

الإستثمار ف خدمات المشتقات المالية

أ. الوردي خدومة

كلية العلوم الإقتصادية جامعة الحاج لخضر باتنة

ملخص

يتناول هذا البحث موضوع المشتقات المالية التي نما سوقها في السنوات الأخيرة بشكل كبير في ما يسمى بالأسواق الثانوية حيث يتم الإستثمار في هذه الأدوات من طرف المتعاملين في الدول الرأسمالية بهدف التحوط من أخطار تقلبات أسعار الصرف و أسعار الفائدة و غيرها كما تناول البحث إمكانية الإستفادة من إمكانية الإستفادة من هذه الأدوات من طرف المؤسسات في الدول النامية. كما أن البحث خلص إلى نتيجة أن الإفراط في الاستثمار في المشتقات المالية ساهم بكل كبير في حدوث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 نظرا لطغيان الاقتصاد المالي على الاقتصاد الحقيقي.

Abstract

A wave of financial innovations has appeared in recent years as result of dramatic changes in the economic environment in general and in the financial system in particular.

Different kinds of instruments and processes which have the ability to reduce the ever growing financial risks are reviewed, also the different factors that enable such instrument and processes to prevent such instrument and processes to present exposure to financial crisis.

The use of instruments is not available to the companies in the developing countries only throughout the international financing company (IFC) which gives the opportunity of risk management by the implementations of these tools.

The main concern of management is to use these tools as a means of solving financial problems. These problems are mainly: the explosive to the risk floating interest rate , exchange rate risk management also has to understand the mechanism of each one of these tools and their ability to solve the financial problems.

Finally we should mention that financial innovations were among the main causes of financial crisis occurred in 2008.

1- مفهوم خدمات المشتقات المالية :

هي عقود تتوقف على أسعار الأصول المالية محل التعاقد و لكنها لا تتطلب استثمار الأصل المالي في هذه الأصول و تنقسم الأوراق المالية المتداولة في أسواق المال إلى أدوات مالية أساسية و أوراق و أدوات مالية مشتقة و تشمل الأدوات المالية الأساسية السندات و الأسهم و هي تمثل ع صب أ سواق المال المعاصر حيث تتم المعاملة بتة سليم هذه الأوراق و يتم ال سداده خلال أيام معدودة حيث تتم الإجراءات اللازمة لنقل الملكية أما الأدوات المالية المشتقة فتتمثل أساساً في العقود الآجلة و العقود المستقبلية و عقود الخيارات و عقود المبادلة و كما يدل عليها إسمها فإن وجود هذه العقود و كذا قيمتها السوقية تتوقف على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في سوق آنية فسر العقد المستقبلي لشراء سلعة يتوقف على القيمة السوقية الحالية لتلك السلعة ، كما أن قيمة عقد خيار لشراء سهم ما يتوقف على القيمة السوقية للسهم في السوق في الحاضر .

بإختصار يمكن تعريف المشتقات المالية على إز -ها عقود تتم بين طرفين و تقتضي بموجها تثبيت سعر السلعة في الوقت الحاضر على أن يتم تسليمها بهذا السعر الثابت في المستقبل و يمكن من هذه التعاريف إستنتاج خصائص هذه المشتقات كما يلي :

- أ - هي عقود .
- ب- يتم تسويقها في تاريخ مستقبلي .
- ج- لا تتطلب استثماراً مبدئية. تعتمد قيمتها على المكسب و الخسارة مشتقة من قيمة أصلية للأصل محل العقد .
- د- تعتمد قيمتها على الربح و الخسارة .
- هـ- مشتقة من قيمة أصلية للأصل محل العقد .

أهم أنواع المشتقات المالية :

أ- عقود الاختيار : Options

هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد و بسعر محدد و لكن يتوقف نفاذ العقد على رغبة المشتري و هذا يتوقف على حركة السعر المستقبلية و في الحالات التي يمتلك في حائز العقد الحق في الشراء تسمى خيارات الشراء Call option أما الحالات التي يمتلك فيها حائز العقد الحق في البيع تسمى خيارات البيع Put Option أما تاريخ إتمام الصفقة فيختلف حسب نوع العقد فالعقد الذي يعطي الحق في إتمام الصفقة في أي تاريخ من تاريخ إبرام العقد إلى آخر يوم محدد في العقد لتنفيذه يسمى هذا النوع من العقود الاختيارية الأمريكية American options أما العقود التي لا تسمح بتنفيذ العقد إلا في آخر يوم لصلاحية العقد يسمى العقود الإختيارية الأوروبية Europeen options .

ب- العقود المستقبلية : Futur contracts

العقد الم مستقبلي هو إتفاق بين طرفين الأول البائع و يطلق عليه صاحب المركز الق صير و الطرف الثاني المشتري و يطلق عليه صاحب المركز الطويل و يقتضي هذا الإتفاق تسليم البائع للمشتري أصل حقيقي (سلعة) أو أصل ورقي (سهم أو سند) و ذلك في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم على أساس سعر محدد في العقد.

ج- العقود الآجلة : Forward contracts

هو عقد مبرم بين طرفين للتعامل في أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق و لا يختلف العقد الآجل على العقد الم مستقبلي نمطية فمثلا عدد الوحدات في العقد الواحد و تواريخ التسليم ومستوى جودة الأصل نمطية لكل أنواع العقود أما في العقد الآجل فلا توجد أي قيود حيث تتحدد بنود العقد وفقا لاتفاق الطرفين.

عقود المبادلة : Swaps

هو إتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية فعلى سبيل المثال الطرف (أ) يوافق على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين (فرضا مليون دولار) كل سنة لمدة 05 سنوات و ذلك لطرف آخر (ب) الذي سوف يدفع بدوره معدل فائدة عائم على نفس المبلغ و لنفس المدة.

2- أسواق المشتقات المالية :

المشتقات المالية عقود يتم تداركها في سوقين السوق الأولى هي السوق المنظمة و التي لها مكان محدد تتم فيها الصفقات و يطلق عليها البورصة أما الثانية فهي غير منظمة و لا يوجد لها مكان معين لإجراء الصفقات و تتكون من بيوت سما سرية يتم فيها البيع و الشراء و ذلك من خلال شبكة اتصالات قوية و تأخذ هذه الأسواق مطالب العميل بعين الاعتبار عند إبرام الصفقات مما يكسبها قوة تنافسية تجاه البورصات المنظمة.

3-1 أنواع العقود في الأسواق المنظمة:

- عقود الاختيار Options
- تم تداول عقود خيارات الشراء و البيع أول مرة في بورصة منظمة عام 1973 و منذ ذلك الحين حدث نمو هائل في هذا النوع من المشتقات المالية و هناك في الولايات المتحدة 05 بورصات تشكل السوق الثانوية لخيارات البيع و الشراء الآجل و هي : بورصة شيكاغو CBOE و بورصة أمريكا و بورصة فلاديفيا و بورصة الباسيفيك وبورصة نيويورك و هي أسواق تماثل بورصات الأوراق المالية و تسيطر كل من بورصتي شيكاغو و بورصة أمريكا على ما نسبته 75 % من إجمالي عمليات التداول في عقود خيارات البيع و الشراء الآجل في الولايات المتحدة .
- توفر هذه الأسواق هذا النوع من الخدمات للمستثمرين هذا النوع من الخدمات حيث يتمكن المستثمرون من إصدار تعليمات لسماسرهم للبيع و الشراء وقتما يشاؤون بسعر

تحده قوى العرض والطلب، بالإضافة إلى البورصات السابقة هناك مؤسسة المقاصة Option clearing corporation التي تؤدي عددا من الوظائف الهامة التي تساهم في نجاح السوق الثانوية لخيارات البيع والشراء الآجل، فهي تقوم بدور الوسيط بين السماسرة الممثلين للمشتريين وبين البائعين داخل البورصة فتكون مؤسسة OCC تمثل المشتري والبائع في ذات الصفقة فهي المشتري لكل بائع وهي البائع لكل مشتري.

• العقود المستقبلية :

يتم تداول العقود المستقبلية في بورصات معينة للعمليات الآجلة وتوجد عدة بورصات أمريكية رئيسية توفر سوق منظمة بقواعد محددة تحدد الرسوم والأتعاب التي تتقاضاها مقابل الخدمات المقدمة ويستطيع المتعاملون إجراء معاملاتهم بأنفسهم أو عن طريق وكلاء.

3-2- أنواع العقود في الأسواق الغير المنظمة :

• العقود الآجلة :

يتم التعامل بالعقود الآجلة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها، يتم الاتفاق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد في ذلك التاريخ و يسمى السعر المتفق عليه بسعر التسليم ويكون الربح لصالح أحد الطرفين قياسيا مع تحرك السعر في السوق وعادة ما تستخدم هذه العقود من أجل المضاربة ويمكن للأصل أن يكن أنواعا من العملات مثل الدولار أو الأورو أو الين.

3- سوق المشتقات في الدول النامية :

تتاح فرصة للمتعاملين في المشتقات المالية في الدول النامية وذلك عن طريق مؤسسة التمويل الدولية حيث تقدم هذه المؤسسة مجموعة واسعة ومتنوعة من هذه المشتقات وهذا لمواجهة مخاطر المشروعات المتعلقة بالقطاع الخاص في الدول النامية ويتمثل دور مؤسسة التمويل الدولية في سد الفجوة الائتمانية بين المتعاملين معها وبين السوق. بمنح المؤسسات في هذه الدول إمكانية

الحصول على أدوات قد لا تتمكن من الحصول عليها مباشرة نظرا للمخاطر الائتمانية العالية في هذه الدول ، و تعمل مؤسسة التمويل الدولية عادة كوسيط بين السوق و بين المؤسسات الخاصة في الدول النامية و تعمل مؤسسة التمويل الدولية على أساس تجاري من خلال هذه الأدوات المقدمة.

الميزة النسبية لمؤسسة التمويل الدولية

تتمتع مؤسسة التمويل الدولية بوضع فريد يمكنها من أن تقدم للشركات في البلدان النامية مجموعة متنوعة عريضة من أدوات إدارة المخاطر المالية. وتوفر مؤسسة التمويل الدولية عدة منافع من بينها:

- تصنيفا ائتمانيا من الفئة A الثلاثية يتيح الوصول إلى الأسواق المالية العالمية بأفضل الشروط المواتية .
- علاقات واسعة النطاق في الأسواق .
- خبرة فنية في مجال إدارة المخاطر المالية، تحققت من الاستخدام الواسع النطاق للأدوات المشتقة في العمليات المالية الخاصة بمؤسسة التمويل الدولية، مثل التمويل، وإدارة الأصول السائلة، وإدارة الأصول والخصوم .
- خبرة قانونية عالمية، بما في ذلك تقييم ما إذا كان مسموحاً باستخدام أدوات إدارة المخاطر في البيئات التنظيمية المحلية المختلفة.

4- نمو سوق المشتقات المالية :

تتاح للمؤسسة في الدول الرأسمالية إمكانية الحصول على تشكيلة متنوعة من المشتقات المالية لمواجهة المخاطر المختلفة إقتصادية أو مالية أو سياسية و المشتقات المالية نما سوقها بسرعة فائقة

في البلدان المتقدمة خلال السنوات الماضية فمنذ البدء في مقايضات أسعار الفائدة و العملات في أوائل الثمانينيات نمت سوق هذه الأدوات نحو هائل بلغ حجمها أكثر من 90 تريليون دولار أمريكي لكن المؤسسات في البلدان النامية لم تستفد عامة من هذه التطورات و يعود السبب في ذلك إلى إعتبارات إئتمانية لا تسمح لهذه المؤسسات في الوصول إلى سوق هذه الأدوات المالية في البورصات و أسواق الدول المتقدمة لهذه الأسباب وجدت مؤسسة التمويل الدولية الطريق إلى إتاحة هذه الفرصة أمام مؤسسات الدول النامية حيث تقوم بتكييف أدوات إدارة المخاطر التي تقدمها بعناية لتلائم الإحتياجات المحددة للمتعاملين معها في البلدان النامية.

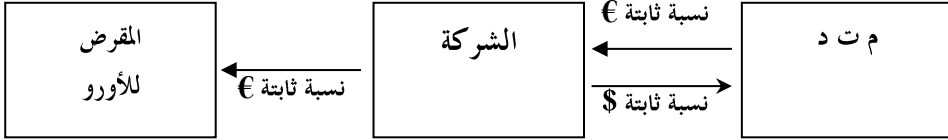
و نبدأ العملية بتحديدي و قياس المخاطر التي تنشأ عن تعرض المؤسسة المعنية لتغيرات الأسعار المالية و أسعار السلع ثم تقدم مؤسسة التمويل الدولية الاستشارة للمؤسسة بشأن إختيار أدوات و إستراتيجيات نحو خطة بديلة إستنادا إلى المستوى المفضل لتغطية المخاطر و التكاليف المرتبطة بذلك و في مرحلة التنفيذ النهائية لهذه العملية تتوسط مؤسسة التمويل الدولية بين المشاركين الرئيسيين في الأسواق و بين المؤسسة المتعاملة معها مما يتيح تنفيذ الإستراتيجيات المختارة بتكلفة مقبولة و من أمثلة هذه الإستراتيجيات التحوط ذلك مخاطر تقلب أسعار الصرف و تقلبات أسعار الفائدة :

أ- التحوط ضد مخاطر أسعار العملات :

تتحمل شركة صناعية في أحد البلدان النامية إلتزاما قائما بالأورو العملية الأوروبية حيث يمثل تمويل جذابا من مصدر تمويل رسمي غير أن عائدات الشركة من الصادرات تتم بالدولار الأمريكي بصورة أساسية و لذلك تعاني الشركة من عدم توافق العملات مما يعرضها لمخاطر تقلبات أسعار صرف الأورو مع الدولار.

يمكن للمؤسسة التمويل الدولية توفير عملية مقايضة تتيح للمؤسسة فعليا تحويل إلتزاماتها إلى الدولار الأمريكي و تتيح هذه المقايضة بين العمليتين لشركة التصنيع تحويل التدفقات النقدية لخدمة الدين بالأورو إلى أساس عملة عائداتها بالدولار و نتيجة لذلك يزول أثر التقلب في

الدخل في المستقبل نتيجة عدم التوافق بين العملتين في هذا القرض بالذات و فيما يلي نموذج توضيحي



ب- التحوط ضد مخاطر أسعار الفائدة :

تبرم شركة صناعية في إحدى الدول النامية عقدا طويل الأجل مع حكومتها و بموجب العقد ستحصل الشركة على مبلغ ثابت من الإيرادات بالدولار غير أن معظم تمويلها الطويل الأجل محدد على أساس سعر فائدة عائم.

يمكن لهذه الشركة حماية نفسها من مخاطر تقلب أسعار الفائدة عن طريق مقايضة أسعار الفائدة مع مؤسسة التمويل الدولية بحيث تدفع الشركة سعر فائدة ثابتا للمؤسسة و تحصل على سعر عائم و يمكن هيكلة التدفقات النقدية من هذه المقايضة لتوافق تماما المبالغ غير المسددة من أصل القرض.

تسهيلات إدارة المخاطر

حين يكون لدى المتعاملين مع مؤسسة التمويل الدولية احتياجات تغطية متعددة يحتمل أن تمتد لفترة زمنية طويلة، تقدم مؤسسة التمويل الدولية تسهيلات إدارة المخاطر. إذ يمكن أن تنشئ مؤسسة التمويل الدولية تسهيلات لإدارة المخاطر توافق بموجبه على الدخول في مجموعة متنوعة من معاملات إدارة المخاطر مع أحد المتعاملين حتى مبلغ معين من التعرض للمخاطر بشأن فترة تنفيذ محددة. ويمثل مبلغ التعرض

للمخاطر نسبة مئوية من المبلغ الافتراضي الذي تستند إليه المعاملة على أساس تقديرات للمخاطر المحتملة في المستقبل. على سبيل المثال, لا تخلق مقايضة أسعار الفائدة لمبلغ 10 ملايين دولار مخاطر قيمتها 10 ملايين دولار, نظرا لأن المخاطر المحتملة أو التعرض للمخاطر يستند إلى الفرق في المستقبل بين سعر الفائدة الثابت وسعر الفائدة المعوم. ونتيجة لذلك, لا يمثل التعرض المحتمل للمخاطر سوى جزء من أصل المبلغ الافتراضي.

إن تسهيل إدارة المخاطر شبيه بتسهيل ائتماني يستخدم لإجراء معاملات إدارة المخاطر, وليس القروض. ونتيجة لذلك, يمكن للمتعامل الدخول في سلسلة من المعاملات مع مؤسسة التمويل الدولية لتلبية احتياجات متغيرة في ظل أوضاع السوق المتقلبة. ويمكن للمؤسسة إنشاء تسهيلات لإدارة المخاطر لكل من الشركات والمؤسسات المالية.

التسهيلات المقدمة للمؤسسات المالية

يمكن لمؤسسة مالية في أحد البلدان النامية الدخول مع مؤسسة التمويل الدولية في معاملة لإدارة المخاطر لأسباب عديدة. على سبيل المثال, يمكن لمؤسسة مالية استخدام هذه الأدوات للتحوط ضد المخاطر الناجمة عن عدم توافق أصولها مع خصومها أو لتقديم أنواع القروض التي تعرضها على عملائها.

لننظر على سبيل المثال في حالة بنك يحصل على تمويل جذاب من السوق بالدولارات الأمريكية بسعر فائدة معوم. ولكن عملاء هذا البنك يفضلون اقتراض دولارات

أمريكية بسعر فائدة ثابت حتى يشتتوا تكاليف أسعار الفائدة التي يتحملونها. ولذلك يقرض البنك عملاءه دولارات أمريكية بسعر فائدة ثابت. ولكي يزيل عدم التوافق بين أصوله وخصومه, يمكن للبنك أن يدخل في مقايضة لأسعار الفائدة مع مؤسسة التمويل الدولية حيث يدفع بموجبها للمؤسسة سعر فائدة ثابتا بالدولار الأمريكي ويحصل على سعر فائدة معوم بالدولار الأمريكي. وهكذا يكون البنك قد وسع مجموعة أدواته دون تعريض ميزانيته العمومية لمخاطر أسعار الفائدة.

6- مخاطر الاستثمار المشتقات المالية :

تنشأ مخاطر التعامل بالمشتقات المالية بسبب حالة عدم التأكد كونها تتعامل مع المستقبل مثل حالة إفلاس بنك BRINGS MERCHANT BANK عام 1995 والناجئة عن التعامل المفرط بعقود الخيار والعقود المستقبلية من طرف فرعه في سنغافورة المدعو NICK LESSON ومن أهم المخاطر التي يتعرض لها التعامل في المشتقات المالية ما يلي:

أ- مخاطر ائتمانية: تتمثل هذه المخاطر في تعثر الطرف الثاني للعقد في الوفاء بالتزاماته وتمثل الخسارة في تكلفة إحلال عقد جديد محل العقد القديم.

ب- مخاطر السوق: تنشأ هذه المخاطر من تقلبات غير متوقعة في أسعار الأصول محل التعاقد إضافة إلى نقص السيولة الذي يؤدي إلى تدهور أسعار الأصول وصعوبة إبرام عقود جديدة لمواجهة هذا التدهور أو وجود محتكرين في السوق يقومون بعمليات شراء وبيع على نطاق واسع مما يؤثر على الاتجاهات المستقبلية لأسعار الأصول وتوقعات المتعاملين.

ج- المخاطر الرقابية : تنشأ هذه المخاطر من الخسائر الناتجة عن عدم قدرة الرقابة الداخلية في منع اكتشاف الاختلاط مثل الخطأ والغش والتزوير مما يعيق مستخدم المشتقات عن تحقيق أهدافه.

د- المخاطر القانونية : عقود المشتقات المالية ليست ملزمة قانونا وبالتالي ليس لها قوة تنفيذ وتكون الأمور أكثر تعقيدا عندما تكون هذه العقود دولية.

هـ- مخاطر الإحلال : تنشأ هذه المخاطر بسبب إخفاق احد الأطراف في الوفاء بالتزاماته مطلقا وليس فقط عند موعد التسوية مما يضغط الطرف الثاني لإبرام عقد جديد للوفاء بالتزاماته مما يكلفه خسارة بسبب الفرق بين سعر التعاقد و سعر سوق الأصول المتعاقد عليها.

و- مخاطر تشغيلية: تنشأ بسبب عمليات التسوية والمقاصة نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية , والإخفاق في إجراء عمليات التسوية و المقاصة بكفاءة عالية, الأمر الذي يترتب عليه خسائر للشاركون في السوق لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش.

الخلاصة :

تعتبر خدمات المشتقات المالية سوقا هائلة تعدد بالتريليونات من الدولارات ، يستفيد منها كل المتعاملين في الدولو المتقدمة تشكل تشكيلة كبيرة من أدوات للتحوط ضد المخاطر التي يواجهها المتعاملون الاقصاديون منها مقايضات أعار الفائدة و العملات ومنها العقود الآجلة و منها الخيارات الخاصة ببيع و شراء بأ أسعار الفائدة و العملات و السلع و غيرها من المشتقات المالية.

إلا أن المتعاملين الاقصاديين في الدول النامية ليست متاحة أمامهم فرصة الاستفادة من هذه الخدمات إلا من خلال مؤسسة التمويل الدولية التي تقدم لهؤلاء المتعاملين هذه الإمكانية إلا

أن دورها يقتصر على إتاحة إمكانية التعامل في الأدوات الخاصة بإدارة المخاطر و مشتقاتها لأغراض التحوط فقط.

المشتقات المالية سلاح ذو حدين فكما أنها وسيلة للتحوط إلا أنها تعتبر أيضا أداة للمخاطرة في نفس الوقت، تجدر الإشارة إلى أن الإفراط في استخدام المشتقات المالية كان إحدى الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية المعروفة بالاثنين الأسود 2008/09/15 وتكفي الإشارة إلى أنه من معالم أزمة الافة صاء الرأسمالي أن قيمة الإنتاج الحقيقي في العالم بلغ 48 تريليون دولار و بلغت قيمة الأصول في العالم حوالي 144 تريليون دولار بينما كانت قيمة التعاملات المالية في عقود المشتقات المالية قد بلغت 600 تريليون دولار وهذه دلالة على ضعف الرقابة الحكومية في العالم.

المراجع :

1. د. طارق عبد العال حماد - المشتقات المالية، طبعة 2001 - الدار الجامعية - القاهرة.

2. د. طارق عبد العال ، المخاطر ، طبعة 2002 ، الدار الجامعية ، القاهرة.

3. د. منير إبراهيم الهندي - الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسية المالية باستخدام التوريق والمشتقات ، طبعة 2003 - مركز دلتا للطباعة إسكندرية.

4. أ.د السويلم سالم إبراهيم - المشتقات المالية تعرض الاقتصاد للخسارة مرتين

, صحيفة الاقتصادية الإلكترونية العدد 2006 العدد 4822

5. Camp bell . T. S and Wiliam A,Kiocaw 1990 " corporation risk management and the incentive effects of debts " , journal of finance , vol 45 n° 5 (Dec 1990)