع أي هامش لضمان، أي أنها مهيكلة حسب إدارة الطرفين، وهذا يعتبر أمرا إيجابيا بالنسبة للمتدخل الذي حددت العملية على مقاصة، في حين يعتبر هذا سلبية عامة تتصف بها هذه الأسواق.²

وكون أن الصفقات التي تجرى في هذه الأسواق غير منظمة ومتروكة للتفاوض فهذا يطرح عدة مشاكل من بينها تركيز المخاطر نتيجة لعدم الشفافية التي تحيط بصفقات والتي تشجع البعض، خاصة المؤسسات المالية الكبرى، على المبالغة في تحمل المخاطر تعرض النظام المالي للانهييار دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك، كون أن الصفقات ثنائية غير معلنة مسجلة خارج الميزانية.

ويتم تنظيم التداول المشتقات المالية في الأسواق غير منظمة بعدة طرق ويطلق على السوق الأول بالسوق التقليدية أو ما يسمى سوق المتعامل، ويسمى الثاني سوق الوساطة الإلكترونية ويسمى الثالث سوق منصة تداول الملكية. فهذه السوق في أغلب الأحيان لا تتوفر على مكان محدد لإجراء عمليات التداول، إذ تتم من خلال شبكات اتصالات قوية وسريعة.³

1_ سوق المتعامل التقليدي :

قد جرت العادة في الأسواق خارج البورصة أن يكون تنظيم التداول حول متعامل أو أكثر من الذين يصنعون السوق من خلال الحفاظ على العرض ونقلها إلى المشاركين في السوق. وتجرى عادة التفاوض على أسعار التنفيذ عبر الهاتف، على الرغم من أن العملية

¹ بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية و المصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، مداخلة في الملتقى الدولي حول الأزمة المالية و الحوكمة العالمية، جامعة سطيف، أيام 20_21 أكتوبر 2009، ص 17.

² محمد سحنون، سميرة محسن، مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الأزمات، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والحكومة العالمية، جامعة سطيف أيام 2021 أكتوبر 2009.

³ عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية تخصص مالية، معهد العلوم التجارية، المركز الجامعي العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2004، ص 45.

يمكن تعزيزها من خلال استخدام لوحة الإعلانات الإلكترونية من قبل المتعاملين لنشر أسعارها وحصصها، وتعرف عملية التداول والتفاوض عن طريق الهاتف ، سواء بين المستخدم النهائي ومتعامل أو متعامل إلى متعامل، وهذا التداول الثنائي ، لأنها تكون بين المشاركين آخرين، ويتيح الاتصال الفوري بحيث يمكن لأحد المشاركين في السوق استدعاء متعامل متفاوض معه، ويدعو آخر وبذلك يستطيع مسح ودراسة مختلف عروض للتعامل في ثوان معدودة ،ويمكن لسلسلة سريعة من مثل هذه الدعوات أن تعطي للمستثمرين وجهة نظر عن السوق ولا تختلف تماما عن وجهة نظره التي سيتم الحصول عليها من خلال مراقبة عملية التفاوض متعددة الأطراف.¹

2_ سوق الوساطة الإلكترونية:

وقد تكيفت الأسواق غير المنظمة للمشتقات أيضا مع التقنيات الإلكترونية الجديدة والربط الشبكي للتداول هذه الأدوات، وتمكن أهمية استعمال التكنولوجيا في تشكيل أسواق خارج البورصة باستخدام الوساطة الإلكترونية من خلال استخدام منصة السمسرة الإلكترونية (يشار لها بنظام الوساطة الإلكترونية) ، وفي جوهر هذه المنصات السمسرة الإلكترونية نفس منصات التداول الإلكترونية ويطابق تلقائيا العطاءات والعروض ، وذلك لتنفيذ الصفقات، فاعرف بالبورصة لأنها تفتح باب المشاركة متعددة الأطراف (أي مطابقة الأسعار البيع والشراء لتنفيذ الصفقات) من قبل العديد من الأطراف .أما إذا كانت تعمل كمجرد لوحة نشرات إلكترونية لطرح العطاءات والعروض ، ثم يتم استبعادها من تعريف البورصة . فالسوق غير المنظم للمشتقات المالية الذي يتم من خلال منصة السمسرة الإلكترونية، فالشركة التي تشغل المنصة تعمل كوسيط فقط وليس اتخاذ موقف أو كطرف مقابل في أي من هذه الصفقات التي تمت من خلال هذا النظام. وبذلك يعتبر التداول باستخدام السمسرة الإلكترونية كمنصة لتبادل المعلومات، وفي هذه الحالة فالصفقات التي تتم من خلال هذه المنصة تحوي على العديد من المخاطر خاصة خطر الطرف المقابل أو ما يعرف بخطر الائتمان.²

¹ _ Marco Avellaneda & Rama Cont, **Trade Transparency in OTC Equity Derivatives Markets**, January 2011, p p11-12.

² _ Randall Dodd, **The Structure of OTC Derivatives Markets**, ("The Financier", Vol. 9, Nos.1- 4, 2002), p 2 .

3_ سوق منصة تداول الملكية :

ونوع آخر من الصفقات وجدت في الأسواق خارج البورصة للمشتقات هو مركب من تداول التقليدي للمتعامل ومنصة السمسرة الإلكترونية، ويمكن لمتعامل المشتقات أن يضع أدوات الخاصة به في منصة التداول الإلكتروني. لاحظ استخدام مصطلح التداول الإلكتروني وليس الوساطة ، لأنها منصة التعامل ولا تعمل كوسيط محايد . إذ تنتشر العطاءات والعروض حصرياً من قبل المتعامل وعلى المشاركين الآخرين في السوق ملاحظة ومراعاة هذه الأسعار، وكذا أسعار التنفيذ. وتعتبر أفضل طريقة من طرف واحد (المتعامل) إلى عدة أطراف، وفي هذا التداول الإلكتروني، أو التعامل، أو هذه المنصة، فالمتعامل هو الطرف المقابل في كل تداول وبذلك فهو الذي يتحمل مخاطر الائتمان في السوق.¹

ثانياً : السوق المنظمة :

على عكس السوق المنظمة، السوق غير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة، هذه العمليات التي تتم على مستوى هذه الأوراق هي الأكثر تغييراً للنظام المالي الدولي، بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة ، ولأي هامش ضمان ولا تمتلك غرفة مقاصة، وتتداول أيضاً في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيداً.²

الفرع الثاني: المتعاملين بالمشتقات المالية

يمكن تصنيف مستخدمي المشتقات المالية إلى فئات هم المتحفظون المضاربون و المراجحون. ويوسع كل أحد يسعى إلى الربح أن يقبل المخاطرة ويغتنم عائدها، أو يتحفظ ضد المخاطر فيلجأ إلى عقود المشتقات .

أولاً : المتحفظون

¹ _ Marco Avellaneda & Rama Cont , Op. Cit, p 12.

² _ سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، 2001 ، ص466 .

هم المتعاملون الذين يهتمون بتخفيض المخاطر التي يتعرضون لها، إذ يرغبون في التغطية من خطر تقلب الأسعار، والمشتقات المالية تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.¹

فإذا كان لدى أحد المستثمرين مثلاً محفظة للأسهم وكان يتوقع انخفاض أسعار السهم أو الأسهم التي يمتلكها، فما عليه سوى اللجوء إلى المشتقات المالية، وذلك بتحويل مركزه الطويل إلى مركز قصير لتخفيض مخاطر انخفاض السعر، أي إبرام عقد بيع مستقبلي لهذه الأسهم.

ثانياً: المضاربون

هم أولئك الذين ينشدون الكسب السريع، يقامرون بأموالهم في بورصات البضائع والأوراق المالية ابتغاء الاستفادة من تقلبات الأسعار. ويمكن تعريف المضاربة على أنها عدم سعي المضارب لامتلاك أو تملك أو تسليم، فالمضارب هو التاجر الذي يأمل في الترحيح من حركة الأسعار للأداة محل تعامله وأنه لا مصلحة للمضارب في تسليم أو تسلم. وقد ذهب علماء الاقتصاد إلى القول بأن المضاربة محل خلاف وجدل كبير، وأن أسواق الخيارات والعقود قد لقيت نقداً عنيفاً، واتهامها بالأنشطة المضاربية بأنها لا تخرج عن كونها قماراً مقنناً.² فالمضارب يسعى إلى حمل المخاطر التي يرغب المتحوطون تجنبها، فلا يهمهم استلام أو تسليم الأصول المتعاقد عليها وينصب جل اهتمامهم على الاستفادة من تقلبات الأسعار خلال أقصر فترة ممكنة، فيعملون على شراء الأصول المتوقع ارتفاع أسعارها وبيع تلك المتوقع أن تنخفض أسعارها.

ثالثاً: المراجحون

و هم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات المالية عندما يجدون أن هناك فرق بين سعرين لأصل معين بين سوقين أو أكثر (24)، إذ تشتري من السوق منخفض السعر ثم يبيعون في نفس الوقت في سوق مرتفع الأسعار وبالتالي يحققون ربح عديم الخطر (25). و

¹ _ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع السابق، ص8.

² _ ماهر كنج شكري و مروان عوض ، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004. ب.ص.

معظم عمليات بيع وشراء العملات تدخل في هذه التعاملات، وساعد التطور التكنولوجي في إتمام هذه الصفقات بسرعة.

المبحث الثاني: استراتيجيات التعامل بالمشتقات المالية:

يقصد باستراتيجيات التعامل بالمشتقات المالية الأهداف التي يسعى المتعاملون لتحقيقها باستخدام هذه المشتقات ، بحيث تستخدم للأغراض التحوط ، المضاربة ، المراجعة بحيث

يمكن للمستثمر حماية نفسه ضد المخاطر عند استخدامها، وتلعب أيضا دورا هاما في اكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر.

وكل هذه الاستخدامات سنقوم بدراستها في المطالب الموالية:

المطلب الاول: آلية العمل بالمشتقات المالية:

تتكون استراتيجيات العمل بالمشتقات المالية من خلال عدة طرق وهي التحوط والمضاربة والمراجحة ، التي من خلالها يمكن تصدي إلى المخاطر والتغيرات التي يمكن قد تحدث والتي سنتناولها فيما يلي :

الفرع الأول: استخدام المشتقات المالية في التحوط :

وتعتبر الاستراتيجية الأساسية لإدارة مخاطر الأصول باستخدام المشتقات المالية.

أولا: تعريف التحوط:

عموما التحوط هو حماية من خسائر محتملة، ففي الأسواق المالية يركز التحوط على تقليل أو منع المخاطر (الخسائر المحتملة) نتيجة تقلبات السعرية ، فإن القيام بالتغطية أو التحوط يعني اتخاذ مركز موازنة بضع أنواع المخاطر.¹ فهي ليست سلوك أو تصرف في أرباح شاذة متوقعة بل هي تغيير الخطر المتأصل أو الملازم للأصل المراد امتلاكه، أو هي نقل وترحيل مؤقت لخير محتمل في السوق لدى المتعامل امتلاكه ، أو هي نقل وترحيل مؤقت لخير محتمل في السوق لدى المتعامل في أسواق أخرى ، حيث يكون الهدف من هذه العملية الحفاظ على الحصة السوقية لموجود معين أو تثبيت الكلفة القائمة للالتزام معين أو الحد من الخسائر التي تنطوي عليها مخاطر الاستثمار خلال مدة محددة .

يعرف أيضا التحوط بأنه "الإجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب غير المتوقع وغير المرغوب لعقد، وهو يعرف أحيانا بالخطر المالي"².

ومنه فالغرض من التحوط هو جعل النتائج أكثر تأكداً، والمتحوظون يحاولون الإقلال من المخاطر التي يواجهونها بالفعل.

وبذلك تتكون معاملة المتحوظ من مكونين أساسيين وهما :

¹ أحمد صالح عطية " مشاكل المراجعة في الأسواق المال "، المرجع السابق ص18.

² عبد الرحيم عبد الرحمان الساعاتي ، نحو المشتقات مالية اسلامية لإدارة المخاطر التجارية ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة ، المجلد 11 ، 1999 ، ص57.

1 مركز المتحوط له : وهو عبارة عن أصل أو التزام يتم حمايته باستخدام أداة التحوط
مثل:

- أصول مملوكة كالבضاعة أو الأوراق المالية.
- التزامات قائمة كالقروض بالعملة الأجنبية.
- تعاقبات تجارية للشراء أو البيع .

2 -أداة التحوط : وهي الوسيلة المستخدمة في عملية التحوط ، وغالبا ما تكون ورقة مالية (أو محفظة تعمل كأنها ورقة واحدة) بهدف توفير الحماية للمراكز التحوط له ضد المخاطر المختلفة.¹

ثانيا: التحوط باستخدام المشتقات المالية :

ويتضح دور المشتقات المالية في التحوط من خلال استخداماتها، فمثلا قد تستخدم العقود الآجلة للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع و أدوات الخزنة أو السندات أو القروض أو حتى أسعار الفائدة، وعندها تسمى العقود الآجلة لأسعار الفائدة، فبإمكان المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين مثلا أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار الفائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقا، وأن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة في العقد، وبذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع سعر الفائدة.²

فالمشتقات لها دور أساسي في نقل المخاطرة من أحد المستثمرين إلى آخر، أو من مجموعة من المستثمرين إلى أخرى دون أن يقتضي ذلك بيع الأصول محل التعاقد، ونتيجة لذلك فإن المستثمرين الذين قد يتجنبون استثمارات معينة، أو يقومون بتصفية استثمار ما تسببه المخاطر المرتفعة من قلق أو ازعاج، أو بسبب التقلب المتزايد في أعمال المتاجرة، قد يقع اختيارهم على استخدام أدوات المشتقات، كآلية لها تأثيرها على استراتيجية شاملة.³ واستخدام المشتقات المالية في التحوط يهدف إلى حماية الاستثمارات من مخاطر التغيرات في الأسعار أو معدلات الصرف أو الفائدة، وهي بذلك تساعد المنشآت في إدارة

¹ _أحمد صلاح عطية ، المرجع السابق ، ص ص 222 ، 223 .

² _خريوش حسني و آخرون ، الإستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق ، دار زهران ، عمان ، 1999 ، ص 233.

³ _أشرف محمد دواية ، نحو سوق مالية عربية ، (ملتقى) مؤتمر التجارة البنينة و التكامل الاقتصادي ، الجامعة الأردنية ، عمان ، من 20_22 سبتمبر 2004 .

مخاطرها المالية بشكل يسهم بفعالية في خفض مخاطر أي تغيرات مستقبلية في قيمة الأصول المرتبطة بها، عن طريق نقل عبء هذه المخاطر من طرف يتعرض لها ولا يرغب في تحملها (مشتري العقد) إلى طرف آخر لا يتعرض لها ولكن يرغب في تحملها (بائع العقد) وذلك مقابل تكلفة تمثل تكلفة العقد ذاته

وهنا تجدر الإشارة إلى أن الجهة التي ترغب في التحوط ضد مخاطر معينه تعتمد في اختيارها للأداة التي تعد مناسبة في موقف ما على العناصر التالية¹ :

أ. جانب المخاطرة للمركز النقدي المرغوب تغطيته.

ب. نوع المخاطر التي يرغب المتحوط تغطيتها.

ج . تكلفة لتحوط .

د. فعالية أدوات التحوط المختلفة.

الفرع الثاني: المضاربة باستخدام المشتقات المالية.

في الوقت الذي يريد المتحوطون تقادي التعرض للتقلبات و التحركات السعرية الخاصة بأصل معين، يريد المضاربون اتخاذ مركز في السوق .

اولاً: تعريف المضاربة.

يمكن تعريف المضاربة في الأسواق المالية بأنها "شراء شيء بقيمة منخفضة في وقت ما لغرض بيعه بسعر اعلى في وقت آخر".

وتعرف أيضا " هي التعاقد على عملية مستقبلية ينتبأ بأنها ستكون مربحة سواء من خلال ارتفاع أسعارها أو من خلال تجنب حدوث خسائر فيها ".

وتعرف ايضا "هي نشاط المتعاملين للتنبؤ بالحالة التنافسية العامة للسوق وتوجيهها لمصالحهم ".

والمضاربة بتعريفها العام : " شراء شيء رخيص في وقت ما لغرض بيعه بسعر اعلى في وقت آخر"².

من خلال التعريفات السابقة نستنتج بأن المضاربة بيع أو شراء بغرض الربح وليس بغرض الاستثمار من خلال الاستفادة من تغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق

¹ سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق، ص 95 .

² _ عمر حسين ، " الموسوعة الاقتصادية " ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، الطبعة 4 ، 1992 ، ص 44 .

المالية في الأجل القصير، ولذلك توصف المضاربة بأنها مراجعة عبر الوقت، أي الشراء في وقت ما والبيع في وقت آخر، ففي هذه الحالة لا يمكن معرفة الأسعار إلا بالتقدير الذي يمكن أن يكون صحيحاً أو خاطئاً. وهي عكس المراجعة عبر المكان، أي شراء في مكان في مكان آخر فالأسعار معروفة في هذه الحالة.¹

ثانياً: المضاربة باستخدام المشتقات المالية:

المضارب هو شخص الذي يقبل المخاطرة، بشرائه وبيعه للأوراق المالية أو أية أدوات استثمارية أخرى، على أمل تحقيق أرباح نتيجة توقعاته لحركة الأسعار في المستقبل، ويقال عن المضارب أنه يشتري ما لا يحتاجه وبيعه ما لا يملكه، ذلك بالطبع بغرض تحقيق الأرباح إلى أن تحقيق الأرباح في هذه الأسواق المالية ليس بالأمر الهين، فمفتاح النجاح في التداول بأسواق رأس المال المختلفة هي التحرك قبل عامة الناس، سواء عند الشراء أو عند البيع واختيار التوقيتات الصحيحة للدخول والخروج من الأسواق. وقليلون جداً من يصيبهم النجاح لفترات طويلة.²

يدخل المضارب طرفاً في عقود والمشتقات المالية بغرض تحقيق الربح وليس بغرض تأمين تملك الأصل، وذلك عن طريق استغلال التقلبات السوقية المتوقعة في الأسعار ومعدلات الصرف والفائدة والتأثير المرتبط بذلك على بعض الأصول أو الالتزامات بما يسمح تحقيق مكاسب نتيجة حدوث زيادات سعرها في قيمه عقود المشتقات المرتبطة بتلك الأصول أو الالتزامات.³

وعلى هذا فإن المستثمر عند امتلاكه أحد أدوات المشتقات المالية وليكن خيار الشراء، لا يكون غرضه تملك الأوراق المالية أو العملات التي اشترى خيار حق شرائها، وإنما غرضه الاستفادة من تقلبات الأسعار وتحقيق الربح من وراء ذلك، عن طريق اقتناص

¹ شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار نقدية تحليلية، دار الفكر، دمشق، 2002، ص 170.

² عبد المجيد المهيملي، التحليل الفني للأسواق المالية، دار البلاغ، الطبعة الخامسة، بيروت، 2006، ص 51.

³ أحمد صلاح عطية، المرجع السابق، ص 222.

فرصة سنحت له، معتمدا على توقعاته لما سيكون عليه أحوال السوق والأسعار في

المستقبل، اليوم حق الحصول على أسهم بسعر محدد لبيعها غدا عندما ترتفع اسعارها.¹

الفرع الثالث: استخدام المشتقات المالية في المراجعة

المراجعة هي أحد صور المعاملات التي يسعى من خلالها المستثمر إلى التربح عندما

تباع سلعة واحدة بسعرين مختلفين، وهنا يحرس الشخص المشتغل بعملية المراجعة على

الاستفادة من تباين الأسعار، فهو يشتري السلعة منخفضة السعر في أحد الأسواق ويسارع

ببيعها بسعر أعلى في سوق أخرى ومن المعروف أن شراء يساعد على ارتفاع الأسعار وأن

البيع يعمل على انخفاضها ومن هنا سميت العملية بالموازنة أو المراجعة لأن من شأنها أن

تميل الأسعار إلى المساواة. سيتضح المعنى عندما نعرف المراجعة.

أولاً: تعريف المراجعة.

عرفت المراجعة بأنها " اغتنام فرصة وجود فروق في الأسعار بورقة مالية ما، في

سوقين مختلفين وذلك بشراء الورقة من السوق ذات السعر المنخفضه وبيعها في نفس الوقت،

على المكشوف في السوق الآخر الذي تباع فيها الورقة بسعر منخفض".²

وعليه يمكن تعريف المراجعة أيضا على أنها "فرصة الشراء والبيع في نفس الوقت

وفي أسواق مختلفة، ولنفس الأداة المالية مع تحقيق هامش من الربح".

والمراجعة لها وظيفة اقتصادية هامة فهي تجعل الأسواق أكثر كفاءة فكلما وجد

تباين الأسعار بين سوقين بالأوراق مماثلة، فيسعى المراجحون للاستفادة من هذا التناقص

فمثل هذه التناقصات يمكن أن تنشأ مؤقتا في أي سوق ولأي سهم. وبمجرد تحديد المراجحين

وجود تباين الأسعار، سيقومون بشراء هذا المنتجات بأرخص سعر وبيعها بأعلى سعر. من

خلال هذه العملية يترتب على ذلك ارتفاع الأسعار المنخفضة وانخفاض الأسعار المرتفعة

إلى أن يعود السعر في السوقين إلى التوازن، حتى يصبح لدينا سعر واحد لسلعة واحدة في

¹ محمود فهد مهيديت ، المضاربات الوهمية " السوقية " ودورها في الازمة المالية " عقود الخيارات " ،المؤتمر الدولي

حول الأزمة المالية و الإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي اسلامي ، عمان ، يومي 1 ، 2 ديسمبر 2010

، ص 4 .

² - هشام السعدني خليفة بدوي ، عقود المشتقات المالية ، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية ، 2011 ، ص 89 .

جميع الأسواق، وهو ما يعرف بقانون السعر الواحد، وبذلك يكون مفيد لكل المشاركين الآخرين في السوق بحيث يكتشفون أن الأسعار لن تختلف كثيرا عن قيمتها العادلة.¹
ثانيا: استخدام المشتقات المالية في المراجعة.

إن المراجعة باستخدام العقود المشتقة في سوق واحد تكاد معدومة حتى من خلال أسعار الصرف المتقاطعة، ولكن نستطيع ذلك من خلال المراجعة بين الأسواق سواء كانت مراجعة بين العملات أو المراجعة الجغرافية.²
أ. المراجعة الجغرافية :

تكون بالمحاولة للحصول على الربح من اختلاف السعر بين السوق الفوري والسوق المستقبلي، وتعني الشراء بسعر منخفض وإعادة البيع بسعر مرتفع وذلك بين سوقين مختلفين تسوق أوساكا وسوق سنغافورة وهذه العملية تحقق أرباح خالية من المخاطرة. وتعتمد على الفرق بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي ولكن هذه الأرباح الناتجة عن عملية المراجعة لا تستمر لأن المراجحين سيغرقون السوق بالتعاملات لتحقيق الأرباح من هذه التعاملات وتلك ستؤدي إلى أن ن تصل الأسعار المستقبلية و الحاضرة أو الفورية إلى مستوى التماثل.³

ب. مراجعة الأسعار المتقاطعة:

إن استحالة المراجعة بين العملات في السوق الآجل، وذلك بسبب وجود أسعار معلنة لصرف العملات الأجنبية بين بعضها البعض بشكل لا يتيح الفرصة لمثل تلك المراجعة، ومع ذلك تظل هناك فرصة المراجعة بالعقود الآجلة بين عملات متداولة في أسواق مختلفة.

المشتقات المالية تهدف من خلال الاستراتيجية المراجعة إلى ابتكار فرص مراجعة خالية من المخاطرة ، ولعل السبب في ذلك يرجع إلى عدم كفاءة الأسواق لأن المراجعة

¹ _ Thomas Kirchner, Merger Arbitrage: How To Profit From Event-Driven Arbitrage (John Wiley & sons, New Jersey, 2009) ، p 4.

² منير ابراهيم هندي ،الفكر الحديث في إدارة المخاطر (المشتقات) ، ص 371 .

³ _ حاكم محسن الربيعي و آخرون ، المشتقات المالية (عقود المستقبلات ، الخيارات ، المبادلات) ، دار اليازوري ، الأردن ، 2010 ، ص 67 .

ذاتها لا تحقق في الأسواق ذات الكفاءة العالية، ففي الأسواق تامة الكفاءة أو عالية الكفاءة لا يوجد تباين في الأسعار بين سوق وأخرى وهذا أمر نادر التحقق إن لم يكن مستحيلا في الواقع.

المطلب الثاني: استخدام المشتقات المالية في اكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر والرفع من كفاءتها.

تعد المشتقات المالية أداة هامة لتزويد المتعاملين بمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم مما يثير وينشط التعامل على الأصول محل التعاقد ، سنتطرق في هذا المطلب على كيفية استخدام هذه المشتقات في اكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر وتحقيق الكفاءة لسوق المالي.

الفرع الأول: استخدام المشتقات المالية في اكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر

يعكس السوق المشتقات المالية المنظم للمشاركين في السوق المالي الحاضر عما سيكون عليه أسعار الأصول في المستقبل مما يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض الأسعار الكامنة إلى مستوى الأسعار المتصور فأسعار المشتقات المالية تتقارب مع الأسعار الكامنة عند انتهاء عقد المشتق وبالتالي في المشتقات تساعد في اكتشاف الأسعار المتوقعة في السوق سوق الحاضر.¹

فاكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر تعتبر من أبرز وظائف عقود المشتقات المالية لذا يقال أنها أداة جيدة لاكتشاف السعر، أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم . ولتوضيح كيف تلعب المشتقات هذه الوظيفة، لنفرض أنك قد اكتشفت أن الظروف الاقتصادية تشير إلى احتمال تعرض البلاد للكساد ، فيتوقع معه هبوط أسعار الأوراق المالية هنا عليك أن تفاضل بين التعامل في السوق الحاضر من خلال البيع على المكشوف، أو التعامل في سوق المشتقات ببيع عقد

¹ _ Derivatives Markets in Emerging Countries, (ICSA Emerging Markets Committee, May 2012), p 4, sur le site:

icsa.bz/img/research_pdf/Derivatives%20Markets%20in%20Emerging%20Countries(2012.05).pdf ; le: 14/12/2014, à 19:37

مستقبلي أو عقد خيار على مؤشر السوق. ومن المتوقع أنك ستفضل السوق الذي يحقق لك العائد الأكبر على الاستثمار وهو بالطبع السوق المشتقات طالما أنك سوف تحقق معدل عائد أكبر بفضل الرفع، هذا فضلا عن انخفاض تلك المعاملات التي يتميز بها التعامل في تلك الأسواق.

وإذا ما اتفقنا على التعامل في أسواق المشتقات فإنه يصبح من المتوقع زيادة عدد المتعاملين العالمين بالظروف الاقتصادية المستقبلية، أن تزداد عقود المشتقات المبرمة لبيع السهم، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها التي ستكون عليه الأصول في السوق الحاضر بتاريخ التسليم، وهكذا يتضح مفهوم اكتشاف السعر الذي يلعبه سوق المشتقات، وعلى ضوء أسعار وعقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغير لأسباب التي تعكس الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين.¹

الفرع الثاني: استخدام المشتقات المالية للرفع من كفاءة السوق المالي

تمت هناك علاقة تربط بين الأسعار الحاضرة وأسعار المشتقات المالية، فقد ساهم انخفاض التكلفة المعاملات التعامل في أسواق المشتقات على قيام عملية المراجعة فيها بين الأسواق الحاضرة وأسواق المشتقات، و هذه العمليات من شأنها إذابة الفروق السعرية بين هذه الأسواق.²

كما تسمح المشتقات المالية بالتجارة الحرة وبالتالي تحسين كفاءة السوق، الذي يمكن للتاجر استخدام المشتقات المالية كبديل للأدوات المالية الأساسية. ففي الكثير من الحالات يجد التاجر المشتقات أداة أكثر جاذبية من السندات المالية، هو السبب في ذلك أن أكبر كمية من السيولة في السوق تقدمها المشتقات المالية، كما تعتبر تكاليف المعاملات المرتبطة بتداول المشتقات منخفضة بمقارنة مع تكاليف التبادل التجاري للأدوات المالية الأساسية.³

¹ _ منير ابراهيم هندي ، الفكر الحديث في ادارة المحاضر (المشتقات) الجزء الثاني ، مرجع سابق ، ص ص 16 ، 17

² _ أشرف محمد دوابة ، مرجع سابق ن ص 14.

³ _ Gaurav Dhingra, An Understanding Of Financial Derivatives, (Magazine The chartered accountant, march 2004), p 977.

وبالتالي أصبح من الممكن عمل توليفات من النقود المشتقات المالية والأوراق المالية متداولة في سوق الحاضر في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطر لا تحققها أي ورقة لمالية به متداوله بالفعل في السوق الحاضر وهذا ما يزيد من كفاءة الأسواق المالية.¹

المبحث الثالث: إدارة مخاطر المشتقات المالية

المطلب الأول: المخاطر إدارة

إن إدارة المخاطر المالية بالشركة تتضمن القيام بالأنشطة الخاصة بتحديد المخاطر التي تتعرض لها الشركة، وقياسها و التعامل مع مسيها و الآثار المترتبة عليها، و أن الغرض الرئيسي لإدارة المخاطر المالية بالشركة من التطور و تحقيق أهدافها بشكل أكثر فعالية و كفاءة.

الفرع الأول: مفهوم إدارة المخاطر

أولاً- تعريف إدارة المخاطر: بوصفها علما جديدا نسبيا، فقد تم تعريف إدارة المخاطر بطرق متنوعة، إلا أن هناك فكرة واحدة تظهر في كل التعريفات المطروحة تقريبا: و هي أن إدارة المخاطر تتعلق بدرجة أساسية بالمخاطرة البحتة و تتضمن إدارة تلك المخاطر. ما لا تصفان بدرجة كافية جوهر و رغم أن من شأن هاتين النقطتين أن تساعد على فهم ماهية إدارة المخاطر، المفهوم. و يمكن تقديم التعريف التالي لإدارة المخاطر:

¹ _منير ابراهيم هندي ، ، مرجع نفسه، ص 24.

إدارة المخاطر هي منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر المحتملة و تصميم إجراءات و تنفيذها حتى تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى.¹

عرفتها لجنة التنظيم المصرفي وإدارة المخاطر المنبثقة عن هيئة قطاع المصارف في الولايات المتحدة الأمريكية بأنها تلك العملية التي يتم من خلالها رصد المخاطر وتحديدتها وقياسها، ومراقبتها، والرقابة عليها، وذلك بهدف ضمان فهم كامل لها والاطمئنان بأنها ضمن الحدود المقبولة، والإطار الموافق عليه من قبل مجلس إدارة المصرف الاطمئنان للمخاطر.²

ثانيا - أهمية إدارة المخاطر: تعتبر إدارة المخاطر ذلك الفرع من علوم الإدارة الذي يهتم ب:³

- ✓ المحافظة على الأصول الموجودة لحماية مصالح المودعين، والدائنين و المستثمرين.
- ✓ إحكام الرقابة و السيطرة على المخاطر في الأنشطة والأعمال التي ترتبط أصولها كالقروض والسندات و التسهيلات الائتمانية وغيرها من أدوات الاستثمار.
- ✓ تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر وعلى جميع مستوياتها.
- ✓ العمل على الحد من الخسائر وتدينيتها وتأمينها من خلال الرقابة الفورية أو من خلال تحويلها إلى جهات خارجية إذا ما انتهت إلى ذلك إدارة المؤسسة، ومدير إدارة المخاطر.
- ✓ إعداد الدراسات قبل الخسائر أو بعد حدوثها وذلك بغرض منع حدوثها، أو تكرار مثل هذه المخاطر.

الفرع الثاني: سبل إدارة المخاطر

عرفنا من خلال المطالب السابقة عن مختلف جوانب مفهوم المخاطرة، و لأجل ادراجها يتم اللجوء إلى عدد من السبل منها التقليدي ومنها ما هو حديث.

¹ _ طارق حماد عبد العال، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2003 ، ص51 .

² _ موسى عمر مبارك، صيغ التمويل الإسلامي و علاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية، أطروحة دكتوراه، تخصص المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للمصارف الإسلامية، السعودية، 2008، ص 1 .

³ _ شقيري نوري موسى، محمود إبراهيم نور ،وسيم محمد الحداد، سوزان سمير ذيب ، إدارة المخاطر ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ،الطبعة الأولى ،عمان الأردن ،2012 ، ص52 .

أولاً - السبل التقليدية لإدارة المخاطر

من أهم السبل التقليدية لإدارة المخاطر نجد:

1. **التخلص من مصدر المخاطر بالبيع:** حيث أن إحلال جزء من الأصول ذات المخاطر المرتفعة مثل الأسهم العادية، بأصول أقل مخاطرة أو خالية من المخاطرة مثل السندات الحكومية أو أدونات الخزنة هو خير مثال على تلك الأداة.
2. **التنوع:** أي تنوع مكونات المحفظة المالية، بمعنى عدم تركيزها في أوراق مالية تصدرها شركة معينة، بل توزيع مخصصات المحفظة على أوراق مالية تصدرها عدة شركات، وبناءً عليه يعتبر التنوع أداة فعالة للتخفيف من المخاطر غير المنتظمة، على اعتبار أن التغيرات في سعر سهم شركة ما و التي تعزى إلى مخاطر غير المنتظمة، لا ارتباط بينها وبين التغيرات التي تحدثها المخاطر غير المنتظمة لسعر سهم شركة أخرى لاختلاف ظروف كل منهما.
- أما المخاطر المنتظمة التي تتميز بصفة العموم أي تصيب كافة الأوراق المالية، فإنه يصعب على المستثمر التخلص منها أو **French** أو تخفيضها بالتنوع، في كتابه لصادر سنة 1989 **security and portfolio analysis** يرى أنه يمكن تجنب المخاطر المنتظمة بالتنوع و لكن ليس التنوع البسيط بل تنوع ماركويتز أي بتضمين المحفظة المالية أوراقا مالية يتسم معامل بيتا لها بالانخفاض، ليس هذا فقط بل تضمين المحفظة أوراقا مالية بين عوائدها ارتباط معامل بيتا لها بالانخفاض، ليس هذا فقط بل تضمين سالب الذي من شأنه أن يخفض من المخاطر .المحفظة أوراقا مالية بين عوائدها ارتباط سالب الذي من شأنه أن يخفض من المخاطر.¹
3. **التأمين:** إن المخاطر التي يمكن التأمين ضدها هي المخاطر غير المنتظمة، التي لا تتعرض لها كافة المنشآت المؤمن عليها في ذات التوقيت، و من ثم فإن أقساط التأمين التي يحصل عليها المؤمن من المنشآت المؤمن عليها، إضافة إلى العائد المتولد عن استثمار تلك الأقساط لابد و أن تكون كافية لدفع التعويض للشركة التي تتعرض في لحظة معينة لنوع المخاطر المؤمن ضدها، و كلما زاد عدد عقود التأمين

¹ خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009، ص 194 .

التي تصدرها شركة التأمين ضد نوع معين من المخاطر، انخفض متوسط المخاطر التي تتحملها الشركة الواحدة، وبالتالي الأساس الذي يقوم عليه التأمين هو نفسه الأساس الذي تقوم عليه فكرة التنويع، فحجم المخاطر التي يتحملها المؤمن تتناقص مع زيادة عدد المنشآت المؤمن عليها، وأنه لا يمكن أن يكون حجم تلك المخاطر صفر، لان ثمة شركة ما سوف تتعرض لتلك المخاطر.¹

4. إدارة التوازن المالي بين الأصول و الخصوم: تهدف إدارة التوازن بين الأصول والخصوم إلى التقليل فرصة تعرض الشركة لمخاطر السعر، مع تحقق العائد المستهدف بمعنى زيادة العائد لكل وحدة مخاطر، و يتلخص الأساس الذي يقوم عليه هذا الأسلوب في إيجاد التوازن من خلال تشكيلة ملائمة من الأصول و الخصوم المالية التي تتضمنها الميزانية، من حيث تواريخ الاستحقاق و قيمة كل منهما عند كل تاريخ، و يكون هدف معالجة الخطر ضمن هذه الطريقة هو التأكد بان القيمة السوقية للأصول و الخصوم أقل تأثراً بتغييرات سعر الفائدة.

ثانياً: السبل الحديثة لإدارة المخاطر

لقد أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية و المالية و الاستثمارية إلى ضرورة البحث عن أدوات و منتجات مالية جديدة . فالتغير في الأسعار و تضخم و أسعار الفائدة و أسعار الصرف تطلب البحث عن منتجات مالية جديدة لإدارة مخاطر تقلبات هذه الأسعار، تقدم الهندسة المالية هذه المنتجات التي نذكر منها أداتين من بين أهم أدوات أو منتجات الهندسة المالية و هما: التوريق و المشتقات.

فإن المشتقات تتيح ظروف أفضل للتغطية ضد المخاطر مقارنة بالسبل التقليدية التي قد يستحيل إستخدامها للتغطية ضد المخاطر المنتظمة، و في مقدمتها التأمين، حيث إلى جانب التنويع في التغطية ضد المخاطر المنتظمة، قد تسهم المشتقات التي هي من منتجات الهندسة المالية في تحقيق الأهداف الإستراتيجية لمنشآت الأعمال، من خلال على إدارة التقلبات في أسعار الفائدة و أسعار الصرف و أسعار الأوراق

¹ محمد كمال درويش، إدارة الأخطار و استراتيجيات التأمين المتطورة، دار الخلود للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 1998، ص9 .

المالية ، أي من خلال إدارة المخاطر، و على هذا الأساس تعتبر التغطية باستخدام عقود المشتقات السبيل الأكثر حداثة لإدارة المخاطر.¹

المطلب الثاني: أنواع مخاطر المشتقات المالية

رغم ان التعامل في المشتقات المالية يستهدف الى الحد من المخاطر التقلبات في العائد واسعار الصرف واسعار السلع الا انه بحكم طبيعة هذه الأدوات وارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها ويمكن تقسيم هذه المخاطر التي يتعرض لها مستخدمو المشتقات المالية إلى مخاطر ائتمانية، مخاطر السوق القانونية ،مخاطر التشغيلية و رقابية ، مخاطر السيولة، مخاطر التسوية والآثار الرفع المالي.

الفرع الاول: مخاطر الائتمانية ومخاطر السوق

بحيث نقوم بدراسة هذه المخاطر فيما يلي:

اولا: المخاطر الائتمانية :

وتسمى أيضا بمخاطر عدم الوفاء، والتي تتمثل في الخسارة الناتجة عن توقف أحد الطرفي العقد عن الوفاء بالتزاماته الناتجة عن تعامله بأحد عقود المشتقات المالية وهذه المخاطر كانت وما زالت من أهم الأسباب الرئيسية لفشل العديد من المؤسسات المالية والمصرفية، المتعاملون يمكن أن يخسروا مبالغ كبيرة جدا عندما يفشل الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته أكثر اهتماما بهذا النوع من المخاطر المصاحبة المشتقات المالية لا سيما تلك التي يتم التعامل بها في الاسواق الموازية أين لا توجد غرف المقاصة ولا هوامش أولية في التعاقد.²

وهناك العديد من التعريفات لمخاطر الائتمان التي تعتمد على المصادر المحتملة للخطر، والذي قد يكون من العميل أو من الأصل الذي يخدمه. والبنوك على وجه الخصوص تركز قدرا كبيرا من الوقت والتفكير في تحديد إدارة مخاطر الائتمان، هناك

¹ _ المرجع نفسه،ص9.

² _هاشم فوزي دياس العبادي، الهندسة المالية وادواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، الاردن، ط1، 2008، ص ص 119_ 123 .

مصدرين أساسيين للمخاطر الائتمانية: تقصير من جانب أي طرف في العقد المالي، والتغير في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية (التي تنتج عن التغيرات في ظروف السوق المالية، وتغيرات في البيئة الاقتصادية... إلخ).¹

ويعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر انتشاراً في السوق الموازية منها في البورصات الأمر الذي يقتضي اهتمام المتعاملين في السوق الموازية بتقييم جدارة الائتمانية للأطراف التي تتم التعامل معها². أما في البورصة الخسارة بالتسوية تغيرات في قيمة مراكزهم يومياً من المخاطر الائتمانية المرتبطة ببعض الأدوات المالية المشتقة، وتتم هذه التسوية وفقاً لقواعد محدد في البورصة³.

ثانياً: مخاطر السوق:

هي درجات التغير التي تحدث في متغيرات السوق كأسعار الفائدة، أسعار الصرف العملات الأجنبية وأسعار الأصول المالية وعوائد المؤسسات. المتغير الرئيسي لمخاطر السوقية مخاطر أسعار الفائدة الخطر على عوائد المتصلة بالتغيرات في أسعار الفائدة، و تنشأ مخاطر أسعار الفائدة اختلافات بين توقيت التغيرات في أسعار الأصول وتوقيت التدفقات النقدية أي الاختلافات الزمنية في فترة الاستحقاق للأسعار الثابتة وأسعار الأصول وأسعار أصول العائمة للبنك (مخاطر إعادة التسعير) كما تنشأ من تغيير العلاقة بين منحنيات العائد المختلفة التي تؤثر على أنشطة البنك (مخاطر الأساس) كذلك من علاقة غير صحيحة في الأسعار المكتسبة والمدفوعة بالإيرادات المختلفة (المخاطر القاعدية) أما مخاطر الأسعار ترتبط ارتباطاً وثيقاً بمخاطر أسعار الفائدة وهو خطر على الأرواح الناجمة عن تغيرات في قيمة الأدوات المالية⁴.

¹ _Charles tapiero , Risk and Financial Management: Mathematical and Computational Methods, (John Wiley & Sons Ltd, England, 2004), p 13

² _أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص 217.

³ _طارق عبد العال، المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 265.

⁴ _Derivatives, FHFB Office of Supervision, Examination Manual April 2007, p 5.

وبذلك فمخاطر سوق تظهر نتيجة لتقلب أسعار الأدوات المالية المشتقة في الأسواق إذ أن هذه الأدوات تكون حساسة بصورة كبيرة لظروف السوق، وبذلك فإن أي تغير ولو كان بسيطاً في قيمة الوجود ضمنى محل التعاقد قد يؤدي إلى تغير أكبر في قيمة الأداة المشتقة¹. أن تكون هذه التغيرات في القيمة داخل السوق نتيجة لما يلي:

1. التقلبات في مستوى الأسعار كنتيجة للتغيرات في معدلات الفائدة أو أسعار الصرف الأجنبي أو أسعار الأصول المرتبطة بالأداة المالية المشتقة، مما يؤثر في قيمة عقود المشتقات المالية نفسها.

2. عدم تناسب بين مقدار الارتفاع أو الانخفاض في قيمة عقود المشتقات، وبين مقدار الانخفاض أو الارتفاع في قيمة الأصول التي تحميها تلك العقود مع الأخذ في الاعتبار أن حجم التعامل في الأدوات المشتقة يفوق بمراحل حجم الأصول المرتبطة بها.

3. عدم القدرة على تسهيل الأداة المشتقة بالتخلص منها عند الحاجة لذلك بسبب وجود خلل في معدلات الطلب على تلك الأداة أو بسبب عدم الرغبة الطرف المتعامل معه استناداً على خلل في العقد الذات².

ويتطلب الحد من مخاطر السوق تقييم موضوعي شامل لظروف السوق، كما يتطلب أيضاً أن تحافظ بيوت التسوية على حد أدنى مناسب من السيول لديها وهكذا على كفاءة أدائها كوسيط بين البائع والمشتري في السوق، وبحيث تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها بصفة مستمرة³.

الفرع الثاني: المخاطر القانونية، التشغيلية والرقابية

إن من المخاطر المرتبطة بالمشتقات المالية أيضاً المخاطر القانونية والمخاطر التشغيلية والرقابية التي سندرسها من خلال:

¹ بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة، ادوات مستحدثة لتغطية المخاطر ام لصناعتها، الملتقى الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، يومي 20، 21 اكتوبر 2009 جامعة فرحات عباس ص 4 سطيف.

² احمد صلاح عطية ، مرجع سابق، صص 217_218.

³ سخنون محمد ، محسن سميرة ، مرجع سابق، ب ص.

أولاً: المخاطر القانونية:

المخاطر القانونية مخاطر ترتبط بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقاً لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة، وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود مثل هذه المخاطرة يمكن أن تنشأ من عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حال الإفلاس¹.

كما أن التغييرات في البيئة القانونية كإدخال التغييرات عكسية في قوانين الضرائب أو وجود قوانين تحضر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية أو غيرها من التعديلات تؤدي إلى مخاطر عدم القدرة على تنفيذ تعني أن عقداً مما يتمتع بالمزايا الإيجابية غير أنه لا يمكن تنفيذه. وقد يأخذ ذلك على الرغم تحويل الطرف الآخر بالصلاحيات اللازمة للتعاقد أصلاً أو من الإعلان عن أن مجموعة من العقود قد غدت فجأة غير قابلة للتنفيذ².

ثانياً: المخاطر التشغيلية والرقابية:

المخاطر التشغيلية هي تلك المخاطر التي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات وفشل المديرين ضعف كفاءة الأنظمة الإدارية الرقابية وضعف المتابعة بتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات والتعامل بها، وذلك كما هو الحال في غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات المالية، وبين المسؤولين عن القيد والاثبات بالدفاتر المالية للمنشأة كما أن زيادة تعقيد أدوات الهندسة المالية يجعل من الصعب إدارتها بصورة صحيحة وقد تحقق خسائر كبيرة ناتجة لسوء الإدارة³.

المخاطر الرقابية هي تلك المخاطر المتعلقة بأي خسائر ناتجة عن فشل نظام الرقابة الداخلية للمنشأة في منع أو اكتشاف أي أخطاء أو مشكلات قد تعوقها عن تحقيق أهدافها التشغيلية أو المالية أو القانونية من حيابة عقود المشتقات المالية يرجع الفشل في هذه الحالة

¹ طارق عبد العال ، المشتقات المالية(مفاهيم،إدارة المخاطر)،مرجع سابق ص 266.

² منير إبراهيم هندي ،الفكر الحديث في إدارة المخاطر،مرجع سابق ص 25 .

³ بن رجم خميسي ، مرجع سابق ص 4.

الى عدم فهم الكافي من قبل إدارة المنشأة لخصائص الاقتصادية لعقود المشتقات المالية مما يؤدي إلى تصميم غير مناسب لنظم المراقبة عليها¹. ومن أمثله ضعف الرقابة الداخلية في ممارسة الدور السمسار والقيام بتسوية المعاملات في نفس الوقت إذ أنه من الضروري أن لا يجمع شخص واحد بين الدورين معاً، لحيلولة التلاعب وإخفاء الخسائر التي يمكن التعرض لها².

الفرع الثالث: مخاطر السيولة، التسوية ومخاطر الرفع المالي

اولاً: مخاطر السيولة :

هي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة أي عدم القدرة على تسديد الالتزامات في تاريخها من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات أكثر صعوبة بالرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق المشتقات المالية التي تتمتع بها هذه الأدوات إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة وذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب الظروف السوق وغيرها من العوامل مما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسهيل مراكزها بسرعة³.

وجميع المؤسسات العاملة في مجال المشتقات تواجه هذين النوعين من المخاطر:

أ. **مخاطر سيولة التمويل :** هو احتمال عدم قدرة المتعاملين على تلبية متطلبات التمويل بتكلفة معقولة، وغالبا ما تنشأ من عدم تطابق التدفق النقدي للمشتقات خاصة عقود المبادلة، وممارسة الخيارات، وركز النمو السريع للمشتقات المالية في السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا على تأثير التدفق النقد لهذه الصكوك، كما قد نتج أيضا نتيجة الاحتياج إلى السيولة نقدية إضافية التي يتطلبها الهامش لإنهاء المبكر للعقد.

ب. **مخاطر سيولة السوق :** هي مخاطر عدم قدرة المتعامل على الخروج من العقد أو تبادل المراكز بسرعة وبكميات كافية وبسعر معقول. وهذا يرجع إلى عدم عمق السوق، واختلال أو

¹ أحمد صلاح عطية ،مرجع سابق ص ص 218_ 219.

² سحنون محمد ،محسن سمير ، مرجع سابق ب.ص.

³ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق ص ص 119,123.

عدم قدرة المتعامل الوصول إلى السوق، فأسواق المنتجات الغربية أو الجديدة تفتقر إلى العمق بسبب قلة المشاركين في هذا السوق. فعادة يمكن للأسواق السائلة أن تصبح غير سائلة خلال فترات اضطراب السوق (فعلى سبيل المثال، انهيار سوق الأوراق المالية في أكتوبر 1987 وسببه أن قلة البائعين أكثر من المشترين).¹

ولذلك فبالرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق المشتقات المالية، ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة وذلك نتيجة العوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب وغيرها من العوامل، مما يؤدي إلى حدوث خسائر الأطراف التي ترغب بتسييل مراكزها بسرعة². بالإضافة إلى ذلك فإن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد خطورة في ظل ترابط الأسواق المالية بدرجة أكبر مما يؤدي إلى السهولة انتقال للمخاطر التي معينة إلى الأسواق المالية الأخرى. ومن ثم فإن المتعاملين في مجال العقود المشتقات يكون في حاجة ماسة إلى تحديد عناصر هذه المخاطر وفهم كيفية تفاعلها مع بعضها البعض، وبالتالي فإن تقدير مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات المالية عندما يعتمد على تقييم المرتبط بالسوق وأيضا على الأدوات التي تستخدم كوقاية من هذه المخاطر³

ثانيا: مخاطر التسوية:

هي مخاطر التنفيذ العملات المتفق عليها ويتجلى أحد أشكالها في أن التقليل من المعاملات يتم تسويتها آنيا و في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ إلى أيام معدودة، مما ينجم عنه

¹ _Risk Management of Financial Derivatives, Comptroller's Handbook,(Washington, January 1997), p p 35- 37

² بن رجم محمد خميسي ، مرجع سابق ص 4.

³ _عراية رايح ، أحضري دليلة ، نظرة اقتصادية و شرعية لدور المشتقات المالية في الازمات المالية ،الملتقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية ،يومي 13 ، 14 مارس 2011 ، جامعة خميس مليانة .ب ص.

تعرض أحد أطراف العقد للخسارة نظرا لإمكانية تغير الأسعار بسرعة خلال تلك المدة، لاسيما في يوم التنفيذ ذاته¹.

وهي تمثل إحدى واجهات هذه المخاطرة في كون القليل من المعاملات المالية تتم تسويتها بنفس اليوم وآنيا، ولذلك فإن أحد الأطراف قد يتعرض للخسارة إذا كان السعر الذي باع به يعتبر مرتفعا، ولكن الطرف المقابل يرفض التسديد في تاريخ المحدد للتسوية. أما أكبر مخاطرة فتتمثل في يوم التسوية ذاته، حيث تكون كل قيمة الأوراق المالية تحت رحمة المخاطر، عندما لا يتوافق تسليم الورقة مع استلام ما يقابلها نقدا من أموال مستحقة.

ويمكن تقليل مخاطرة التسوية في المشتقات المالية لدرجة كبيرة باستعمال "الشروط تصفية التسويات" في الاتفاقيات الشاملة. وهذا ما يقلل من مخاطرة التسوية التي تتم بنفس العملة. كما ان الكثير من المعاملات المشتقات مثل المبادلات أسعار الفائدة ليتم فيه تبادل الأصل المبلغ بتاريخ الاستحقاق. غير أن مقاصد التسويات لا تعالج مشكلة التسديد بأكثر من عمله واحدة وهناك مخاطرة كبيرة هنا تتمثل بسبب التسديد بالعملات الأجنبية، سواء آنيا أو آجلا².

ثالثا: مخاطر الرفع المالي:

بحيث تنقلب الأرباح أو الخسائر المرتبطة بالتعامل في هذه الأدوات بدرجة أكبر من تقلب إيراداتها مما يؤدي إلى تحقيق خسائر كبيرة عند حدوث التغير طفيف في إيراداتها أو تكاليفها³.

المطلب الثالث: إدارة مخاطر المشتقات المالية

كثيرا ما يتردد أن المشتقات المالية تنقل المخاطرة من الراغبين في تقليلها إلى الطرف الأقر على تحملها، وهو افتراض بحث فهناك فرق جوهري بين الرغبة في تحمل المخاطر وبين القدرة على ذلك. فطرف المجازف في المشتقات لا ريب أنه راغب في تحمل المخاطر

¹ _ حليلة بزاز ، هدى بن محمد ، المشتقات المالية و مخاطرها ، مدخلة في ملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الاسلامية ، امعة الامير عبد القادر للعلوم الاسلامية ، قسنطينة 2009، ص 10.

² _ منير ابراهيم الهندي ، إدارة المخاطر، الجزء الثالث، عقود الخيارات، منشأة المعارف ، الإسكندرية، 2007، ص 24.

³ _ بزاز حليلة ، هدى بن محمد ، مرجع سابق ذكره .ص 10.

لكن هذا لا يعني بالضرورة أنه قادر في الفعل على تحملها لذلك يجب أن تملك كل مؤسسه وسيلة فعالة لقياس والمراقبات المخاطر المتعلقة بالمشتقات المالية. ومن هنا سندرس هذه الوسائل التي يتم من خلالها إدارة هذه المخاطر .

الفرع الاول : تحديات إدارة مخاطر المشتقات المالية.

من الواضح أن المشاركين في السوق المالي يجدون في المشتقات المالية أدوات مفيدة لإدارة المخاطر ويتم استخدامها من قبل ثلاثة أنواع من المشاركين في سوق: البنوك التجارية والبنوك الاستثمار، المستثمرين ومع ذلك في المشتقات المالية تشكل تحديات لإدارة المخاطر خاصة بها .

فهناك أربعة تحديات لمخاطر الائتمان، فالمشتقات تقوم بتحويل مخاطر الائتمان بطرق معقدة قد لا تكون سهلة الفهم، وبذلك يمكن أن تخلق مخاطر الائتمان. فالمشتقات المالية المعقد تعتمد على نماذج معقدة لاستخدامها، مما يؤدي إلى خطر هذا النموذج المختار كما أن هناك وكالات التصنيف الائتماني تفسر هذا التعقيد للمستثمرين، ولكن يمكن أن يساء الفهم تصنيفاتها، ونتيجة ذلك قد تخلق عدة مخاطر.

أولاً: مخاطر الائتمان: في الواقع في المشتقات المالية لا تزيل المخاطر الائتمان إنما تقوم بمجرد نقلها، ونتيجة لذلك فإن شخص ما، وفي مكان ما سوف، يخسر المال فعلى الرغم من أن المشتقات لا يمكنها القضاء على الخسائر الناجمة عن المخاطر المالية، ولكن يمكنها أن تحول المخاطر بطرق معقدة وقد لا تكون سهلة الفهم مثل عقود المبادلة أسعار الفائدة وأسعار الصرف وغيرها... لكن هل يعني المشاركين في السوق تعرضهم للمخاطر المتعلقة بالمشتقات المالية المعقدة نظراً لاتساع النطاق المشاركين في سوق الذين ينشطون فيه لا توجد وسيلة حاسمة لرد عن هذا السؤال .مع ذلك يمكن أن نشير إلى أن بعض المشاركين في السوق لا يقدرّون تماماً التعرض للمخاطر نتيجة لمشاركة في سوق المشتقات. ففي عام 2001 امريكان اكسبريس خسرت مئات الملايين من الدولارات على الاستثمارات في

التزامات الديون لمضمونة CDO (*21)¹ ونقلت الصحيفة عن الرئيس التنفيذي لشركة امريكان اكسبريس وقوله انه لم يفهم خطر امتلاك لـ CDO .

ثانيا : المقابل لهذا الخطر: والمقابل لهذا الخطر هي مخاطر الطرف المقابل في العقد المشتق نتيجة التقصير وعدم دفع ما يملكه بموجب العقد_ وخاصة في عقود المشتقات OTC_ ومخاطر الطرف المقابل هو خطر مهم لا بد من أن يدار حيث أصبح هذا الخطر أكثر بروزا. لهذا فإن أغلب التجار يستخدمون ضمانات للحد من مخاطر الطرف المقابل، وعلى الرغم من الاستخدام الواسع النطاق لضمانات هناك بعض التحديات الهامة لإدارة المخاطر المرتبطة مخاطر الطرف المقابل على المشتقات الائتمانية وأهمها هو مقياس التعرض لخطر المشتقات المعقدة، وإحدى هذه المقاييس الرئيسية من خلال التحركات المستقبلية المحتملة لهوامش الائتمان أو افتراضات مستقبلية التي يمكن أن تخلق مخاطر أكبر تحرك السوق لصالح التاجر إضافية، لذا المشاركين يدركون الحاجة لقياس التعرض في المحتمل لمخاطر الائتمان المشتقات المعقدة في المستقبل وكذلك الصعوبات .

ثالثا: أخطار النموذج: المشتقات المالية المعقدة تتطلب نماذج معقدة للتقييم وللتحوط مما يؤدي إلى خطر استخدامها، فخطر النموذج في 2005 بعد تخفيض التصنيف الائتماني للجنرال موتورز إلى وضع أقل من درجة الاستثمار، فتحركات أسعار السوق لبعض مؤشرات الائتمان القطاعية بطرق شأنها أن تعتبر إما غير قابلة للتصديق للغاية أو مستحيلة ، وفق نماذج معينة كانت تستخدم لتقييم وإدارة المخاطر في ذلك التصنيف.

رابعا: وكالة تصنيف الخطر: وكالة تصنيف الخطر تلعب دورا في سوق المشتقات ولكن يمكن أن يساء فهم تصنيفها، مما قد تساعد على خلق المخاطر. ففي تقرير بحثي للبنك المركزي ، في سوق التمويل المنظم، بما في ذلك سوق المشتقات، والتي تعتمد اعتمادا كبيرا على التقييمات (لجنة النظام المالي العالمي، 2005). بأن الكثير من المستثمرين يعتمدون على وكالات التصنيف لتقييم مخاطر الائتمان في معاملة خاصة نظرا للطبيعة المعقدة

¹ _التزامات الديون المضمونة CDO : هي مجمع قرضي يقوم على عدم وعاد الرهن مجموعة واحدة من الرهن ذات اجال 30 سنة ، وتقسيمها الى شرائح مستقلة بمجموعة من تواريخ الاستحقاق تتراوح من 1 الى 30 سنة .

للمشتقات. ومع ذلك، وفقا لذلك التقرير، فالمؤسسات الاستثمارية الكبيرة لا تعتمد فقط على التصنيفات لاتخاذ القرارات الاستثمارية، وهذا ما يدل على فهمها الجيد لوكالات التصنيف.

الفرع الثاني: قياس ومراقبة مخاطر المشتقات المالية:

يجب أن يكون لكل مؤسسة وسيلة فعالة لقياس ومراقبة مخاطر الائتمان والمشتقات، ويجب السيطرة بحكمة على بيئة هذه العقود ويجب أن تشمل ما يلي¹:

_ الرقابة الفعالة من طرف مجلس الإدارة.

_ السياسات والإجراءات الفعالة.

_ قوة المراجعة الائتمانية، والموافقة، وحدود العمليات .

_ يجب أن تكون نظم قياس المخاطر دقيقة والتحقق من صحتها.

_ فعالية التقارير المخاطر، والرصد، وعمليات الموافقة على الاستثناءات. كما يجب أن تصل في الوقت المناسب.

_ يجب أن تكون المعايير التي تقوم عليها وثائق الائتمان سليمة .

فيجب السيطرة على المخاطر الائتمانية بدقة من خلال عملية الائتمان الرسمية والمستقلة ، وأن تسترشد أنشطة الائتمان من خلال السياسات والإجراءات فعالة، وللتخفيف من تضارب المصالح ، وينبغي أن تكون وظيفة الموافقة على الائتمان مستقلة عن وحدة المخاطر ويعمل به موظفين مؤهلين ، كما يجب الحفاظ على استقلال كل من التقييم الأولي للائتمان ،

¹ _Michael S.Gibson, Credit Derivatives and Risk Management, (Finance and Economics

Discussion Series by Federal Reserve Board, Washington, May 22, 2007), p p 12–18

وإنشاء ائتمان الطرف المقابل ، والرصد والإبلاغ عن التعرض، والموافقة على الاستثناءات، وعادة ما يتم تنفيذ هذه المهام من قبل قسم الائتمان في المؤسسة وغالبا ما تكون هذه المؤسسات عبارة عن بنوك.

والأجل فعالية تقييم التعرض للمخاطر وتعيين حدود الائتمان المناسبة، يجب أن يمتلك الموظفين المسؤولين عن الموافقة ومراقبة مخاطر الائتمان الفهم الجيد للمشتقات المالية، ومصدر التعرض لهذا الخطر، وعوامل السوق التي تعرض المؤسسة لخطر الائتمان، كما ينبغي لموظفي الائتمان تلقي التدريب المستثمر على أدوات المالية المشتقة، وتقنيات إدارة المخاطر، وأساليب قياس مخاطر الائتمان. وينبغي أيضا أن تستعرض دوريا الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة للأدوات المشتقة وتعيين تصنيفات مخاطرهم.¹

¹ _Risk Management of Financial Derivatives, Op. Cit, p p 46-47.

خلاصة الفصل الاول

توصلنا من خلال هذا الفصل أن التغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية والاستثمارية أدى إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائد، وقد تحقق ذلك من خلال الهندسة المالية التي تمكنت من ابتكار مجموعة من الأدوات تعرف بالمشتقات المالية وهي عبارة عن عقود مالية يمكن من خلالها شراء أو بيع مخاطر مالية في الأسواق المالية، قد يكون سعر الفائدة محدد، سعر ورقة مالية، سعر صرف أجنبي، مؤشر معين..... إلخ.

ان استخدام هذه المشتقات المالية يتطلب الاعتماد على استراتيجية معينة بهدف تحقيق مجموعة من الأغراض، استراتيجية التحوط التي تهدف إلى حماية المستثمر من مخاطر التغيرات الأسعار أو معادلات الصرف أو الفائدة أو، استراتيجية المضاربة التي تحاول الاستفادة من الفوارق الأسعار لتحقيق الأرباح، أو استراتيجية المراجعة التي يتم من خلالها عن طريق دخول بشكل متزامن في معاملات في سوقين أو أكثر.

بحيث تعطي المشتقات من المميزات وتؤمن الكثير من فرص تحقيق الأرباح، وذلك من خلال أسواق خاصة بالمشتقات المالية وهي نوعين أسواق منظمة وأسواق غير منظمة، بحيث تتصف الأسواق المنظمة بتوحيد شروط التعامل في هذه العقود وتعرف أيضا بالسوق الآجل للبورصة أما الأسواق الغير المنظمة تعرف بأسواق عقود المفاوضة بالتراضي، والعقود التي يتم تداولها في هذه الأخيرة تكون أكثر خطورة من تلك المتداولة في السوق المنظمة، إذ أنها تساهم في تركيز المخاطر لدى أطراف المعنية مما يجعل هذه الأدوات مصدرة لمخاطر التي بدلا من أن تكون أداة للحد منها، وخاصة وأنه وبحكم طبيعة هذه الأدوات وارتباطها

بالتوقعات لتصبح أدوات تشكل المخاطر في حد ذاتها. حيث قمنا بدراسة إدارة مخاطر هذه المشتقات وذلك من خلال التعرف على أنواع المخاطر وكيفية الحد منها.



الفصل الثاني
أنواع المشتقات المالية

تمهيد

تم عرض في الفصل الأول أن المشتقات المالية يزداد منها في كثير من الأحيان التحوط من المخاطر ، وذلك من خلال وجود شخص ما أو جهة ما لديها الرغبة في التخلص من المخاطرة أو تقليل درجة المخاطرة. وفي المقابل وجود آخرون على استعداد لتحمل المخاطرة أم لئلا بذلك الحصول على ثمن المخاطرة أو ما يسمى بمكافأة المخاطرة.

ولكن قد تصبح تلك المشتقات مصدر لخطر وعدم استقرار ، إذا لم يتم فهم طبيعتها وتجنّبها من سوء استخدام المضاربين والمغامرين الذين يهدفون من ورائها تحقيق أرباح قصيرة المدى، لذا يجب أن يتوفر عند بدء التعامل بالمشتقات المالية في السوق عدة متطلّبات، منها التزام المؤسسات المالية بمعايير المحاسبة والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بنشاطها في المشتقات المالية، ووضع حد أقصى لحجم تعاملات المؤسسات المختلفة في مجال المشتقات المالية، بالإضافة إلى توفير بنية تكنولوجية متطورة لتسيير إتمام عمليات التسوية والمقاصة الخاصة بالمشتقات والتي تتسم بالتعقيد، وتوفير الكوادر البشرية المتخصصة في تلك الأدوات للبنوك والمؤسسات الرقابية وبصفة عامة يمكن توظيف الأدوات المالية بشكل مبدئي بالسوق من خلال استخدام المشتقات البسيطة إلى أن يصل السوق إلى المستوى الراشد لاستخدام الأدوات الأكثر تعقيداً.

تجدر الإشارة إلى أن أغلب عقود المشتقات المالية التي يجري إبرامها هي عقود صورية، حيث لا يجري تنفيذ أغلب هذه العقود وتنتهي إلى حصول أحد الطرفين على فروق الأسعار، فالعقد لا يقتضي تمليك ولا تمكك ولا الأصول المادية أو المالية محل التعاقد.

هذا وتتنوع وتتعدد المشتقات المالية، لذلك أصبح من غير الممكن عرض على سبيل الحصر كافة أدوات المشتقات التي قدمتها مراكز البحث والابتكار، حيث البعض يتم تداول في أسواق رسمية أو نظامية والبعض الآخر يتم تداول في أسواق غير رسمية أو غير نظامية، لذلك يتم عرض في هذا الفصل أربعة : أنواع أساسية هي: 1_ عقود الخيارات 2_ العقود المستقبلية 3_ العقود الآجلة 4_ عقود المبادلات .

سنتعرف عليها في هذا الفصل من أنواع المشتقات المالية وخصائصها من خلال ثلاث مباحث

التالية:

- المبحث الأول:العقود الآجلة والعقود المستقبلية.
- المبحث الثاني:عقود خيار.
- المبحث الثالث:عقود مبادلات.

المبحث الأول: العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

بالرغم من انه جرت العادة على التفرقة بين العقود الآجلة و المستقبلية على أنهما شيان مختلفان، إلا أنهما في الأصل شئ واحد . فالعقود المستقبلية لغة و اصطلاحاً عقوداً آجلة، غير أنه تم تمييزها بتلك الأدوات التي تجرى عقدها وتداولها من خلال نوع السوق، فالعقود الآجلة يتم تداولها في السوق غير الرسمية. أما العقود المستقبلية فيتم تداولها في السوق الرسمية . ففي السوق غير الرسمية يتم تفصيل تلك العقود وفقاً لتفضيلات و احتياجات الأفراد أو الجهات الراغبة في عقدها والأمر ليس كذلك في السوق الرسمية فهي منظمة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد وجميع العقود منمطة ولا تخضع لتفضيلات الأفراد كما هو الحال بالنسبة للسوق غير الرسمية وسيتم التفصيل في العقد من خلال هذا المبحث والفرق بينهما .

المطلب الأول: ماهية العقود الآجلة.

فعلى عكس الأسهم التي تمثل حقوق المساهمين في الشركة فهو عقد لفترة طويلة جداً إن لم يكن إلى أجل غير مسمى، أما العقود المستقبلية فهي محدودة المدة وتستخدم في المقام الأول للتحوط من المخاطر تذبذب أسعار السلع أو الاستفادة من تحركات الأسعار. وليس لشراء أو بيع سلعة نقدية الفعلية ويتطلب تسليم السلع محل العقد في تاريخ المستقبلي وبسعر محدد مالم يتم تصفيته قبل انتهاء الصلاحية .

الفرع الأول: مفهوم العقود الآجلة.

العقود الآجلة تعرف كذلك بالعقود الأمامية وهي نوع من أنواع المشتقات المالية التي يتم من خلالها بيع أو شراء الأصول كالسلع الأوراق المالية المؤشرات.... الخ وذلك في تاريخ لاحق.

أولاً: تعريف العقود الآجلة: يعرف العقد الأجل على انه عقد يبرم بين طرفين بائع و المشتري للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في وقت لاحق.¹

كما يعرف بأنه عقد يلتزم فيه البائع أن يسلم للمشتري السلع محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ.²

يرى بعض الكتاب أن العقود الآجلة شائعة في حياة كل فرد في مختلف الشعوب والبلدان. بما يوحي بأن ما من أحد إلا ويمارس هذه النوعية من العقود الآجلة . وساقوا لتدليل على ذلك بعض الأمثلة من حياتنا اليومية بعيد عن الأسواق التي تذهب معاملاتها بالألباب كعقود الطاقة والحبوب والعملات والمعادن النفيسة كالذهب والفضة والماس فيم يرون أن من يوقع عقد استئجار شقة لمدة عام فإن ذلك يعني موافقة المستأجر على شراء خدمة استعمال الشقة لمدة اثني عشره شهرا تالياً بسعر يجري تحديده مسبقاً عند إنشاء العقد , وحينئذٍ نكون بصدد عقد أجل لشراء خدمة آجلة وبسعر متفق عليه مسبقاً.³

و يعرفها صندوق النقد الدولي أن العقد الأجل بأنه: "اتفاق بين طرفين على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقياً أم مالياً، بكميات معينة وفي تاريخ معين , وبسعر تعاقد متفق عليه."⁴

ويعرف أيضاً: بأنه هي عبارة عن تعاقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم أصل معين في تاريخ لاحق مستقبلاً يسمى يوم التصفية، وبسعر محدد يسمى " سعر التنفيذ"، ويتم تسليم الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ المستقبلي.⁵

¹ _ منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر باستخدام التوريق و المشتقات المالية ، منشأة المعارف ، ج 2، ب ط، الإسكندرية ، 2003، ص6.

² _ هشام فوزي _ دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مرجع السابق ، ص 81.

³ _ سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سابق ، ص 205.

⁴ _ يومدين نورين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية"، مجلة دورية ، المجلد الخامس، ب م ن، العدد العاشر، ب س، ص131- 132 .

⁵ _ محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العيد، " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، دار جامعة الإسكندرية 2002.ص363.

ومنذ بداية التعاقد يتحدد كل من موضوع التبادل (ورقة مالية، عملة، سلع)، فالعقود الآجلة هي عقود تعطي لحاملها الحق و الالتزام الكامل معاً لترتيب مبادلة أصل معيّن في وقت لاحق ومستقبلي لكنه يحدد مسبقاً و بسعر يحدّد مسبقاً أيضاً، فمنذ البداية يتحدّد كل من موضوع التبادل (ورقة مالية، عملة، سلع) و السّعر الذي يتم على أساسه التبادل و التاريخ المستقبلي الذي سيتم عنده التبادل.

ولذلك فشروط العقود الآجلة من حيث السعر والكمية وتواريخ الاستحقاق لا تكون موحدة بين جميع العقود، بل تحدد عن طريق التفاوض بين الأطراف المعنية، حيث يتم التفاوض بين البائع و المشتري على الأمور التالية:

- ✓ مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف.
- ✓ الكمية المطلوبة أو المراد بيعها.
- ✓ طريقة و مكان التسليم.
- ✓ سعر البيع أو الشراء و طريقة السداد.¹

ووفقاً لتعريف السابق فإن الأجل تحتل نوعين من هذا السعر:

السعر التنفيذي: وهو سعر المتفق عليه العقد أجلاً ويتم تحديده بين طرفي العقد وفقاً للعرض والطلب ومدى رؤية كلا منهما للاستفادة من وهذا السعر في المستقبل و توقعاته عن المستقبل، ولا يتغير هذا السعر عن تاريخ إبرام العقد و حتى تاريخ التنفيذ.

السعر الأجل: وهو سعر العملة أو الأصل موضع العقد الأجل في المستقبل وهذا السعر يتغير بمرور الوقت مع تغير الأسعار في الأسواق، ويمكن القول أن سعر التنفيذ هو يرجع للسعر الأجل في تاريخ إبرام العقد ولكن ليس شرطاً أن يتساوى. في تاريخ التنفيذ.

إذا كان سعر السوق (السعر الأجل) أعلى من وسعر تنفيذ فان المشتري يحقق مكاسب، بينما يتكبد البائع خسارة لان الأصل، في هذه الحالة يباع بأقل من قيمته الجارية

¹ كمال توفيق حطاب، " نحو سوق مالية إسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2005، ص7.

بينما يعنى هبوط السعر إلى أقل من سعر تنفيذ الوارد في العقد (سعر التسليم) فان المشتري سوف يخسر بينما يكسب البائع لان الأصل سوف يباع بسعر أعلى من قيمته الجارية.¹ ويمكن حصر السمات المميزة لهذه العقود فيما يلي:

- ✓ يصعب المضاربة بهذه العقود حيث أن الغرض الأساسي لها هو الحماية من مخاطر.
- ✓ تقلبات في المستقبل كما يوجد التزام بالتنفيذ من الطرفين وليس هناك سوق ثانوية يتم تداولها فيه.
- ✓ ليس لها شكل نمطي بينما يتم الاتفاق على شروطها.
- ✓ يتم تحديد تاريخ الاستحقاق وسعر التنفيذ بدقة في هذا العقد وتعتبر عقود نهائية بمجرد التوقيع ولا يمكن الرجوع فيها أو تعديلها.
- ✓ يتم التنفيذ في تاريخ التنفيذ وليس قبله كما في عقود الاختيار الأمريكي.²

ثانياً: أنواع العقود الآجلة

وهناك نوعين رئيسيين للعقود الآجلة وهم من أهم هذه العقود وهما:

- العقود الآجلة لأسعار الفائدة: وهي العقود الآجلة التي تم ربطها بأدوات الدين وتتطوي على البيع والشراء مستقبلاً صك الدين وهنا يتم الاتفاق على سعر ويتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت بعد السعر فائدة من تاريخ العقد الأجل وحتى تاريخ التنفيذ وتستخدم هذه العقود في حماية غدا تقلبات أسعار الفائدة ولها أبعاد عدة يجب أن يحويه العقد.
- العقود الآجلة لأسعار الصرف: وهي اتفاق بين الطرفين للشراء أو بيع كمية معينة من عمله أجنبي مقابل عمله محلي، وذلك في تاريخ أجل وبسعر يتم الاتفاق عليه وتستخدم هذه العقود لحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف العملات الأجنبية، إلا أنه يؤخذ عليها عدم قابليتها للتحويل والتنازل عنها. ولا يمكن الاستفادة من تحرك أسعار الصرف عند تنفيذ

¹ عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس مال (دراسة حالة سوق رأس مال فرنسي)، مذكرة مقدمة لنيل دكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود البنوك والأسواق ماليه، جامعة محمد خضير، بسكرة، 2014_2015، ص111.

² أبو زيد كامل السيد، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد استخدام المشتقات المالية للحد من المخاطر في سوق المال المصرية، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة. جامعة الزقازيق، العدد الثاني، 1997، ص58.

العقد مستقبلا نظرا للالتزام بسعر تم تحديدهم مسبقا . وتعتبر سوق العقود الآجلة للعمولات من أكثر الأسواق نشاطا ويطلق عليها سوق بين البنوك وهذا السوق نتيجة لتعويم العملات في أوائل السبعينات وتشمل مئات البنوك حول العالم يمثلون أنفسهم أو عملائهم ويعتبر هذا السوق كبير جدا خاصة من حيث الصفقات فهي تكون ذات أحجام كبيرة وغير عاديه خاصة للمستثمرين الفرديين.¹

الفرع الثاني: خصائص العقود الآجلة.

تختص العقود الآجلة بجملة من الخصائص، يمكن ذكر أهمها في ما يلي:²

- أ تُبرم العقود الآجلة عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها
- ب العقود الآجلة هي عقود شخصية، إذ أنّ العلاقة بين الطرفين المتعاقدين شخصية، حيث يتفاوض الطرفان على شروط العقد بما يتفق وظروفهما الشخصية التي قد لا تتفق من غيرهما.
- ت لا تتعلّق المخاطر في العقود الآجلة بطرف دون الآخر بل تمتد إلى طرفي العقد، حيث يتحمّل كل طرف مخاطر عدم وفاء الطرف الآخر بالتزاماته.
- ث تنظم العقود الآجلة في أسواق مالية غير نظامية، وذلك عن طريق أجهزة وفي ما بين مؤسسات مالية ومصرفية كبيرة عادة، كما لا توجد لهذه العقود سوق ثانوية.
- ج تحدد شروط العقود الآجلة من السعر والكمية وتاريخ الاستحقاق بين طرفي العقد عن طريق التفاوض، ولذلك يمكن للطرفين الاتفاق على تعجيل الثمن عند التعاقد أو دفع جزء منه وتأجيل الباقي إلى تاريخ التسليم.
- ح لا يتم تسوية العقد إلا في تاريخ التسليم أو الاستحقاق، والذي فيه يتحقق إما الربح أو الخسارة.
- خ يكون أمام المضارب في تاريخ التصفية ثلاثة خيارات:

¹ _ عيساوي سهام ، مرجع سابق ، ص112.

² _ شافيا كناف ، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1 ،الجزائر، 2012_2013، ص 376.

✓ يقوم المضارب بتسليم الأصل محل التعاقد تسليمًا فعليًا إن كان بائع أو يتسلمه إن كان مشتريًا.

✓ يقوم المضارب ببيع ما اشتراه و يشتري ما باعه و يستفيد من الفرق بين السعرين.

✓ يقوم بتأجيل موعد التصفية إلى تاريخ لاحق مقابل دفع مبلغ معين يسمى بدل التأجيل.

المطلب الثاني: العقود المستقبلية.

العقود المستقبلية هي إتفاق بين طرفين لشراء أصول أو سلع في وقت مستقبلي بسعر معين ويتم تداولها عادة في البورصة، وسوف نتطرق في المطلب إلى : ماهية العقود المستقبلية وتنظيمها وإستراتيجياتها.

الفرع الأول: تعريف العقود المستقبلية.

أولاً: تعريف: وهي "التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهم أن يسلم الآخر، (أو يستلم منه) ، وبواسطة طرف ثالث (وسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددان وبموجب سعر محدد.¹"

هي العقود التي تلزم صاحبها بشراء الأصل من البائع بسعر متفق عليه في تاريخ لاحق محدد في المستقبل. وعادة ما يلزم كل من طرف بإيداع نسبه معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتم التعامل، من خلاله وذلك أما بشكل نقدي أو شكل أوراق مالية. تجنباً للمشاكل التي قد تحدث نتيجة لعدم قدرة أي طرف منهما على الوفاء بالتزامه، ويتم تداول بهذه الأدوات المشتقة أما في البورصات المنظمة، أو في الأسواق الموازية المتعامل بها على الطاولة. فبالنسبة للعقود المالية التي يتم تداولها بها في البورصات المنظمة فان شروطها تكون نمطية بالنسبة لأجلها وحجمها شروط التسليم².

ثانياً: تاريخ المستقبليات:

تعد عقود المستقبليات من أقدم العقود، إذ تعود إلى مصر القديمة، فكان التعامل فيها في البداية تتركز في المحاصيل الزراعية الغذائية الأساسية مثل القمح والذرة، وظهرت هذه

¹ _ يوسف خروبي .د. محمد الهاشمي حجاج، الهندسة المالية، مطبوعة دروس موجهة 3 ليسانس مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية و تجارية وعلوم تسيير .جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة .2019.2018، ص24.

² _ حاكم محسن الربيعي .د.ميناك هشام الفتلاوي وآخرون .المشتقات المالية (عقود المستقبلات،الخيارات ،مبادلات) ، ب ط ، ب م ن ، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع ،2020،ص18.

العقود في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية القرن العشرين في الأسواق المالية وذلك من طرف مجلس شيكاغو. وتشمل عقود المستقبلات حالياً سندات حكومية و أودنات الخزينة والذهب و القمح ومؤشرات البورصة الأورو و الدولار المنتجات النفطية وغيرها.¹

ثالثاً: مزايا وعيوب العقود المستقبلية:

توفر العقود المستقبلية للمتعاملين فيها عدة مزايا متعددة أهمها:

- المضاربة باستخدام ما يعرف بميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي، إذ يمكن أن يدفع المتعامل في العقود وسواء كان مشترياً أو بائعاً قيمة الهامش حتى يدخل السوق إما مستثمراً يسعى لتحقيق الأرباح أو مضارباً يسعى لتحقيق مكاسب رأسمالية مرتفعة تنتج عن التقلبات السعرية.
- التحوط بهدف تخفيض المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرين والتي تشمل عادة : لمخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية، تقلبات أسعار الأوراق المالية، تقلبات أسعار السلع.
- إذ يتم التحوط إما عن طريق شراء العقد أو عن طريق بيعه، وذلك حسب حالة كل من طرفي العقد.²

رابعاً: خصائص العقود المستقبلية:

- العقود المستقبلية تتصف بمجموعة من السمات التي تجعلها متميزة عن غيرها من عقود المشتقات وهي كالتالي:
- ✓ تتميز بأنها عقود نمطية من حيث تحديد كمية السلع ونوعها وشهر التسليم، ويتم التعامل في العقود المالية المستقبلية من خلال مزاد علني مفتوح في سوق مركزي منظم وعن طريق سمسة.³
 - ✓ لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع)، يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً، تتراوح قيمته عادة بين

¹ _ بياس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحكومة العالمية، مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في القضاء الاورومغاربي، جامعة فرحات عباس ، سطيف. ب. س، ب. ط.

² _ يوسف خروبي، محمد الهاشمي حجاج، المرجع السابق، ص 25.

³ _ سطم صالح حسين، معالجة مشاكل المشتقات المالية في ظل المعايير المحاسبية الدولية وفقاً للشريعة الإسلامية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 05، العراق، العدد 15 ، 2009، ص 163 .

0.1% و 10% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد. ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثم ذلك على رصيد كل منها في سجلاته، وما هو جدير بالذكر أنه لا سبيل للتعامل في سوق العقود المستقبلية إلا من خلال بيوت السمسرة.

✓ تعمل أسواق العقود المستقبلية بنظام حدوث التقلبات السعرية، حيث تفرض حد أدنى وحد أقصى، وذلك حسب العقد محل التعاقد وذلك كل يوم، وفي اليوم الموالي يتم التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم الملغى، ويستثنى من ذلك نوع واحد من العقود لا يطبق عليه نظام الحدود وفي العقود على المؤشرات.

✓ تتميز العقود المستقبلية بإجراء تسوية يومية لمراكز أطراف التعاقد مع كل تغير في سعر العقد الجديد، بل أن بيت التسوية نفسه يقوم بإحلال العقد بعقد جديد، وسعر العقد الجديد يتحدد على أساس التسوية والذي ينشر في صحف المال عن العقود المماثلة.¹

الفرع الثاني: تنظيم تداول العقود المستقبلية.

لكون العقود المستقبلية نمطية يبعد عنها صفة الشخصية عند إبرامها وهي تتمتع بقدر عال جدا من المرونة، وهذا وفر لها إمكانية تداول في البورصة في ظل التشريعات محددة و ضابطة.

أولا - أعضاء أسواق العقود المستقبلية:

هناك مجموعة من الأعضاء المعتمدين الذين يسمح لهم بالتعامل في بورصة العقود المستقبلية وهم كالتالي:

1. **الأعضاء السماسرة:** هم السماسرة الوكلاء الذين يقومون بتنفيذ الأوامر نيابة عن بيوت السمسرة التابعين لها، وقد يكونوا مستقلون يتعاملون مباشرة مع العملاء، ويطلق على بيوت السمسرة في أسواق العقود المستقبلية تجار عمولة العقود المستقبلية وتمثل العمولة العائد الذي يحصل عليه تجار عمولة العقود المستقبلية.

2. **الأعضاء المحليون:** ويطلق عليهم أيضا تجار الصالة ويقومون بتنفيذ الأوامر وعلى هذا فهم يسعون إلى شراء العقود بأسعار منخفضة وبيعها بأسعار أعلى، وبالتالي يتحقق العائد لهم

¹ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005_2006، ص 69.

من خلال الفرق بين أسعار البيع والشراء، ويترتب على وجود تجار الصالة توفير السيولة للسوق نظرا لاستعدادهم للشراء.

3. **الأعضاء المستقلون** : تقوم هذه الفئة بتنفيذ أوامر العملاء الصادرة عن بيوت السمسرة كما أن أهم الحق في الإيجار لحسابهم الخاص، فهم يجمعون بين وظيفة السمسار الوكيل وتاجر الصالة، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى وجود تعارض بين المهمتين ¹.
4. **ثانيا - دار التسوية:**

من أجل ضمان أن تكون المتاجرة بالعقود المستقبلية تتم بطريقة سهلة ومناسبة في سوق المستقبلية فإن لكل بورصة مستقبلية دار تسوية مرتبطة بها. ويعود تاريخ نشوء دار التسوية إلى عام 1925 من لندن هيئة شيكاغو للتجارة ويمكن أن تكون هذه الدار عبارة عن شركة مستقلة أو تعمل من جزء من بورصة المستقبلية . و تضمن دار التسوية التزام جميع الأطراف بتنفيذ التزاماتهم فهي تقوم بدور المشتري أمام البائع ودور البائع أمام المشتري، وهذا يعني أن الصفقة لا تتم بصورة مباشرة بين البائع والمشتري وإنما يتوسط ذلك بيت أو دار التسوية ويعد الجزء المكمل للصفقة.

المطلب الثالث: استخدامات العقود المستقبلية.

يمكن التمييز بين ثلاث استراتيجيات أساسية للتعامل في العقود المستقبلية وهي: التغطية ضد مركز أخذه سيأخذ المستثمر في السوق الحاضر، والمضاربة التي يمارسها المضاربون على العقود المستقبلية بهدف الربح من فروق الأسعار، طالما ليس لهم في الأصل المتعاقد عليه حاجة، و المراجعة التي يمارسها المستثمرون لتحقيق الربح أيضا من خلال استغلال فروق الأسعار بين سوقين مختلفين.

الفرع الأول: التغطية

يقصد بالتغطية في سوق العقود المستقبلية الصفقات التي يعقدها المستثمر تواريخ تنفيذ مستقبلية بهدف التقليل من الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها بسبب تغيرات معاكسة قد

¹ - جما الجويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2002، ص188.

تطراً على ثمن الأصل محل التعاقد، وتستخدم في سوق العقود المستقبلية عدة طرق للتغطية:¹

أولاً - تغطية الشراء: وهي قيام المستثمر بشراء عقد على أصل في سوق العقود المستقبلية بتاريخ تسليم تتفق مع توقيت الحاجة إلى ذلك بما يمكن من مواجهة مخاطر تغير الأسعار. **ثانياً - تغطية البيع:** وتعني بيع عقود مستقبلية لتجنب مخاطر انخفاض أسعار أصل معين، إن هذا النوع من التغطية يلجأ إليه أولئك الذين تضطروهم الظروف إلى شراء أصل معين من السوق الحاضر ثم تخزينه إلى حين الحاجة إليه في الوقت الذي يخشون فيه انخفاض ثمن ذلك الأصل.

الفرع الثاني: المضاربة.

ويكون غرضها تحقيق الربح من خلال التحرك في الأسعار المستقبلية فإذا ما توقع المضارب ارتفاع الأسعار فسيأخذ مركزاً طويلاً لتوقعه تحقيق الربح أما إذا كان توقعه انخفاض السعر فإنه سيأخذ مركزاً قصيراً وذلك في حالة السلع. ويمكن كذلك للمضارب الحصول على الأرباح من الارتفاع أو انخفاض الحاصل في الأسعار الفائدة، وأسعار السوق، أو مؤشرات أسواق الأسهم فعندما يشعر المضارب أنه من المحتمل أن ترتفع أسعار الفائدة أو تنخفض قيمة العملة فسيأخذ مركزاً قصيراً في موجودات مناسبة من خلال بيع عقود مستقبلية.²

المبحث الثاني: عقود خيار.

¹ فرج عبد العزيز عزت، اقتصاديات البنوك: الصناعة المصرفية والمالية الحديثة، البيان للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، مصر، 2002، ص31.

² ميثاق هاتف عبد السادة الفبلاوي، استخدام العقود المستقبلية في التحوط دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية، رسالة لنيل درجة ماجستير إدارة أعمال، جامعة كربلاء، 2004، ص54.

نشأ هذا النوع من العقود في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث كان يجري التعامل بهذه العقود في السوق المالية غير المنظمة من خلال وسطاء ماليين، ثم انتقل التعامل بعد ذلك إلى السوق المنظمة من خلال بورصة شيكاغو في 26 أبريل 1973 م، وسرعان ما انتشرت هذه العقود في البورصات الأمريكية، فالبورصات الأوروبية.

المطلب الأول: ماهية عقود خيار.

وعقد الخيار هو عقد بين طرفين: مشتري ومحرر. ويعطي العقد لمشتري الحق في أن يشتري. من أو أن يبيع إلى المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي، بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية. و للمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد، إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وذلك في مقابل تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه مكافأة أو علاوة. هذه المكافأة تدفع عند التعاقد، وغير قابلة للرد و ليست جزء من قيمة الصفقة.

بعبارة أخرى أنه مبلغ يدفعه المشتري في مقابل حق الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، وحيث أن المشتري يحصل على هذا الحق منذ لحظة توقيع العقد، فإنه يخسر المكافأة في ذات اللحظة.¹

الفرع الأول: نشأة وتعريف عقد الخيار

يعتبر عقد الخيار حق لا يقابله التزام، فهو حق لشراء أو بيع أصل معين وليس التزام، يعتبر من أهم التطورات التي ظهرت في الأسواق المالية، وقد تعامل بها الناس قبل ظهور أسواقها المنظمة، إلا ظهور أول سوق منظمة لها عام.²

أولاً : نشأة عقود الخيار

يعود تاريخ ظهور هذه العقود إلى الأربعينات من القرن التاسع عشر، حيث كان يتم تداولها في السوق الموازية (السوق غير النظامية) وفي بدايات القرن العشرين تم تأسيس جمعية سماسرة عقود الخيارات ثم في عام 1973 تم إنشاء أول سوق منظم للتعامل في الخيارات، وتم تسميته بسوق شيكاغو لتداول الخيارات ومنذ ذلك التاريخ وحتى منتصف عام

¹ _ منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007. ص 5_6.

² _ Liamg Chern, **Financial Mathematics**, Department of mathematics national Taiwan University, Taiwan, p: 02.

1977 تم السماح بالتعامل بعقود خيار البيع، حيث كان التعامل قبل ذلك مقتصرًا على التعامل بعقود خيار الشراء. وقد بينت الحياة العملية أن حجم عقود خيارات الشراء أكبر بكثير من حجم عقود خيارات البيع.

ثانياً: تعريف عقد خيار

الخيارات في اللغة هي الخيار، والخيار اسم مشتق من اختيار يعنى الاصطفاء وطلب تخير الأمر، وخير بين الشئيين أي فوض إليه الخيار.¹

ويعرف عقد الخيار هو عقد بين طرفين، مشتري ومحرر، ويعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو أن يبيع إلى المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي، بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية، وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد، إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وذلك مقابل تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه مكافأة أو علاوة، هذه المكافأة تدفع عند التعاقد، وغير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة.²

و بالطبع هناك بالمقابل على مشتري الاختيار بأن يدفع ثمنًا لهذا الحق بسبب الميزات التي يتمتع فيها من جراء هذا الحق، ويسمى بالمكافأة أو العلاوة التي يستلمها البائع منه. و بالنسبة للبائع فهو ملزم بالتنفيذ في حال طلب منه ذلك مشتري الحق، على عكس مشتري الحق الذي لا يعتبر ملزماً بالتنفيذ إلا إذا رغب هو بذلك (أي إذا كان التنفيذ لصالحه). أما بالنسبة للفترة الزمنية فتكون ضمن اتفاق الطرفين بتاريخ أو فترة مستقبلية، لذا يدرج عقد الاختيار ضمن العقود المستقبلية.³

¹ - مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، تخصص

مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011_2012، ص43.

² - زينب بوقاعة، تسعير الخيارات المالية وفقاً لنموذج بلاك وشولز، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 05_06 ماي 2014، ص 102.

³ - زهرة يونس محمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2006،

ص84.

و يعرف بأنه :عقد يمثل حقاً يتمتع به المشتري، والتزاماً يقدمه البائع، فيدفع الأول ثمنًا مقابل تمتعه بذلك الحق، ويقبض الآخر هذا الثمن مقابل تعهده والتزامه، وينتج عنه أداة قابلة للبيع وللتداول.¹

ثالثاً: مزايا عقود الخيار

توفر عقود الخيار نوعين من المزايا:

- ✓ يحقق عوائد من فروقات الأسعار عند تقلبها في فترات قصيرة، وذلك عن طريق تمكن المتعاملين فيها باستخدام مبالغ قليلة من الأموال للمتاجرة في السوق المالي.
- ✓ التحوط من تقلبات السوق أي انخفاض أسعار أصول محافظ الأوراق الدالية، بالتالي استخدام الخيارات لتجاوز أو لتخفيف مخاطر السوق.²

كما أن دور الخيارات في الحماية أو التحوط ضد لمخاطر الاستثمار يظهر عندما يكون اهتمام غالبية المستثمرين (بشراء بالأوراق الدالية) بتركيز التحوط ضد هبوط العوائد أو ارتفاع أسعار السندات التي سيتم شراؤها في المستقبل، وينطبق ذلك على المقترضين الذين يستخدمون الخيارات لتجاوز لمخاطر ارتفاع تكاليف الاقتراض، ك شراء البنك لخيار البيع عند توقع ارتفاع أسعار الفائدة بأكثر من تكلفة فائدة الودائع، وبالتالي فإنه يعمل تحويل المستقبلات إلى نقود سائلة بهدف شراء عقود أخرى بسعر سوقي أدنى وبذلك يمكنه من تعويض جزء من تكاليف الاقتراض.³

الفرع الثاني: أركان عقود خيار وخصائصها.

تقوم عقود الخيار على عدد من الأركان يجب أن تتوفر لقيامه، كما تتمتع بعدد كبير من الخصائص التي تميزها عن غيرها من العقود.

أولاً: أركان عقود الخيار.

ويتم عقد الخيار إذا توافرت الشروط المتعلقة بالأركان به وهي:

¹ _ مبارك بن سليمان ال فواز، الأسواق المالية من المنظور الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، طبعة الأولى ، 2010، ص98.

² _ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل، عمان، الأردن، طبعة 5، 2009. ص ص 268-269.

³ _ هوشعلي معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر عمان الأردن 2003 . ص161.

1. مشتري الحق (صاحب المركز الطويل) : شخص يقوم بشراء الخيار (بيع / شراء) وله الحق في ممارسه هذا الخيار أو عدمه، في أي وقت قبل أو في تاريخ التنفيذ، نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني.
2. محرر الحق البائع (صاحب المركز القصير): وهو الشخص الذي يقوم بالحق لصالح مشتري الحق نظير مكافأة يحصل عليها منه.
3. سعر التنفيذ (الممارسة): هو سعر المعلن الذي يمكن شراء به الأصل المالي (في حاله خيار الشراء) أو بيعها (في حاله خيار البيع) من قبل صاحب الخيار عند ممارسه عقد الخيار على أساسه تتم التسوية بين طرفي العقد في تاريخ التنفيذ.
4. السعر السوقي: هو سعر الأصل المالي في تاريخ تنفيذ الممارسة الاتفاق أي خلال فترة تحرير العقد وتاريخ التنفيذ.
5. تاريخ التنفيذ: هو تاريخ انتهاء حق المشتري في الخيار، على انه قد لا يحق للمشتري تنفيذ العقد إلا في هذا التاريخ، وهو ما اصطلح على تسميته بعقد الخيار الأوروبي، وقد يحق له تنفيذ في أي وقت خلال الفترة الممتدة من تاريخ التعاقد إلى التاريخ المحدد للتنفيذ، وهو مصطلح على تسميته بعقد الخيار الأمريكي.¹
6. ثمن الخيار (العلاوة أو المكافأة): وهو المبلغ الذي يدفعه المشتري الخيار لمحرر مقابل تمتعه بحق الخيار، والتزام المحرر بالتنفيذ، وهذا الثمن لا يسترد بأي حال من الأحوال، سواء مارس المشتري حقه في الاختيار، وذلك ببيع أو شراء الأصل مالي النصوص عليه في العقد أو لم يمارسه.

ثانياً: خصائص عقود الخيارات المالية

تتميز عقود الخيار بخصائص كثيرة التي تميزها غيرها من الأدوات المشتقة ومن أهم هذه الخصائص هي كالتالي:

¹ _ مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الثاني ، دار الكنوز اشبيليا للنشر والتوزيع ، السعودية، 2005.

1. عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها وعدم تنفيذها ونظير هذا الحق فإن مشتري عقد الخيار يدفع مبلغا خلال مدة العقد ويسمى ثمن الخيار بالعلوة أو المكافأة.
2. عقد الخيار قابل للتداول فيحقق للصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية للأصل محل العقد.
3. تمتاز عقود الخيار بأنها معروف خسارة مسبقا فأقصى ما يخسره صاحب العقد هو ثمن الذي دفعه لممارسه حق الخيار بالكامل فقط إذا لم ينفذ العقد.
4. يمكن عقد الخيار صاحبه إمكانيه الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل لا يدفع من قيمتها إلا قيمه حق الخيار لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل.¹
5. عقود الخيارات عقود محددته تحقق المعرفة الكاملة لمستخدميها سواء لإتمام العقد أو عدم إتمامه.
6. إعتقاد الخيار على فكره الرفع المالي، حيث أن المستثمر في سوق الخيار يمكن أن يحقق نفس الأرباح التي يحققها في السوق الحاضر ولكن حجم الاستثمار في السوق الحاضر يفوق كثيرا حجم الإستثمار في الخيار، مما يعني ارتفاع معدل العائد على المال المستثمر في سوق الخيار بمراحل تفوق معدل العائد على المال المستثمر في سوق الحاضر، أما في حاله خسائر حامل الخيار فأنها قد تؤدي برأس المال المستثمر في الخيار بالكامل ومن هنا ينطوي الاستثمار في الخيار على درجه كبيره من الرفع المالي.²

الفرع الثالث: أنواع عقود خيار.

يمكن تقسيم الخيارات إلى عدة أنواع آخذة بعدة معايير:

أولا: الأنواع الرئيسية: حيث تقسم إلى : خيارات الشراء وخيارات البيع والمزدوج.

¹ عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية_أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2003، ص414_416.

² عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك و المؤسسات المالية، دار طيبة، مصر، 2006، ص110.

خيار الشراء: يعطي خيار الشراء مالكة الحق في شراء عدد من الأصول المالية في تاريخ معين بسعر معين.¹ وبما أن الخيار هو حق، فإن حصول المستثمر على هذا الحق ليس من دون مقابل، حيث يدفع إلى بائع ذلك الخيار مبلغاً من المال يطلق عليه سعر الخيار، أو العلاوة وهذا المبلغ ثابت ويتم تحديده في بداية التعاقد وفقاً لقوى العرض والطلب في سوق الخيارات.² ويأخذ مشتري خيار الشراء وضعاً طويلاً الأجل في حين يأخذ محرر (بائع) خيار الشراء وضعاً قصيراً الأجل.³

• **خيار البيع:** وكما هو الحال في خيار الشراء، فإن حصول المستثمر على خيار البيع ليس بدون مقابل، حيث يدفع إلى بائع ذلك الخيار مبلغاً من المال يطلق عليه سعر أو علاوة الخيار.

ومما يجدر الإشارة إليه أن خيار البيع تزيد قيمته كلما انخفض سعر السهم، لأنه يتيح لحامل الخيار بيع السهم بسعر التنفيذ، رغم انخفاض السعر السوقي للسهم (وهو الضرر المتوقع). أما إذا لم ينخفض سعر السهم، فإن كل ما سيخسره حامل الخيار هو سعر الخيار أو العلاوة التي دفعها في بداية التعاقد.⁴

▪ **الخيار المزدوج:** يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء بمقتضاه يصبح حامل الحق في أن يكون مشترياً للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعاً لها، وذلك مرهوناً بمصلحة المشتري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شاربياً وانخفضت إذا كان بائعاً، ومع تعاضد المخاطر التي يتعرض لها بائع الخيار فإنه يتقاضى ضعف ثمن مكافأة خيار الشراء أو البيع.

¹ _ John c. Hull, **Options, Futures, & other Derivatives**, prentice hall , toronti, 5th edition, 2003., p: 06

² _ أسعد حميد عبيد العلي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 18.

³ _ زهير بشنق، العمليات المالية المصرفية الإلكترونية، إتحاد المصرف العربية، بيروت، لبنان، 2006، ص 125.

⁴ _ أسعد حميد عبيد العلي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 18.

ثانياً: أنواع الخيارات حسب تاريخ التنفيذ: تقسم إلى

- **خيارات أمريكية:** هي عقود يسمح فيها لصاحب العقد بأن يمارس حقه في شراء أو البيع في أي وقت في الفترة بين شرائه للعقد وتاريخ انتهاء صلاحية العقد.¹
- **خيارات أوروبية:** وهو يشبه عقد الخيار الأمريكي ما عدا موعد التنفيذ حيث يكون حامل حق الخيار محصوراً في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار، ولا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ. علماً أن هذه التسمية لا ترتبط بالبلد الذي يتم التعامل فيه بهذه العقود أي أن هناك خيارات أوروبية يمكن التعامل في شيكاغو وهناك خيارات أمريكية يمكن التعامل بها في باريس.²
- هي عقود يكون فيها لمشتري العقد الحق في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء صلاحيته، أي أن هذا الخيار يتمثل في الالتزام بممارسة الحق في تاريخ المحدد والمتفق عليه.³ و يكون فيها الحق لحامل العقد أن ينفذ عقده فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد (أي في يوم واحد).
- كما يوجد خيارات أخرى من مميزاتهما بين خصائص الخيار الأوروبي والخيار الأمريكي.

المطلب الثاني: تسعير عقود خيار .

تم إستعمال العديد من النماذج لتقييم الخيارات، لاسيما تلك المتعلقة بالخيارات على الأسهم العادية، في مختلف الأسواق المالية العالمية وأسواق الخيارات تحديداً، من الأمثلة على ذلك: النموذج الثنائي ونموذج بلاك و شولز .

الفرع الأول: نموذج ثنائي لتسعير عقود خيار .

يعتبر النموذج المنفصل أو النموذج ذو الحدين النموذج الأكثر أهمية في تسعير الخيارات الحالية من ناحية أنه يعطي مفاهيم أفضل لسيرورة الخيار، وذلك راجع لكونه يقوم

¹ _ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر)، مرجع سابق، ص50،

² _ نعيمة بارودي، بين الهندسة وإعادة أي تصميم سيتناسب مع عقود الاختيار لتصبح عقوداً شرعية، ورقة بحثية ضمن الملتقى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 5_ 6، ماي 2014، ص 104 .

³ _ هوشرو معروف، المرجع السابق، ص159 .

على رسم بياني أو شجرة قرار تسمح بتمثيل المسارات المختلفة لسعر الأصل الضمني خلال مدة صلاحية الخيار.

الفرع الثاني: نموذج بلاك و شولز

بلاك و شولز اقترحا النموذج الذي أخذ فيما بعد اسميهما حيث لقي تطبيقا كبيرا وسط المحللين الماليين، والذي كان خاصا بالخيارات الأوروبية التي على الرغم من أن الخيارات الأمريكية كانت ولا زالت الخيارات المالية الأكثر تداولاً في الأسواق العالمية، ثم بعد ذلك تم إضافة عنصر توزيع الأرباح في نموذج سمي بلاك-شولز- ميرتون **BSM**. لا يسعر نموذج بلاك شولز خيارات البيع، لكن يمكن إيجاد سعر خيار البيع عن طريق نموذج تسعير خيار الشراء ثم استعمال مبدأ تكافؤ خيار الشراء وخيار البيع.¹

المطلب الثالث: تنظيم سوق الخيارات.

شهدت أسواق الاختيارات نمواً سريعاً طيلة السنوات الماضية خاصة بعد تأسيس سوق شيكاغو لتداول اختيارات الشراء على الأسهم سنة 1973 م، وهو أول سوق منظم لتداول هذا النوع من الأدوات المالية كما تم تأسيس أسواق مماثلة بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 1976م لتداول اختيارات الشراء على الأسهم أما في سنة 1997 م فقد تم إدراج اختيارات البيع على الأسهم في جل أسواق الاختيارات الأمريكية.²

كما تم في الثمانينات إدراج أنواع جديدة من الاختيارات تخص ليس فقط الأسهم، بل سندات الخزينة الأمريكية للعملة الأجنبية، والسلع والبضائع ومؤشرات قياس الأداء في أسواق الأسهم. قاد كل "chicagoboard option exchange" إلى نجاح سوق شيكاغو لتداول الخيارات والمراكز المالية الدولية لإنشاء أسواق مماثلة حيث أنشئ سوق بكندا في كل من أستراليا وسيدني، كما افتتح السوق الأول الأوروبي في 4 أبريل 1978 Vancouver وفي بريطانيا تم تداول خيارات على القيم المنقولة "European option exchange" d'Amester في 21 أبريل 1978م وذلك عقب التجديدات المتخذة من طرف سلطات

¹ - أسعد حميد عبيد علي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 176 .

² - هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على الخيارات المالية، المرجع السابق، ص-186

البورصة بأمستردام ولندن، وفي فرنسا افتتح سوق الخيارات بباريس في 10 سبتمبر 1987م.

الفرع الأول: تنظيم وإدارة سوق عقود الاختيار.

تم تداول عقود الخيار لأول مرة في بورصة منظمة عام 1973 ، ولقد انتشر استخدام هذه الخيارات فيما بعد على نطاق واسع عبر العالم، وتعود نشأة هذه العقود أساسا إلى سوق السلع حيث كان المنتجون يهدفون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار لذلك يشترون هذا الحق ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محددين مقابل تعويض للتجار.

أولا -أنواع أسواق الاختيار

1. الأسواق المنظمة: كان التعامل في اختيار البيع والشراء منذ مئات السنين يتم في السوق غير المنظمة أو من خلال مكاتب التجار وبيوت السمسرة، حيث يلعب التاجر أو السمسار دور الوسيط بين مشتري الاختيار ومحرره .حيث يساعد الوسيط الطرفين على التفاوض والوصول في النهاية إلى اتفاق بشأن تاريخ التنفيذ، وسعر التنفيذ ومقدار المكافأة وبالتالي يصعب تنميط العقود في السوق غير المنظم .أنشأ أول سوق منظم للتعامل في الاختيار في مدينة شيكاغو عام 1973 م ، وقد عملت هذه السوق على إدخال تعديلات على الأسس التي تقوم عليها التعامل في السوق غير المنظمة تتعلق هذه التعديلات بشروط التعاقد وتحديد المسؤولية عن الصفقات.

1.1. التعديلات في شروط التعاقد: عمدت بورصة شيكاغو إلى تنميط شرطين أساسيين في تلك العقود هما تاريخ وأسعار التنفيذ حيث جعلت سعر التنفيذ هو سعر السهم في السوق مقربا بمضاعف قدره 5 للسهم الذي قيمته أقل من 100 دولار، ومقربا بمضاعف قدره 10 للسهم الذي تزيد قيمته عن 100 دولار.

1.2. تحديد المسؤولية عن الصفقات: سعت بورصة شيكاغو من البداية إلى إنشاء مؤسسة تتولى عملية إصدار الاختيار وتكون مسؤولة عن كل اختيار يتداول في البورصة، وبناء عليه يمول نشاطها (O.C.C : option clearing corporation) أنشئت مؤسسة تسوية أو تصفية الاختيار الآن في كافة الأسواق المنظمة للاختيار، وفي ظلها لم يعد المشتري يهتم بشخصية الطرف الذي حرر الاختيار، طالما أن

المسؤولية الكاملة عن الاختيار المصدر تقع على تلك المؤسسة، وهي تعمل كوسيط بين مشتري الاختيار ومحركه فهي المشتري بالنسبة للمحرر وهي المحرر بالنسبة لمشتري الاختيار كما تعمل أيضا هذه المؤسسة على التوفيق بين المحررين الذين يرغبون في بيع الاختيار والمشتريين الذين يريدون رغبتهم في شرائه، إضافة إلى تعيين المحرر الذي يعهد إليه بتنفيذ اختيار ما، إذا ما طلب أحد المشتريين تنفيذه.¹

2_ الأسواق الموازية للخيارات: قبل إنشاء بورصة شيكاغو للخيار في عام 1973 ، كان التعامل في خيار البيع والشراء منذ مئات السنين، يتم في السوق غير المنظم أو ما يطلق عليه بسوق التعامل على المنضدة من خلال مكاتب التجار وبيوت السمسة ، حيث يلعب التاجر أو السمسار دور الوسيط بين مشتري الخيار ومحرر الخيار ونادرا ما يبدي استعداداه لأن يلعب بنفسه دور المشتري أو المحرر .ويتم دور الوساطة من خلال إعلان التاجر أو السمسار في الصحف المتخصصة عن إستعداده لإبرام الصفقات أي إستعداده لمساعدة الأطراف (مشتريين ومحررين) على التفاوض والوصول في النهاية إلى إتفاق بشأن تاريخ التنفيذ، وسعر التنفيذ ومقدار المكافأة وإن كانت نتيجة الاتفاق تتوقف على القوة التفاوضية للطرفين.

ثانيا - دور مؤسسة التسوية في أسواق الاختيار.

تتمثل مسؤوليتها فيما يلي:²

1. إصدار الاختيار: يصدر الإختيار لكافة البورصات في الولايات المتحدة الأمريكية عن طريق مؤسسة وإن كان هذا لا يعني أنها هي المحرر الفعلي لعقود الإختيار، و أن دورها لا يخرج عن كونه وساطة بين المستثمرين والمحررين، فهي تمثل المحرر بالنسبة للمشتري، وتمثل المشتري بالنسبة للمحرر ولا يعني إصدار الإختيار أن توجد شهادة في يد مشتري الاختيار فالتعامل في الاختيار يتم دون شهادات ملكية، وإن ما يحدث فعلا هو قيام مؤسسة تسوية الاختيار بتسجيل كل عملية، والمبالغ المالية التي تضمنتها في حساب أعضائها من

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع نفسه، ص 184-186 .

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر :الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات الجزء

الثالث: عقود الخيارات، مرجع سابق ذكره ، ص ص 612_ 617.

السماسة وفي المقابل يسجل كل سمسار حركة حساب عملائه إضافة أو خصما وفي غياب شهادات الملكية يسهل تنفيذ أوامر الشراء والبيع وتزداد سيولة أسواق الاختيار .

2. تنفيذ وتسوية الأوامر: يتمثل دور مؤسسة التسوية في تسوية الأوامر في قيامها في حالة ما إذا قام أحد المستثمرين ببيع الاختيار الذي يملكه بتحويل الملكية إلى آخر ويكون المستثمر الأول قد أبرم معاملة إقفال أي أقفل مركزه ولم يعد طرفا في أي معاملة على ذلك الإختيار. أما إذا قرر المستثمر تنفيذ إختيار الشراء الذي يملكه وأخطر السمسار الذي يتعامل معه بذلك، سيقوم السمسار بإرسال إخطار تنفيذ لمؤسسة التسوية لتقوم بدورها باستخدام الحاسوب في الإختيار العشوائي لأحد محرري الاختيار محل التعامل والذي لم يقفل مركزه بعد وذلك لتنفيذ الإختيار هذا مع ملاحظة أنه إذا ما أصر المستثمر الذي يريد تنفيذ الإختيار على ألا تكون تصفية الصفقة نقدية، أي أصر على إستلام الأسهم محل عقد الإختيار، وفشل المحرر في التسليم، حينئذ تتدخل المؤسسة بالعمل على الحصول على الأسهم وتسليمها للمشتري.

الفرع الثاني: استخدامات عقود خيار.

تتجلى إستراتيجيات عقود الخيار في البيع والشراء على إختيار الشراء والبيع والشراء على إختيار البيع . سنحاول إيضاها من خلال هذا الفرع.

أولا: إستراتيجية البيع والشراء على إختيار الشراء

1. شراء إختيار شراء: يلجأ المستثمر إلى شراء حق إختيار الشراء لحماية إستثماره من مخاطر إرتفاع القيمة السوقية للأصول المالية التي يمتلكها أو يرغب في امتلاكها مستقبلا، فهو بامتلاكه هذا الحق يلزم المحرر على تنفيذ الاتفاق إذا ما ارتفعت أسعار الأصول خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه في العقد، ففي هذه الحالة يضمن المستثمر حصوله على الأصول محل الاتفاق بسعر التنفيذ بغض النظر عن الارتفاع الذي يصيب أسعار تلك الأصول، ومقابل حصوله على هذا الحق يدفع المشتري مكافأة للمحرر.¹

¹ _ عبد القادر بلطاس، إستراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، منشورات ليجوند، الطبعة الأولى، برج الكيفان، الجزائر، 2009، ص144 .

أي انه لا يتم تنفيذ الخيار إلا إذا كان الخيار مربحا تنفيذ الخيار بثلاثة طرق: تنفيذ الخيار قبل أو ، عند حلول تاريخ الاستحقاق ،التخلي عن الخيار عند الإستحقاق) إنتهاء صلاحية الخيار (أو عن طريق إعادة بيع الخيار قبل الإستحقاق .

2. بيع اختيار الشراء: إن المستثمر الذي يتبع هذه الإستراتيجية هو المستثمر الذي يتوقع إنخفاض سعر السهم الضمني أي عدم تحقيق أرباح على المدى القصير نتيجة ضعف أداء السهم الضمني .وقبل بيع خيارات الشراء يجب على المستثمر أن يكون قادرا على بيع الأصول المالية المعنية في الحالة أين المشتري يقرر تنفيذ عقده ، كذلك يجب عليه أن يضمن خيارات شرائه إما بواسطة إيداعات نقدية أو بقيمة البيع الهامشي للأصول المالية ، وعدد عقود الشراء المصدرة يجب أن تكون ذات علاقة مع عدد الأوراق المالية التي يستطيع المستثمرون بيعها.

ثانيا: إستراتيجية البيع والشراء على اختيار البيع

1. شراء اختيار البيع: يحقق مشتري اختيار البيع أرباحا إذا هبطت أسعار الأسهم، ومع هبوط سعر السهم عن سعر التنفيذ يزداد العائد المتولد عن اختيار البيع، وكلما كان انخفاض الأسعار كبيرا كلما زاد العائد بالنسبة لمشتري اختيار البيع عند انتهاء صلاحية العقد.

2. بيع اختيار البيع: في اختيار البيع يكون ربح المحرر محدودا بقيمة المكافأة التي يحصل عليها إذا إرتفعت الأسعار أي أن المستثمر يلجأ إلى تنفيذ الاتفاق ، ولكن بإنخفاض الأسعار سيحقق محرر إختيار البيع خسائر غير محدودة.¹

¹ _1- بلطاس عبد القادر ، مرجع سبق ذكره، ص153 .

المبحث الثالث: عقود المبادلات.

ويطلق عليها أيضا عقود المقايضة وهي إحدى أدوات إدارة المخاطر ،إن التعامل بعقود المبادلات يتم في الأسواق غير المنظمة أو غير الرسمية ,ولذا فهي لا تخضع لشروط نمطية محددة ,كما هو الحال في العقود المتداولة في الأسواق المنظمة أو الرسمية بل يمكن لكل من طرفي العقد إتمام الشروط.

وهذا ما سنتحدث عنه في هذا المبحث من ماهية هذه العقود وأنواعها وأهم استخداماته.

المطلب الأول: ماهية عقود مبادلة.

يمكن إرجاع نشأة عقود المبادلات إلى عام 1970 م ,عندما طوّرت تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية .في حين كان أول عقد مبادلة لأسعار الفائدة قد حدث في عام 1981 م نتيجة اتفاق بين شركة IBM مع World Bank ومنذ ذلك التاريخ نمت هذه السوق بسرعة.¹

الفرع الأول: تعريف عقود المبادلة.

فيعد عقد المبادلة من أهم عقود المشتقات المالية، إذ هو القاسم المشترك في كل أنواع المشتقات المالية نظرا لوجود مبادلات لأسعار الفائدة والصرف والسلع والأسهم، إلى جانب عقود خيار المبادلة، كما أن له أهمية كبرى في التحوط من تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية.

أولا: تعريف عقود المبادلة

هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية في الحاضر، على أن يتم التبادل العكسي للأصل في تاريخ لاحق محدد مسبقا .وأهم هذه العقود عقود معدلات العائد والعملات². أو بطريقة تتضمن عقود المبادلة إتفاقا بين طرفين يتنازل بمقتضاه كل منهما للآخر عن مركزه القانوني لمدة محددة يعود بلفتهاها الحال لما كان عليه

¹ محسن سميرة . المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية _ دراسة حالة البنك BNP PARIBAS". رسالة ماجستير غير منشورة ,جامعة منتوري ,الجزائر , 2006 ص 86 .

² بلعزوز بن علي، " استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، عدد 07. جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر 2009/2010، ص 3 .

قبل التعاقد، ويمنح هذا العقد للمتعاملين في أسواق رأس المال الفرصة للحصول على تمويل بتكلفة منخفضة وفقا لظروفهم التي قد لا تلائم الأسواق الدولية.

فقد عرفها صاحب معجم المشتقات: " بأنها تتضمن تبادل المدفوعات بين طرفين بغرض نقل المخاطرة من طرف إلى آخر سواء بقصد التحوط أو لأسباب مضاربية.¹ وتعرف بأنها هي اتفاق طرفين على تبادل التزامات الدفع، أو التدفقات النقدية أو العوائد لأصول أو أدوات مالية لمدة محددة . كالمبادلة عائد متغير بعائد ثابت، أو مبادلة العائد من عملة بعائد من عملة أخرى، أو مبادلة عائد متغير بعائد متغير، كعوائد أسهم بعوائد أسهم أخرى. (equity swap).²

ثانيا: أركان عقد المبادلة :وهي كالآتي:

طرفي العقد؛ الوسيط المالي، الأصل أو الالتزام محل التعاقد، قيمة المدفوعات أو المقبوضات الدورية محل المبادلة، العملة التي تسدد المدفوعات أو تحصل المقبوضات، السعر الآجل للمبادلة المتفق عليها، مدة سريان العقد.³

الفرع الثنائي:مميزات عقود مبادلة.

- هناك عدة أسباب لاستخدام هذا الكم الهائل من عقود المبادلات ومن أبرزها⁴:
- الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المعلومة وتلك الثابتة لمنشأتين.
- كما أنها منخفضة التكلفة.
- تعتبر أداة لإدارة المخاطر و التحوط ، ولاسيما مخاطر تغيير أسعار الفائدة و معدلات صرف العملات الأجنبية وذلك سنراه لاحقا.
- وهي تتميز بمرونة عالية، فكثير من المنشآت تضع مرونة المبادلات موضع الاعتبار فتستطيع أن تصدر سندات سعر فائدة معلوم وإذا ما شعرت بالخطر فأنها تقوم بتحويلها إلى سندات ذات عائد ثابت.

¹ سمير عبد الحميد رضوان 'المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها', مرجع سابق ذكره، ص 239 .

² _عبد لعظيم أبو زيد، التحليل الفقهي و المقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي 2014م هـ 1435، ص 10.

³ _ قرفي، محاضرات في اسواق راس مال،المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف،ميلة، بدون صفحة،بدون سنة.

⁴ _سمير عبد الحميد رضوان ,مرجع سابق ص ص 239_ 240.

والعقود المبادلة عدة خصائص التي تتصف بها وهي:

- عقود ملزمة لطرفين .
- وهي عقود غير نمطية ، وإنما تفضل حسب رغبة الزبون، لذا يتم التعامل بها في الأسواق الموازية.
- يتم التعاقد بصورة مباشرة أو غير مباشرة بين طرفي العقد.
- كما أنها تركز على تبادل تدفقات في اغلب الأحيان فضلا عن تبادل الموجودات في أحيانا أخرى.
- وتوفر إمكانيه التحوط من المخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف العملات الأجنبية.
- لا تتضمن دفع العلاوات .

ولكن بالرغم من ذلك فهي كغيرها من المشتقات المالية لها مجموعه من المزايا تتصف بالمجموعة من العيوب فمثلا:¹

- ✓ لا تخضع لرقابه السوق المنظم.
- ✓ تنطوي على مخاطر الائتمانية كبيره.
- ✓ يصعب قياس المخاطر الناتجة عنها .
- ✓ تكون في بعض الأحيان معقده.

المطلب الثاني: أهم أنواع عقود المبادلات

- تسري عقود المبادلات على عدة أدوات من أهمها:
- عقود مبادلة أسعار الفائدة.
- عقود مبادلة العملات.

الفرع الأول: عقود المبادلة على أسعار الفائدة

وعقود مبادلة سعر الفائدة **Interest Rate** تشكل أكثر من 60 % من قيمة سوق المشتقات غير النظامي . ولكن عقود مبادلة سعر الفائدة هي فقط نوع واحد من أنواع كثيرة للعقود التي تجمع بين عناصر العقود الآجلة، وعقود المستقبلية، وعقود الخيارات، على

¹ _ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص92.

سبيل المثال، شركة تقترض مالياً بمعدل فائدة متغير، وبالتالي فهي تكون عرضة لأسعار الفائدة المتزايدة. ومع ذلك فهي تستطيع خفض المخاطرة عن طريق شراء تغطية أو حماية لمواجهة التغيرات الحاصلة في معدلات أسعار الفائدة، والتي هي في الأساس عقد خيار يعود بثمنه متى تجاوزت أسعار الفائدة عن حد معين ما. ويمكن أن تختار شركة ما شراء عقد خيار، والذي يعتمد أداؤه ليس على كيفية أداء أصل واحد، ولكن يعتمد أداؤه على أفضل أو أسوأ أداء لأصلين (أو حتى أكثر من أصلين)؛ ويطلق على ذلك بعقد الخيار البديل **Alternative Option**.¹

اولاً: ماهية مبادلة أسعار الفائدة.

بعض من أنواع العقود هذه يشار إليها بأنها "هجينة **Hybrids**" لأنها تجمع عناصر من عدة أنواع أخرى من العقود. وكلها هي مؤشرات على براعة المشاركين في الأسواق المالية اليوم، والذين يقومون على الدوام بخلق منتجات جديدة ومفيدة لتلبية الاحتياجات المتنوعة للمستثمرين. إن هذه العملية تعمل على خلق منتجات مالية جديدة يشار إليها باسم "الهندسة المالية". **Financial Engineering** وهذه الأدوات الهجينة تمثل آثار التقدم، والتطور في النظام المالي. وهي أمثلة للتغير والتجديد والإبداع، التي قادت إلى تحسن الفرص في مجال إدارة المخاطر.²

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقرضين ومستثمرين حول تقلب أسعار الفائدة السوقية والمخاطر الناجمة عن ذلك والتي قد تؤدي إلى الإفلاس من جهة ثانية.

-الطريقة المباشرة:

إذ تتم ظروف العقد في هذه الحالة دون وجود وسيط، فالطرف الذي يرغب في استبدال معدل الفائدة يلجأ إلى الطرف الآخر مباشرة.

-الطريقة الغير المباشرة:

¹ _ مقدمة عامة عن المشتقات المالية وإدارة المخاطر،

https://www.daralfiker.com/sites/default/files/books_first_chapter/thgg.pdf

² _ المرجع نفسه. نفس صفحة.

و تتم من خلال هذه الطريقة عملية استبدال معدلات الفائدة بوساطة، أي تتوفر ثلاث أطراف في عقد المبادلة، إذ يتم من خلال تحويل لسطر من طرف سواء كانت منشأة أو بنك إلى طرف آخر¹.

مبادلة وعقد أسعار الفائدة هو عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد بموجب فترات منتظمة.

أ - عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة: وهو النوع الأكثر انتشاراً في هذه ويسمى Plain vanilla (الوجبة السهلة أو الفانيليا السادة)، وفيه يوافق أحد الأطراف الداخل في المبادلة على أن يدفع سلسلة معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة ويتحدد هذا المعدل في كثير من الأحيان وفقاً لمعدل الفائدة للتعاملات بين المصارف في لندن LIBOR (London Inter- Bank Offering Rate). وتغطي اتفاقية المبادلة فترة معينة وهي التي تحدد لسداد الفوائد والتي تمثل فحوى عقد المبادلة. ويتحدد مقدار المدفوعات الدورية على أساس مبلغ وهمي أو اعتباطي وهذا الأصل الوهمي يمثل كمية نظرية أو اسمية تستخدم كمقياس لتحديد مقدار التدفقات النقدية التي تُسدد وفقاً لاتفاقية المبادلة.

تتم التسوية لعقود المبادلة على أساس دوري متفق عليه (كل ثلاثة أشهر، كل ستة أشهر...) وهي كما أشرنا سابقاً لا تتم بصفة يومية لذلك تسمى الأرباح والخسائر المتولدة عن عقد المبادلة بالأرباح والخسائر الورقية.

ب - عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد:

وهي عبارة عن عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا.

ت - عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد: وهي عقود مبادلات تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت محددة بحد معين.

ثانياً: تسعير و تقييم عقود مبادلة معدلات فائدة .

تجمع عقود المبادلات الأسلوب المزدوج في التقييم حيث تضم كلا من الأسعار الثابتة والتي يتم الاتفاق عليها في بداية التعاقد والأسعار المعلومة والتي تعتبر مجهولة لحركات

¹ محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم والسندات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، ص 329.

الأسواق، والاعتماد على تقديرات تقريبية للأسعار المعلومة لكن الاعتماد على بعض المؤشرات منها:

❖ القيام بعملية المتابعة الدورية لسندات الحكومية التي تعاد فوائدها بشكل دوري ولمجال واسع من فئات التسديد، باعتبار أن ثبات أسعار فوائد هذه السندات لا يمنع تقلب عوائدها في الأسواق المالية.

❖ إعتداد مؤشر السعر الآجل والذي يتم اشتقاقه من خلال المقاصة بتُ السعر الحالي في السوق والسعر الآجل، ومن هنا منحى العائد الآجل والذي يعتمد بشكل رئيسي على ما توفره الأسواق من معلومات حول العوائد المقلدة من الأدوات المتداولة، وبذلك يمكن الوصول إلى السعر المعلوم، وذلك باستخدام منحى العائد أما عن كيفية الوصول إلى السعر الثابت، فإن هذا المنحنى لا يكفي وذلك لان القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية في البداية تكون مساوية للصفر، وهنا يمكن اشتقاق قيمة مدفوعات العوائد الثابتة من مدفوعات العائد المعلوم ثم يخصم التدفق النقدي الصافي لكل فئة بمعدل ملائم.¹

الفرع الثاني: مبادلة أسعار الصرف.

ويمكن تعريف سعر الصرف على أنه عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية أو هو عدد الوحدات من العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الوطنية.²

يعتبر سعر الصرف عن عدد الوحدات النقدية الذي تبديل به وحدة من العملة المحلية إلى أخرى أجنبية.³

وتتضمن عملية مبادلة بين عملتين معينتين في شراء إحدهما وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر

¹ يوسف خروبي د. محمد الهاشمي حجاج مطبوعة دروس حول الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 28.

² موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى و ياسر المومني، المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 43.

³ عبد الحميد قدي، المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية (دراسة تحليلية تقييمية)، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص 103.

الأجل) الذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض لكل من العملتين.¹
 اولا: ماهية مبادلة عملات.

تتمثل عملية المبادلة بين عملتين معينتين، في شراء أحدهما ولتكن العملة (س) وبيع الأخرى ولتكن العملة (ص) على أساس السعر الفوري لكل منهما، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (الأجل) والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين.
 ومعظم عقود المقايضة الكبيرة تنشأ بين البنوك، فمثلاً إذا كان لدينا بنكين أحدهما لديه فائضاً من الدولار في حين عليه أن يسدد التزامات استحققت عليه بالجنيه الإسترليني، في حين أن بنكاً آخر ب لديه فائضاً من الجنيه الإسترليني وعليه التزامات استحققت بالدولار. في مثل هذه الحالة فإنه من مصلحة كلا البنكين الدخول في عقد مقايضة للعملتين الدولار والجنيه الإسترليني. إذ بالإضافة إلى ميزة تخفيض تكلفة التمويل لكل منهما يحقق عقد المقايضة للطرفين ميزة التحوط من مخاطر تقلب أسعار الصرف.

❖ وتتخذ عقود مقايضة العملات شكلين:

- أ - عقود مقايضة متوسطة أو طويلة الأجل: تحدث في أسواق رأس المال ويطلق عليها مصطلح مقايضات رأسمالية ويغلب على أغراضها الطابع التحوطي أكثر من طابع المضاربة. وتلجأ إليها عادة المؤسسات المالية بهدف الاقتراض الطويل الأجل من أسواق رأس المال.
 ب - عقود المقايضة القصيرة الأجل: وتحدث في أسواق النقد ويتعامل فيها المضاربون لأغراض تحقيق الأرباح من جراء تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات.²

الفرع الثالث: عقود مبادلات عملات.

تتمثل عملية المبادلات بين عمليتين معينتين ، في شراء إحدهما و لتكن العملة X و بيع الأخرى و لتكن (y) أساس السعر الفوري لكل منها، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى

¹ بن رجم محمد خميسي، مرجع سابق. ب ص..

² عاطف فرحة، إدارة المشتقات المالية، رسالة ماجستير إدارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2010_2009، ص23-24.

و شراء الثانية بموجب سعر المبادلة (الأجل) والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع و الإقراض بالنسبة لكل من العملتين. ومعظم عقود المبادلة الكبيرة تنشأ بين البنوك، فمثلاً إذا كان لدينا بنكين (A) أحدهما لديه فائض من الدولار في حين عليه أن يسدد التزامات استحققت عليه بالجنيه الإسترليني في حين أن بنك آخر (B) لديه فائض بالجنيه الإسترليني وعليه الالتزامات بالدولار والجنيه الإسترليني، إذا بالإضافة إلى ميزة تخفيض تكلفة التمويل لكليهما يحقق عقد المقايضة للطرفين ميزة التحوط من مخاطر تقلب أسعار الصرف.¹

وعليه تتلخص أهم الاختلافات ما بين مبادلة الصرف و مبادلة العملات في النقاط التالية:

- ✓ مبادلات الصرف هي أدوات قصيرة الأجل، في حين أن مبادلات العملات هي عموماً تعقد لفترات طويلة.
- ✓ لا يوجد تبادل الفوائد في مبادلات الصرف، في حين يوجد ذلك في مبادلات العملات.
- ✓ في مبادلة الصرف يعتمد التبادل النهائي) عند إستحقاق العقد (على سعر الصرف الأجل، أما في مبادلة العملات فيعتمد على سعر الصرف الجاري عند الإستحقاق $t=0$ سعر الصرف الجاري، و ذلك إما سعر الصرف الجاري للفترة.²

خلاصة الفصل:

.. نستخلص من قراءتنا لهذا الفصل أن:

- ❖ التعامل في عقود المشتقات يتم من خلال إستراتيجيتين أساسيتين هما:
- ✓ إما للتغطية والتي يلجأ إليها المستثمر الذي يمتلك أصلاً ما أو يريد أن يمتلكه فعلاً من أجل حماية مركزه من المخاطر.

¹ - ماهر كنج شكري ، مروان عوض ، مرجع سابق، ص354 .

² - منية فزيز ، المشتقات المالية كأداة لتغطية مخاطر السوق المالية (دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006_2010) مذكرة مقدمة لإستكمال لمتطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير ، غير منشورة جامعة ورقلة ،الجزائر، 2010_2011، ص29 .

✓ وإما للمضاربة التي يلجأ إليها المضارب الذي لا يكون هدفه امتلاك الأصل وإنما يبحث فقط على الاستفادة من فوارق الأسعار ومن أثر الرفع المالي العالي الذي يتسم به التعامل في عقود المشتقات.

- العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين على تسليم أو تسلم أصل ما في تاريخ مستقبلي، وسعر يحدد عند الاتفاق. ويتميز العقد المستقبلي بكونه ملزم للطرفين.
- عقد الاختيار هو أيضا اتفاق بين طرفين على تسليم أو تسلم أصل ما في تاريخ لاحق، بسعر يحدد عند الاتفاق ، غير أنه غير ملزم، إذ يعطي الحق لحامله في تنفيذ العقد من عدمه عند الاستحقاق.
- عقد المبادلة هو اتفاق يتم بموجبه تبادل سلسلة تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية ، إما من خلال مبادلات أسعار الفائدة أو تبادل العملات أو تبادل للبضائع.

خاتمة

خاتمة:

ولقد شهدت السنوات الأخيرة تطورات كبيرة في أسواق المال وآلية عملها بالإضافة إلى تنوع الأدوات المالية التي تتعامل بها هذه الأسواق. وفي هذا الإطار، تم ابتكار المشتقات المالية التي ينظر إليها على أنها أداة هامة لإدارة وتغطية مخاطر التغيرات السعرية وإتاحة الفرصة أمام المستثمرين لتخطيط التدفقات النقدية وفتح مجالات جديدة للاستثمار لديهم، إضافة إلى كونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة، وتسهم في تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد، وسرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، وتحقيق سمة الكمال للسوق.

وفي المقابل يكشف العديد من الكتاب الاقتصاديين في الغرب عن حجم المخاطر التي تسببها المشتقات، فوصفوا سوق المشتقات بأنه نوع من المقامرة، فالمشتقات ما هي إلا وسيلة للمتاجرة في مخاطر السوق، حيث يتم بيعها وشراؤها بنقلها إلى من يسعون إليها، طلباً لثمن انتقال المخاطرة إليهم.

نتائج الدراسة:

مما سبق يمكن تلخيص النتائج المتوصل إليها من دراستنا إلى نقاط التالية:

- كانت المشتقات المالية ومازالت محط جدل كبير في أوساط المتعاملين والدارسين، فمنهم من يؤيد استخدامها بقوة ومنهم من يرفض استخدامها ويعتبر أنها السبب عي الازمات المالية على مستوى العالم .
- يتم تداول المشتقات المالية في الاسواق النظامية والغير نظامية والغير النظامية وتستخدم في التحوط والمراجحة و المضاربة.
- تنتج العقود المستقبلية و العقود الاجلة امكانية تفادي خطر متوقع مستقبلا من خلال تثبيت سعر الاصل المنفق عليه عند حد يتناسب مع توقعات الطرفين.
- خطورة التعامل بالأدوات والمشتقات المالية نظرا للمخاطر المرتفعة المصاحبة لها.
- تبين أن التحوط ضد المخاطر باستخدام المشتقات لا يترتب عليه درء المخاطر أو حتى تقليلها، بل ينصرف الأمر مجرد تحويل المخاطرة من الشخص أو الجهة التي لا ترغب في تحملها إلى الشخص أو الجهة التي تسعى في طلبها.

- أدت المضاربة بالأدوات والمشتقات المالية إلى حدوث الأزمة المالية العالمية ولا تزال تداعياتها مستمرة خلال الفترة القادمة.
- عقود المشتقات ماهي إلا أداة من أدوات للقمار يخسر فيها طرف ويكسب فيها آخر، ولا يحدث فيها تسليم ولا قبض للسلع ولا دفع للثمن، وإنما تسوية عند التصفية يدفعها الخاسرون ويستلمها الرابحون.

إقتراحات الدراسة:

بناء على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، هناك مجموعة من الاقتراحات التي يأمل الباحث بأن تؤخذ بعين الاعتبار من قبل المسؤولين وصناع القرار، لكون كل بحث علمي هدفه النهائي توفير الحلول المناسبة لمشكلة معينة، وتوصيف الخطوات الإجرائية التي توضح سبل العلاج وكيفية الحد من السمات والظواهر السلبية. تكون الاقتراحات كما يلي:

- مقترحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي، من خلال إصدار النصوص التشريعية والتنظيمية وآلية العمل المناسبة، ويأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق

- دور هيئة السوق في إحكام الرقابة ومتابعة التعاملات في الأدوات والمشتقات المالية وتحديدتها ومنعها خصوصا في ظل الأزمة المالية العالمية ، وذلك للحد من تداعياتها المستقبلية.

- تطوير أنظمة التداول وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين . و إدخال خدمة التداول عن بعد وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدتها أسواق الأوراق المالية المتطورة وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

قائمة المراجع

Les Références

I - الكتب:

1. أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، مصر، 2003.
2. أسعد حميد عبيد العلي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر والتوزيع، الأردن، 2005 .
3. أسعد حميد عبيد العلي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر والتوزيع، الأردن، 2005 .
4. أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، مؤتمر التجارة البينية والتكامل الاقتصادي، الجامعة الأردنية، عمان، من 20-22 سبتمبر 2004
5. جما الجويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2002،
6. حاكم محسن الربيعي .د.ميثاق هشام الفتلاوي وآخرون .المشتقات المالية (عقود المستقبلات،الخيارات ،مبادلات) ، ب ط ، ب م ن ، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع ،2020.
7. حاكم محسن وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، دار اليازوري، الأردن، 2010.
8. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009 .
9. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009.
10. خريوش حسني وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دارزهران، عمان، 1999.
11. دريد كمال آل الشيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، الأردن، 2009.

قائمة المراجع

12. دريد كمال آل شبيب، إدارة البنوك المعاصرة، دار الميسر، عمان، الأردن، 2012 .
13. رضوان سمير عبد الحميد. المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر لمجامعات، الطبعة الأولى، مصر القاهرة، 2005 .
14. زهرة يونس محمد سودة ، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2006 .
15. زهير بشناق، العمليات المالية المصرفية الإلكترونية، إتحاد المصرف العربية، بيروت، لبنان، 2006 .
16. سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة ، المكتبة أم القرى، مصر 2001
17. سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى مصر، 2001
18. سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، قاهرة مصر، 2005.
19. سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، 2001 .
20. شعبان محمد اسلام البرواري ، بورصة الاوراق المالية من منظور اسلامي ، دار نقدية تحليلية ، دار الفكر ، دمشق ، 2002 .
21. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار نقدية تحليلية، دار الفكر، دمشق، 2002.
22. شقيري نوري موسى، محمود إبراهيم نور ،وسيم محمد الحداد، سوزان سمير ذيب ، إدارة المخاطر ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان الأردن ، 2012 ،
23. طارق عبد العال حماد ، إدارة المخاطر ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2003.

24. طارق عبد العال حماد، " المشتقات المالية (المفاهيم إدارة المخاطر) ،الدار الجامعية، للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، . 2003 .
25. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر)، المحاسبة، الدار الجامعية، مصر، 2003،
26. طارق عبد العال حماد، حكومة الشركات والأزمة المالية العالمية، دار الجامعية، مصر، 2009.
27. عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك و المؤسسات المالية ،دار طيبة،مصر، 2006.
28. عبد الحميد قدي، المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية (دراسة تحليلية تقييميه) ،الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006 .
29. عبد العال طارق. المشتقات المالية :المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة، الدار الجامعية،الإسكندرية، مصر، 2001 .
30. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية_أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2003 .
31. عبد القادر بلطاس، استراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، منشورات ليجوند، الطبعة الأولى، برج الكيفان، الجزائر، 2009 .
32. عبد المجيد المهيلي، التحليل الفني للأسواق المالية، دارالبلاغ، الطبعة الخامسة، بيروت، 2006،
33. فرج عبد العزيز عزت، اقتصاديات البنوك :الصناعة المصرفية والمالية الحديثة، البيان للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، مصر، 2002 .
34. كمال توفيق حطاب، " نحو سوق مالية إسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2005.
1. كمال دريد آل شيب، إدارة المحافظ الاستثمارية ،دار المسيرة ،الأردن ،2009.

35. ماهر كنج شكري ، مروان عوض ، المالية الدولية :العملات المالية والمشتقات المالية بين النظرية و التطبيق ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ،عمان الأردن ، 2004.
36. مبارك بن سليمان ال فواز،الاسواق المالية من المنظور الاسلامي،مركز النشر العلمي ،جامعة الملك عبد العزيز ،جدة،طبعة الاولى ، 2010.
37. مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان،أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الثاني ، دار الكنوز اشبيليا للنشر والتوزيع ، السعودية،2005.
38. محمد بن علي القري، الأسواق المالية، دار حافظ، جدة ،1995.
39. محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العيد،" بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"،دار جامعية الإسكندرية 2002.
40. محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العيد،" بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"،دار جامعية الإسكندرية،2002 .
41. محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم والسندات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية.
42. محمد كمال درويش،إدارة الأخطار و استراتيجيات التأمين المتطورة،دار الخلود للنشر والتوزيع،الطبعة الأولى، بيروت،لبنان،1998 .
43. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل، عمان، الأردن، طبعة5،2009.
44. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، ،2004.
45. منير إبراهيم الهندي،الفكر الحديث في إدارة المخاطر باستخدام التوريق و المشتقات المالية ، منشأة المعارف ،الجزء2، ب ط، الإسكندرية ،2003.
46. منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر(المشتقات)، الجزء الثاني:- المشتقات- ، منشأة المعارف ،مصر 2003.

47. منير ابراهيم الهندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999.
48. منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الاول: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، شركة المعارف، الطبعة الأولى، القاهرة، 2003.
2. منير ابراهيم هندي ، أساسيات عقود المشتقات المالية :العقود الآجلة و المستقبلية وعقود، الخيار و المبادلة، دار المعرفة الجامعية، مصر، 2015 .
3. منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، الجزء الثالث :عقود الخيارات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007 .
49. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر :الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات الجزء الثالث: عقود الخيارات، منشأة المعارف، الطبعة الأولى، القاهرة، 2003.
4. موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى و ياسر المومني، المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2008 .
5. موسى شقيري نوري ، محمود إبراهيم نور ،وسيم محمد الحداد، سوزان سمير ذيب ، إدارة المخاطر ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ،الطبعة الأولى ،عمان الأردن ، 2012 .
6. هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوارق، عمان، الأردن، 2008.
7. هشام السعدني خليفة بدوي ، عقود المشتقات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
8. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر عمان الأردن 2003 .

1. _ احمد شاشو، دور معايير التقارير المالية الدولية ومعايير بازل 3 في زيادة الإفصاح المشتقات المالية ، دراسة تحليلية ، أطروحة دكتوراة في المحاسبة ،دمشق ؛ 2016، ص18 .
2. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة الجزائر ، 2005_2006.
3. شافيا كتاف ، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،جامعة سطيف 1 ،الجزائر، 2012_ 2013 .
4. شقيري نوري موسى، محمود إبراهيم نور ،وسيم محمد الحداد، سوزان سمير ذيب ، إدارة المخاطر ،دار المسيرة للنشر و التوزيع ،الطبعة الأولى ،عمان الأردن ،2012 .
5. عاطف فرحة ،إدارة المشتقات المالية ،رسالة ماجستير إدارة أعمال، كلية الاقتصاد،جامعة دمشق،2010_2009.
6. عبد الحميد حفيظ ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية تخصص مالية، معهد العلوم التجارية، المركز الجامعي العربي التبسي، تبسة، الجزائر.
7. عيساوي سهام ، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس مال (دراسة حالة سوق رأس مال فرنسي)، مذكرة مقدمة لنيل دكتوراة ، تخصص اقتصاديات النقود البنوك والأسواق ماليه،جامعة محمد خضير، بسكرة ، 2014_ 2015،
8. قرفي،محاضرات في اسواق راس مال،المركز الجامعي عبد الحفيظ
بوالصوف،ميلة،بدون صفحة،بدون سنة.
9. محسن سميرة .المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية_ دراسة حالة البنك BNP PARIBAS".رسالة ماجستير غير منشورة ،جامعة منتوري ،الجزائر
2006.

10. مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في ازمة 2008، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011_2012.
11. منية قزير، المشتقات المالية كأداة لتغطية مخاطر السوق المالية (دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2006_2010) مذكرة مقدمة لإستكمال لمتطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة جامعة ورقلة، الجزائر 2010_2011.
12. موسى عمر مبارك، صيغ التمويل الإسلامي و علاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية، أطروحة دكتوراه، تخصص المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للمصارف الإسلامية، السعودية، 2008 .
13. ميثاق هاتف عبد السادة الفبلاوي، استخدام العقود المستقبلية في التحوط دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية، رسالة لنيل درجة ماجستير إدارة أعمال، جامعة كربلاء 2004.
14. يوسف خروبي د. محمد الهاشمي حجاج مطبوعة دروس حول الهندسه المالية، موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح - ورقلة، 2018 - 2019.

- المجالات :

1. أبو زيد كامل السيد، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد استخدام المشتقات المالية للحد من المخاطر في سوق المال المصرية، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة . جامعة الزقازيق، العدد الثاني، 1997 .

2. بلعزوز بن علي، "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، عدد 07. جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر 2010/2009.
 3. بومدين نورين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية"، مجلة دورية، المجلد الخامس، ب م ن، العدد العاشر، ب س،
 4. سطم صالح حسين، معالجة مشاكل المشتقات المالية في ظل المعايير المحاسبية الدولية وفقا للشريعة الإسلامية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 05، العراق، العدد 15، 2009.
 5. عبد الرحيم عبد الرحمان الساعاتي، نحو المشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبدالعزيز، جدة، المجلد 11، 1999.
 6. عبد لعظيم أبو زيد، التحليل الفقهي و المقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي 2014م هـ 1435 .
 7. مريم حسين، "الموسوعة الاقتصادية"، دارالفكر العربي، القاهرة، الطبعة 4، 1992.
- الملتقيات و المؤتمرات:**

1. نعيمة بارودي، بين الهندسة وإعادة أي تصميم سيتناسب مع عقود الاختيار لتصبح عقودا شرعية، ورقة بحثية ضمن الملتقى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 5_6، ماي 2014 .
2. مصطفى كامل خليل الحجازي، لمشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية، المؤتمر العالمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية المعاصرة، يومي 1، 2، أبريل، 2009، جامعة المنصورة، مصر .
3. محمود فهد مهيدات، المضاربات الوهمية "السوقية"، ودورها في الأزمة المالية "عقود الخيارات"، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية

- المعاصرة من منظور إقتصادي إسلامي، عمان، يومي 1، 2 ديسمبر 2010.
4. كمال توفيق حطاب، " نحو سوق مالية إسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2005.
5. عرابة رابح ، أحضري دليلة ، نظرة اقتصادية و شرعية لدور المشتقات المالية في الازمات المالية ،الملتقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية ،يومي 13 ، 14 مارس 2011 ، جامعة خميس،مليانة .
6. سحنون محمد، محسن سميرة، "مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات"، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والحكومة العالمية، جامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
7. زينب بوقاعة، تسعير الخيارات المالية وفقا لنموذج بلاك وشولز، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية،جامعة فرحات عباس ،سطيف، أيام 05_06 ماي 2014 .
8. بن نعمون حمادو ، طبيعة الإصلاحات المالية و المصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، مداخلة في الملتقى الدولي حول الأزمة المالية و الحوكمة العالمية ،جامعة سطيف،أيام 20_21أكتوبر2009.
9. بزاز حليلة ، هدى بن محمد ، المشتقات المالية و مخاطرها ، مدخلة في ملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية ، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية ، قسنطينة.2009.

10. بن نعمون حمادة، طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، مداخلة في الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والحكومة العالمية، بجامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
11. بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة، أدوات مالية مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعاتها، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
12. بباس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحكومة العالمية، مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في القضاء الاورومغاربي، جامعة فرحات عباس ، سطيف.
13. أشرف محمد دواية ، نحو سوق مالية عربية ، (ملتقى) مؤتمر التجارة البنينة و التكامل الاقتصادي ، الجامعة الأردنية ، عمان من 20_22 سبتمبر 2004 .

مراجع الاجنبية:

1. Liamg Chern, **Financial Mathematics**, Department of mathematics national Taiwan University, Taiwan.

2. –John c. Hull, **Options, Futures, & other Derivatives**, prentice hall , toronti, 5th edition, 2003
3. Randall Dodd, **The Structure of OTC Derivatives Markets**, ("The Financier", Vol. 9, Nos.1- 4, 2002)
4. _ Marco Avellaneda & Rama Cont, **Trade Transparency in OTC Equity Derivatives Markets**, January 2011.
5. _ Derivatives Markets in Emerging Countries, (ICSA Emerging Markets Committee, May ,(2012) p 4, sur le site:
[icsa.bz/img/research_pdf/Derivatives%20Markets%20in%20Emerging%20Countries\(2012.05\).pdf](http://icsa.bz/img/research_pdf/Derivatives%20Markets%20in%20Emerging%20Countries(2012.05).pdf) ; le: 14/12/2014, à 19:37
6. _ Thomas Kirchner, **Merger Arbitrage: How To Profit From Event-Driven Arbitrage**.
7. Derivatives Markets in Emerging Countries, (ICSA Emerging Markets Committee, May ,(2012) p 4, sur le site:
[icsa.bz/img/research_pdf/Derivatives%20Markets%20in%20Emerging%20Countries\(2012.05\).pdf](http://icsa.bz/img/research_pdf/Derivatives%20Markets%20in%20Emerging%20Countries(2012.05).pdf) ; le: 14/12/2014, à 19:37
- ¹ _ Charles tapiero , **Risk and Financial Management: Mathematical and Computational**
1. Methods, (John Wiley & Sons Ltd, England, 2004)
- ¹ _ Risk Management of Financial Derivatives, Comptroller's Handbook,(Washington,
1. January 1997), p p 35– 37

مواقع الالكترونية:

مقدمة عامة عن المشتقات المالية وإدارة المخاطر،

https://www.daralfiker.com/sites/default/files/books_first_chapter/thgg.pdf

_ **Instrument financiers dérivés et produits structurés**, swiss exchange, sur le site
www.six-swiss-exchange.com/download; le:2022_05_31 , à 22:30

الفهرس

الصفحة	العنوان
	الآية القرآنية
I	الإهداء
III	الشكر
V	قائمة المحتويات
أ	المقدمة
الفصل الأول : مدخل عام حول المشتقات المالية	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية المشتقات المالية
03	المطلب الأول: مفهوم المشتقات المالية
03	الفرع الأول: نشأة وتعريف المشتقات المالية
06	الفرع الثاني: خصائصها
07	الفرع الثالث: أهمية المشتقات المالية
09	المطلب الثاني: أنواع أسواق المشتقات المالية والمتعاملون فيها
09	الفرع الأول: أنواع أسواق المشتقات المالية
13	الفرع الثاني: المتعاملون بالمشتقات المالية
15	المبحث الثاني: إدارة المخاطر باستخدام المشتقات المالية
15	المطلب الأول: استخدامات المشتقات المالية
15	الفرع الأول : التحوط باستخدام المشتقات المالية
17	الفرع الثاني: المضاربة باستخدام المشتقات المالية
19	الفرع الثالث : استخدام المشتقات المالية في المراجعة
21	المطلب الثاني: استخدام المشتقات المالية في اكتشاف السعر المتوقع السوق الحاضر والرفع من كفاءتها
21	الفرع الأول: استخدام المشتقات المالية في اكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضرة
23	الفرع الثاني: استخدام المشتقات المالية في رفع كفاءة السوق المالية
24	المبحث الثالث: إدارة مخاطر المشتقات المالية
24	المطلب الأول: إدرة المخاطر
24	الفرع الأول :مفهوم إدارة المخاطر
25	الفرع الثاني: سبل ادارة المخاطر

27	المطلب الثاني: مخاطر المشتقات المالية
28	الفرع الأول: مخاطر ائتمانية ومخاطر السوق
30	الفرع الثاني: مخاطر القانونية، التشغيلية، الرقابية
32	الفرع الثالث: مخاطر السيولة والتسوية وأثر الرفع المالي
34	المطلب الثالث: إدارة مخاطر المشتقات المالية
35	الفرع الأول: تحديات إدارة المخاطر المشتقات المالية
37	الفرع الثاني: قياس ومراقبة مخاطر المشتقات المالية
39	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: أنواع المشتقات المالية	
41	تمهيد
42	المبحث الأول: المبحث الأول: العقود الآجلة والعقود المستقبلية
42	المطلب الأول: ماهية العقود الآجلة
42	الفرع الأول: مفهوم العقود الآجلة
46	الفرع الثاني: خصائص العقود الآجلة
47	المطلب الثاني: العقود المستقبلية
47	الفرع الأول: تعريف العقود المستقبلية
49	الفرع الثاني: تنظيم تداول العقود المستقبلية
50	المطلب الثالث: استخدامات العقود المستقبلية
50	الفرع الأول: التغطية
51	الفرع الثاني: المضاربة
52	المبحث الثاني: عقود خيار
52	المطلب الأول: ماهية عقود خيار
52	الفرع الأول: نشأة وتعريف عقد الخيار
54	الفرع الثاني: أركان عقود خيار وخصائصها
56	الفرع الثالث: أنواع عقود خيار
58	المطلب الثاني: تسعير عقود خيار
58	الفرع الأول: نموذج ثنائي لتسعير عقود خيار
59	الفرع الثاني: نموذج بلاك و شولز
59	المطلب الثالث: تنظيم سوق الخيارات

60	الفرع الأول: تنظيم وإدارة سوق عقود الاختيار
62	الفرع الثاني: استخدامات عقود خيار
64	المبحث الثالث: عقود المبادلات
64	المطلب الأول: ماهية عقود مبادلة
64	الفرع الأول: تعريف عقود المبادلة.
65	الفرع الثاني: مميزات عقود مبادلة
66	المطلب الثاني: أهم أنواع عقود المبادلات
67	الفرع الأول: عقود المبادلة على أسعار الفائدة
69	الفرع الثاني: مبادلة أسعار الصرف
71	الفرع الثالث: عقود مبادلات عملات
72	خلاصة الفصل
74	الخاتمة
77	المراجع
90	الفهرس
	ملخص

ملخص:

تمثل المشتقات المالية الموضوع الأكثر جدلا بين الكتاب والمتعاملين بهذه الأدوات، فعلى الرغم من مرور أكثر من ربع قرن على التعامل المنظم بهذه الأدوات إلا أن الكتاب والمتعاملين بها لازالوا ينقسمون وبصورة واضحة إلى فريقين متعاكسين، ففي حين يرى الفريق الأكثر تفاؤلا بأن هذه الأدوات تعد مفتاحا لحل العديد من المشاكل التي تواجه المؤسسات الاقتصادية والمالية من خلال إمكانية استعمالها في إدارة المخاطر و تغطيتها، فهناك فريق آخر يصر على الحذر من التعامل بهذه الأدوات الجديدة وعدم التعامل معها إطلاقا بسبب المخاطر الكبيرة التي تصاحبها في السوق، حتى أن البعض يعرفها على أنها الأدوات التي عند استعمالها تسبب الخسائر الكبيرة، وأنها وحش المالية المفترس و"ديناميت الأزمات المالية.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، إدارة المخاطر، الأدوات المالية، مخاطر السوق، تغطية المخاطر، المؤسسات الاقتصادية، أزمة المالية.

Résumé:

La question des "produits financiers dérivés" reste la plus controversée entre auteurs et utilisateurs de ces outils. Et, bien que soit passé plus d'un quart de siècle sur leur utilisation organisée, ces derniers sont toujours en désaccord à ce sujet.

Les partisans trouvent que ces outils constituent la clé pour résoudre moult problèmes auxquels sont confrontées les institutions économiques et financières et cela grâce à leur utilisation dans la gestion des risques.

En revanche, les détracteurs insistent sur le fait qu'il faut être attentif lors de leur utilisation vu les risques qui y sont associés. Et d'aucuns vont jusqu'à dire que ces produits peuvent entraîner d'énormes pertes et ils les qualifient de "dynamite des crises financières."risque du marche.couverture des risquer.institutions economiquer.cries finciere.

Summary

Financial derivatives represent the most controversial topic among writers and dealers of these tools. Although more than a quarter of a century has passed since the systematic handling of these tools, writers and their dealers continue to be clearly divided into two opposite groups. While the most optimistic group considers that these tools are key to solving many of the problems facing economic and financial institutions through their potential use in risk management new tools, another team insists on being wary of dealing with these new tools and not dealing with them at all because of the high risks that accompany them. Some even define it as the instruments that, when used, cause significant losses, the monster of predatory finances and the "dynamite" of financial crises.

Keywords: Derivatives, Risk Management, Financial Instruments.market risk.risk coverage.Economic Institutions.financial crisis.