

# حقيقة المشتقات الائتمانية أداة لتعزيز متانة النظام المالي أم لهشاشته ؟

د. عبد الكريم أحمد قندوز

جامعة الملك فيصل

المملكة العربية السعودية

## ملخص البحث:

تتنوع عقود المشتقات المالية لتشمل كل أنواع الأصول تقريباً (الأصول المادية والمالية) والعملات وأسعار الفائدة... وتستخدم للتحوط وإدارة معظم أنواع المخاطر. وقد استمرت سوق المشتقات المالية في النمو والتنوع حتى ظهرت المشتقات الائتمانية والتي كان الهدف الأساسي لإنشائها هو التحوط ضد مخاطر الائتمان. وعلى الرغم من الحداثة النسبية لظهور هذه الأدوات إلا أنها كانت الأسرع نمواً من بين كل أنواع المشتقات المالية الأخرى، ولم يمنع ذلك من وقوع أزمات مالية (محلية أو عالمية)، بل إن بعض الباحثين يعتقد أن هذه الأدوات أدت إلى عكس ما هو مأمول منها، أي زيادة المخاطر بدلاً من تقليلها. ويستهدف هذا البحث فهم طبيعة هذه الأدوات وجوهرها وهل هي فعلاً أداة للتحوط أم أنها تزيد المخاطر؟

**الكلمات المفتاحية:** مخاطر الائتمان، التحوط، إدارة المخاطر، المشتقات المالية، المشتقات الائتمانية، مقايضة خطر الائتمان

## Abstract:

Financial derivatives contracts are covering all types of assets (physical and financial assets, currencies ...) and are used to hedge against most types of risks. The market derivative has continued to grow and diversify until the emergence of credit derivatives, which was its main objective hedging credit risk. The growth of the market of Credit derivatives was impressive, but they did not prevent financial systems from crises and some researchers believe that these tools have led to the opposite of what is hoped of them: increased risk rather than reduce it. This research aims to understand the nature of these tools and if it is a tool to hedge risks or to increase risks?

**Key Words:** Credit Risk, Hedging, Risk Management, Credit Derivatives, Credit Derivatives, Credit Default Swap.

## تمهيد:

تعالّت منذ سنوات خلت، أصوات في العالمين العربي والإسلامي تدعو إلى إدخال المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية والإسلامية، وأشد من ذلك الدعوة إلى إدراج مشتقات الائتمان. ففي الإمارات العربية المتحدة مثلاً، وبعد حدوث حالة التعثر عن السداد التي عرفتها إمارة دبي، تساءل البعض عن

أهمية وجود هذا النوع من الأدوات، والذي يمكنه - بزعمهم- تجنب الاقتصاد الأزمات المالية الناتجة عن الأحداث الائتمانية الكبرى. وأغرب من ذلك أن يكون من دعاة هذا التوجه -إدراج المشتقات الائتمانية- حاملو الصكوك الإسلامية، والتي عرفت تعثرًا خلال سنة 2009، بدعوى أن ذلك يحميهم كما حمى حاملو السندات القائمة على الفائدة.

وتتركز أبرز مبررات الداعين لإدراج المشتقات المالية عموماً ومشتقات الائتمان بشكل خاص في اعتبار المشتقات المالية بما فيها مشتقات الائتمان أدوات قوية للتحوط وأن حدوث الأزمات المالية والانهيارات في أسواق المال إنما يرجع إلى سوء استخدامها، كما يرجع الفضل في تجاوز فترة الركود الاقتصادي العالمي سنة 2001 للمشتقات الائتمانية. وإذا كانت المشتقات الائتمانية أحد أنواع التأمين (والذي وجدت له كل المبررات الاقتصادية والاجتماعية) فلماذا يتم القبول بالتأمين على أنه من مقومات الاقتصاد والنظام المالي، في حين لا تجد المشتقات الائتمانية نفس التبريرات ؟

وفي مقابل ذلك يرى معارضو المشتقات الائتمانية أنها لو كانت فعلاً أدوات للتحوط وإدارة المخاطر فلماذا لم تمنع حدوث الأزمة المالية العالمية (2007-2009) أو على الأقل في تخفيض حدتها، حيث أصبح واضحاً مدى تسببها في إفلاس عشرات المؤسسات المالية ؟

ولعل محاولة الإجابة العلمية والمنطقية على المؤيدين لإدراج تلك الأدوات المالية في أسواق البلدان الإسلامية أو المعارضين لذلك إنما يكون بالبحث عن جدوى المشتقات الائتمانية وهل يمكنها فعلاً المساهمة في التحوط ضد المخاطر الائتمانية، أم أنها على العكس من ذلك تؤدي إلى زيادتها؟ فيما يلي وقفة تأملية ونقدية لهذا الأدوات.

### 1. الإطار النظري للدراسة:

موضوع المشتقات المالية بشكل عام من الموضوعات التي تعرف مداً وجزراً بين الباحثين، خاصة في العالمين العربي والإسلامي، بين مدافع عنها، معتبر أن اقتصاديات الدول العربية والإسلامية خسرت الكثير نتيجة عدم تعاملها بهذه الأدوات، وبين رافض لها من دون هوادة

وعلى الرغم من أن مجمع الفقه الإسلامي قد أصدر فتواه بتحريم التعامل بعقود الخيارات المالية، وباقي عقود المشتقات المالية (المستقبلات والمبادلات)، إلا أن بعض الباحثين والمتخصصين في التمويل الإسلامي ما فتئ يطالب بإعادة النظر في الفتوى في ظل ما استجد من أوضاع جعلت استخدام المشتقات المالية في الصناعة المالية الإسلامية أمراً ملحاً.

يرى (القرني: 2009) أن قرار التحريم المتعلق بعقود الخيارات المالية والذي أصدره مجمع الفقه الإسلامي يحتاج إلى إعادة نظر في ظل ما استجد من المعرفة من جهة الوصف الذي ورد فيه لهذه العقود<sup>(1)</sup>، خاصة أن قرار مجمع الفقه الإسلامي قد نفى أن يكون المعقود عليه مالاً أو منفعة أو حقاً

1 من أكبر أنصار هذا الطرح والرامي إلى ضرورة إعادة النظر في الحكم الشرعي للخيارات المالية، الشيخ الدكتور محمد علي القرني. هذا وسبق وأن أجازت الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية عقود الخيارات الشريطة، ووصفت المال الذي يأخذه البائع من المشتري بأنه حق فلا يرد إلى دافعه؛ ولأن للطرف الآخر الحق نفسه في الخيار فإنه يجوز أن يبيعه حقه، هذا ويدفعه من

مالياً، والمتأمل في حقيقة الخيارات المالية يجد أن وصف المالية متحقق فيها للأسباب التالية:<sup>(1)</sup>

1. أن حقيقة الخيار أنه التزام بفعل (البيع أو الشراء) يلتزم به طرف لصالح طرف آخر. وهو التزام بأمر مشروع

2. صدر عن المجمع قرار يجيز فيه الالتزام الصادر من طرف لصالح طرف آخر على صفة وعد ملزم بالبيع أو الشراء، مع عدم الإلزام فيه على الطرف الآخر وإنما يكون بالخيار<sup>(2)</sup>، وهذا الالتزام لاشك في جوازه وأن فيه منفعة واضحة لطرفيه، لكن السؤال المطروح هنا هو: هل تجوز المعاوضة على الالتزام؟

وسبب تحريم المعاوضة على الالتزام أنه ليس مالا، ومن المعلوم أنه لا تجوز المعاوضة على ما ليس بمال، فالبيع هو مبادلة مال بمال. فإذا كان الخيار مالا جاز بيعه. أي أن أصل الخلاف بين الفقهاء في هذه المسألة هو اختلافهم في معنى المال، وهل يمكن اعتبار الخيار (الالتزام) مالاً.

جمهور الفقهاء على أن العناصر الواجب توفرها في شيء لاعتباره مالاً هي:

- أن يكون منفعة مقصودة
  - أن تكون منفعة مباحة شرعاً
  - أن تكون لتلك المنفعة قيمة مالية في عرف الناس
- وبناء على ذلك، فمن الجلي أن عقد الخيار ليس فيه ما يعترض عليه من الناحية الشرعية لتحقق المالية فيه، فهو:

- فيه منفعة مقصودة لمشتريه، لأنه يساعده على التحوُّط ضد الخسائر.
  - له قيمة مالية، وهو ما تدلل عليه تداولاته في الأسواق المالية.
- وعنصر المالية راجع إلى عرف الناس، وهذا الأخير يتغير مع الناس، ولا يلزم أن ما كان قديماً ليس بمال أن يكون اليوم كذلك، وعلى ذلك يمكن النظر في جواز عقود الخيارات المالية.

---

يشترى حق الخيار إلى من باع له هذا الحق من مال مقابل تخويله حق فسخ العقد خلال مدة الخيار. ودليلهم على ذلك:

- قوله تعالى: «يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ». [سورة المائدة، آية رقم 1].
- وقوله صلى الله عليه وسلم: «المسلمون على شروطهم إلا شرطاً حرم حلالاً أو أحل حراماً» [أبو داود، سليمان ابن الأشعث السجستاني، سنن أبي داود، حديث رقم 830، بيروت-لبنان، دار الأرقم بن الأرقم، 1999م، واه أبو داود في باب الاقضية في الصلح وقال فيه إسناده حسن صحيح].

- وأنه يحقق مصلحة أكبر من المفسدة، بالإضافة إلى ضرورة وجود سوق مالية إسلامية..
- 1 محمد علي القرني، «أساليب نقل المخاطر في المعاملات المالية الإسلامية (الاختيارات المالية)»، المؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 18-19 مايو 2009، البحرين، ص 12-13.
- 2 قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورة مؤتمره الخامس، الكويت، 1409 (1988).

كما يبحث (حطاب: 2005) إمكانية إيجاد سوق مالية إسلامية للخيارات والمستقبلات والعقود الآجلة على مستوى المجتمع الإسلامي المحلي والدولي، وقد توصلت الدراسة إلى أنه من الممكن قيام سوق مالية إسلامية للعقود الآجلة في ظل العمل بضوابط شرعية خاصة، كما أن وجود هذه السوق سوف يزيد في كفاءة استخدام الموارد وعدالة توزيعها. كما اقترح (الساعاتي: 1999) بعض المشتقات المالية الإسلامية التي يمكن استخدامها لإدارة المخاطر التجارية

يرى (السويلم: 2007) أن المشتقات المالية بكل أنواعها هي مبادلات صفرية، وأن الغرر الذي يكتنفها يجعل منها قماراً محضاً، كما يثبت الواقع أن هذه الأدوات أصبحت أشبه ما تكون بما يمكن الاصطلاح عليه بأدوات الدمار المالي الشامل، ويؤكد نفس النتيجة (سمير: 2005) والذي يرى كذلك أنها امتداد لنظام التأمين التجاري المحرم شرعاً. ويرى (عويضة: 2006) أن الغرض من عمليات التحوط بواسطة عقود الخيارات، والمستقبلات ممتنع شرعاً، حيث لا يمكن اعتبار ثمن الخيار بمثابة الضمان، لأن الضمان بمعنى الاستعداد للربح أو الخسارة، غير منضبط بمبلغ معين؛ لأنه مجهول، وهو عائد احتمالي (إيجابي أو سلبي)، ولا تجوز معاوضته بثمن. كما أن عقود المستقبلات تتضمن مخالفات شرعية عديدة.

بدوره تناول (Obaidullah: 2004) قضية المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، حيث يرى أنها تؤدي إلى زيادة المخاطر، فهي لعبة صفرية (مجموع الأرباح والخسائر يساوي الصفر، وربح أحد الأطراف يساوي بالضرورة ما يخسره الطرف الآخر في العقد) وهو ما يجعلها محرمة شرعاً، كما يقترح بعض العقود المسماة في الفقه الإسلامي والتي يمكن استخدامها لإدارة المخاطر (التحوط)، وبعد أن يعطينا التكييفات الفقهية الممكنة للمستقبلات (و العقود الآجلة) والاختيارات (و التي يفضل تسميتها كذلك لتمييزها عن الخيارات الفقهية) تناول الباحث استخدام خيار الشرط والحالات التي يمكن أن يعتبر فيها أداة مناسبة لإدارة المخاطر، نفس الشيء مع خيار التعيين.

ولعل الجدل حول جدوى المشتقات المالية بين الباحثين في مجال التمويل الإسلامي هو انعكاس للجدل الذي يعرفه ذات الموضوع في التمويل التقليدي.

## 2. المشتقات المالية ومشتقات الائتمان

المشتقات المالية هي أدوات مالية تعتمد قيمتها على قيمة الأصول محل التعاقد، وأصل وجودها هو التحوط وإدارة المخاطر، وتنقسم إلى ثلاثة أقسام رئيسية، هي: الخيارات، المبادلات والمستقبلات. وتعتبر أسواق المشتقات المالية اليوم أكبر الأسواق على الإطلاق، وهي مستمرة بالنمو، رغم أنها عرفت تراجعاً كبيراً خلال فترة الأزمة المالية العالمية الأخيرة. ويمكن تصنيف المشتقات المالية بحسب طبيعة المخاطر التي يتم من خلالها إدارتها:

● مشتقات أسعار الفائدة (لإدارة مخاطر أسعار الفائدة)

● المشتقات الائتمانية (لإدارة مخاطر الائتمان)

- مشتقات العملات (لإدارة مخاطر الصرف)
- مشتقات السلع (لإدارة مخاطر أسعار السلع)
- مشتقات الأسهم (لإدارة مخاطر أسعار الأسهم)

أحدث الأنواع السابقة هو المشتقات الائتمانية، وكما يدل اسمها، فإن المشتقات الائتمانية هي أدوات مالية (مشتقة) تهدف أساسا إلى التأمين ضد مخاطر الائتمان (مثلا مخاطر عدم القدرة على السداد).

### طبيعة المشتقات الائتمانية:

المشتقات الائتمانية هي في حقيقتها مشتقات تقليدية تم إعادة هندستها لأغراض ائتمانية. الأصل محل التعاقد في المشتقات الائتمانية هو خطر الائتمان لقرض أو سند أو أية أداة مالية أخرى.

الميزة الأساسية للمشتقات الائتمانية هي فصل المخاطر الائتمانية وعزلها ومن ثم المتاجرة بها بغرض:<sup>(1)</sup>

- إرجاع المخاطر الائتمانية
- تحويل خطر الائتمان
- التحوُّط ضد مخاطر الائتمان

وعلى ذلك تمكن المشتقات الائتمانية المشاركين في الأسواق المالية من المتاجرة في خطر الائتمان كما لو كان أصلا، وذلك لأنها تعزل وتحوّل الخطر الائتماني.

وعلى الرغم من تنوع عقود المشتقات الائتمانية، فإنه يمكن إيجاد مجموعة من الخصائص التي تجمعها، هي:

- الأصل المرجعي، وهو الأصل الذي تباع وتشتري مخاطره الائتمانية
- الحدث الائتماني (أو الأحداث) والذي يشير إلى أن الأصل المرجعي معرض أو قد يتعرض إلى مصاعب مالية طريقة تسوية العقد، والتي يمكن أن تكون نقدية أو عينية (فيزيائية)

### مصطلحات ذات علاقة بالمشتقات الائتمانية:

- الحدث الائتماني: (2) يقصد بالحدث الائتماني أي حدث يمكن أن يؤثر على القدرة الائتمانية لكيان

1 Satyajit Das, «Credit Derivatives: CDOs and Structured Credit Products», Wiley Finance, 3rd Edition, 2005, p6

2 Moorad Choudhry, «An Introduction to Credit Derivatives», Elsevier Butterworth-Heinemann, 1st Edition, 2004, p 13

معين (شخص أو مؤسسة)، مثلا عدم سداد أصل الدين (قرض أو سند مثلا) وفوائده، مما يعني عدم قدرة مصدر الأصل على الوفاء بالتزاماته المالية.

● الانكشاف الائتماني: يقصد بالتعرض الائتماني (أو الانكشاف الائتماني) (Credit Exposure) المبلغ المعرض للخطر الائتماني أي مقدر الخسارة الناتجة حال تحقق الخطر الائتماني (حالة فشل الطرف الآخر في السداد)(1)

● المخاطر الائتمانية: هي المخاطر الناشئة عن احتمال عدم وفاء أحد الأطراف بالتزاماته وفقا للشروط المتفق عليها(2). يتكون خطر الائتمان من ثلاث مكونات، هي: (3) خطر التعثر عن السداد، خطر انخفاض التصنيف الائتماني ومخاطر هوامش الائتمان.

● خطر التعثر عن السداد: يعبر عنه في الغالب بعدم القدرة على الوفاء بالتزامات في موعدها المحدد، أو عدم القدرة على الوفاء بشكل نهائي.

● خطر انخفاض التصنيف الائتماني: ويقصد به تراجع درجة التصنيف الائتماني للأصل أو للشركة المصدرة للأصل. وتتولى مهمة التصنيف وكالات متخصصة، أهمها: موديز، فيتش إيبكا، ستاندرد أند بورز...

● مخاطر هوامش الائتمان: يمكن تعريف مخاطر هوامش الائتمان بعدة طرق، أحدها أنها مخاطر تحقق خسائر مالية نتيجة التغير في درجة التصنيف الائتماني (Choudhry: 2004, p3)، أو هي الزيادة في العلاوة عن العائد على الأصول الحكومية أو الخالية من الخطر والمطلوبة في السوق من أجل قبول التعرض لمخاطر ائتمانية معينة.

● لاحظ أن هناك علاقة مباشرة بين خطر التصنيف الائتماني وخطر هوامش الائتمان، حيث كلما ارتفع التصنيف الائتماني كلما انخفضت هوامش الائتمان (والعكس بالعكس)

● الأصل الاعتباري: هو الأصل الذي يتعرض للمخاطر الائتمانية نتيجة حدوث حدث ائتماني، يمكن أن يكون سندا أو قرضا

● الكيان الاعتباري: يقصد به المؤسسة المصدرة للأصل الاعتباري المعرض للخطر الائتماني

### المشتقات الائتمانية وتفكيك المخاطر المالية:

1 Philippe Jorion, «Financial Risk Management Handbook», Wiley Finance, 2003, p 501

2 Erik Banks and Richard Dunn, «Practical Risk Management», John Wiley & Sons Ltd, England, 3rd Edition, p19.

3 Mark J.P. Anson, Frank J. Fabozzi, Moorad Choudhry, Ren-Raw Chen, «Credit Derivatives: Instruments, Applications, and Pricing», John Wiley & Sons, USA, 2004, p5-6, see also: Moorad Choudhry, «An Introduction to Credit Derivatives», Elsevier Butterworth-Heinemann, 1st Edition, 2004, p2-3

يمكن فهم انتشار المشتقات الائتمانية ضمن إطار عام هو إعادة تعريف المخاطر المالية للأسواق. مصطلح مشتقات ائتمانية سمح للمشاركين في الأسواق المالية بقوة بالمتاجرة بخصائص الأصول. إن أي أصل بسيط، مثل السندات التقليدية، يعتبر حزمة أو مجموعة من الخصائص أو السمات، والتي تحوي:

- السيولة
- أسعار الفائدة (سعر الدين)
- العملة
- مخاطر التعثر عن السداد

وميزة المشتقات الائتمانية هي قدرتها على فصل إحدى تلك السمات والمتاجرة بها، وهذه السمة هي: خطر الائتمان.

### 3. أنواع المشتقات الائتمانية:

في الواقع، فإن كل أداة مشتقة تسمح بالحماية من خطر الائتمان للأصل المرجعي (والذي يمكن أن يكون سندا أو قرضا أو أية معاملة مالية أخرى) تعتبر من قبيل المشتقات الائتمانية، لهذا تتنوع مشتقات الائتمان، كما أن هناك اختلافا بين الباحثين والتطبيقات حول ما يمكن اعتباره من ضمن المشتقات الائتمانية. إذ بالرغم من وجود إجماع تام على اعتبار بعض المشتقات على أنها مشتقات ائتمانية (كمبادلة مخاطر العجز عن السداد ومبادلة العوائد الإجمالية والأذونات المرتبطة بالائتمان) ، إلا أن الخلاف مازال بخصوص مبادلة الأصول وبعض أنواع الخيارات على القروض أو الخيارات على السندات. هذا ويمكن تقسيم أنواع المشتقات الائتمانية حسب مجموعة من الأسس، نذكر منها: <sup>(1)</sup>

أ- حسب طبيعة المخاطر الائتمانية المراد التحوط ضدها: وبناء على ذلك يمكن تقسيم المشتقات الائتمانية إلى:

- مقايضة خطر العجز عن السداد: هي عقد يلتزم بموجبه محرر العقد (البائع) بضمان ملاءة الائتمان لمؤسسة مالية (مثلا) مقابل حصوله على تعويض (علاوة)، بمعنى آخر أن هذه الأدوات تهدف لمبادلة مخاطر العجز عن سداد دين، وحينما تتسع هوامش مقايضات العجز الائتماني فإن ذلك يعني أن المستثمرين يرغبون في دفع المزيد لحماية أنفسهم من مخاطر التخلف عن السداد. تعتبر مقايضة العجز عن السداد مفيدة في حال حدوث أمر يؤثر على الوضع الائتماني للشركة، كحالات الإعسار والعجز عن سداد ديون السندات أو انخفاض التصنيف الائتماني للشركة أو غيرها.

1 Philippe Jorion, «Financial Risk Management Handbook», Wiley Finance, 3rd Edition, 2003, p532.

- مقايضة العوائد الإجمالية للائتمان:<sup>(1)</sup> هي عقد مالي بين طرفين يتم من خلاله تبادل العائد الكلي (الإجمالي) لأصل معين (سند على سبيل المثال) بتدفق نقدي آخر. أحد الطرفين (دافع العائد الكلي) يدفع العائد الكلي (الفائدة زائداً التكاليف زائداً الارتفاع في السعر (القيمة السوقية للأصل) ناقصاً تناقص السعر (القيمة السوقية للأصل)) لأصل محدد (التزام مرجعي)، ويحصل على سعر مرجعي، مثلاً سعر الليبور زائداً هامش معين (مجموعة نقاط أساس) من الطرف الآخر (محصل العائد الكلي).<sup>(2)</sup>
- مقايضة عجز الأسهم: وتستخدم للتحوط ضد الانخفاض الكبير في سعر السهم وبالتالي ضد مخاطر إفلاس الشركة (مصدرة السهم) على اعتبار الانخفاض الكبير والمستمر في سعر سهم الشركة يمكن أن يكون مؤشراً على مخاطر الإعسار المالي بالشركة.
- الأذونات المرتبطة بالائتمان<sup>(3)</sup>: يقصد به الإذن الذي يعتمد سداً على وقوع أو وجود حالة ائتمانية أو مقياس ائتماني فيما يتعلق بجهة مرجعية أو مجمع للأصول. وعلى سبيل المثال، قد يعتمد السداد وفقاً للإذن المرتبط بالائتمان على مستوى الخسائر في نطاق المجمع المرجعي لمجموعة القروض المضمونة بالرهن التي لا زالت دون نسبة مئوية محددة من رصيد المجمع الأصلي. ونظراً لبقاء الأصول في المجمع المرجعي وفقاً للميزانية العمومية لمنشئ الأصول أو مالكيها، قد يرى المنشئ أو المالك إصدار أذون مرتبطة بالائتمان باعتبارها شكلاً من أشكال التأمين ضد خسائر الائتمان المتعلقة بأصول المجمع المرجعي.
- سندات الدين المضمونة (CDO):<sup>(4)</sup> يقصد به الورقة المالية المضمونة بمجموعة من أنواع الدين المختلفة، والتي قد تتضمن سندات الشركة المباعة في أسواق رأس المال، والقروض التي يتم اقتراضها من قبل المقرضين من المؤسسات وفئات التوريق. أو هي: مجمع قرضي يقوم على فكرة عدم اعتبار وعاء الرهن مجموعة واحدة من الرهون ذات آجال استحقاق 30 سنة، وتقسيمها إلى شرائح مستقلة بمجموعة من تواريخ الاستحقاق تتراوح من 1 إلى 30 عاماً<sup>(5)</sup>
- ب- حسب الائتمان محل العقد: والذي يمكن أن يكون كيانا واحداً أو مجموعة كيانات. في حالة مقايضة خطر السداد الأحادية يتم التعاقد بين مشتري حماية وبائع لها، ويتم التعويض في حال حدوث الحدث الائتماني (مثلاً عجز السداد) وينتهي بذلك العقد.

1 وهنا يتم انتقال كل من رأس المال (الدين) والفائدة بين البائع والمشتري

2 Vinod Kothari, «Credit derivatives: Types»: [http://www.credit-deriv.com/types\\_credit\\_deriv.htm](http://www.credit-deriv.com/types_credit_deriv.htm)

htm

3 Credit-linked notes

4 Collateralized Debt Obligation

5 عبيد علي أحمد الحجازي، «التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري»، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001، ص4.



في حين أنه في مقايضة خطر التعثر عن السداد المتعددة، فيكون هناك محفظة أصول، وتكون التعويضات حين حصول كل الأحداث الائتمانية على كل الأصول، والدفع يكون مع كل حدث ائتماني متحقق.

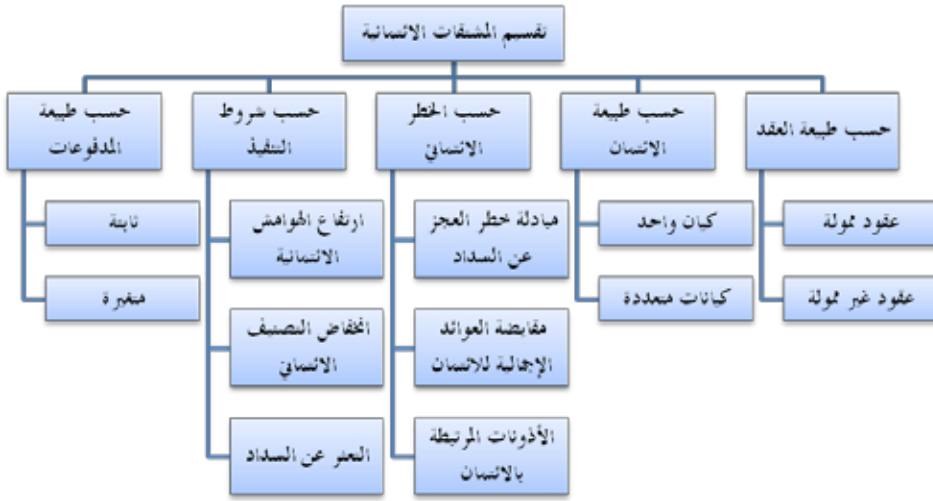
ج-حسب شروط التنفيذ: شرط التنفيذ هو الشرط الذي إذا تحقق دفع بائع الحماية قيمة التعويض (التأمين) إلى مشتري الحماية، وهو عادة الحدث الائتماني (مثلاً: التعثر عن السداد، انخفاض التصنيف الائتماني، ارتفاع الهوامش الائتمانية)

د- حسب طبيعة المدفوعات: والتي يمكن أن تكون مبلغاً ثابتاً أو مبالغ متغيرة (سواء مدفوعات خطية أو غير خطية)

هـ- حسب طبيعة العقد: كما يمكن تصنيف عقود مشتقات الائتمان إلى عقود ممولة وأخرى غير ممولة (1)

- العقود الممولة: تعتبر الأذونات المرتبطة بالائتمان أهم أشكال هذا النوع من العقود؛ المستثمر في هذه الأذونات هو بائع الحماية ضد مخاطر الائتمان، ويدفع مبلغاً مقدماً لمشتري الحماية عندما يبيعه الإذن. هذا المبلغ هو سعر الإذن المرتبط بالائتمان (Choudhry: 2004, p 15). إذا لم يطرأ أي حدث ائتماني خلال مدة حياة الإذن (مدة صلاحيته)، فإن التعويض يدفع إلى المستثمر عند تاريخ الاستحقاق. أما إذا طرأ حدث ائتماني، فإن قيمة أقل من التعويض تدفع إلى المستثمر عند الاستحقاق، وهذه القيمة تكون منقوصة بالقيمة الاسمية للأصل المرجعي المربوط بالإذن.
- العقود غير الممولة: أبرز العقود غير الممولة هي مقايضات مخاطر العجز عن السداد، وفيها بائع الحماية لا يدفع شيئاً إلى مشتري الحماية، وعلى ذلك فالفرق الأساسي بين العقود الممولة والعقود غير الممولة هو أن مبلغ التأمين (الحماية) يتم دفعه لصالح مشتري الحماية في بداية المعاملة، إذا لم يطرأ أي حدث ائتماني، يسترد بائع الحماية ذلك المبلغ (Op-Cit: p15).

شكل (1): تقسيمات المشتقات الائتمانية



المصدر: من إعداد الباحث

#### 4. سوق مشتقات الائتمان:

##### استخدامات المشتقات الائتمانية:

- تختلف دوافع استخدام المشتقات الائتمانية بحسب طبيعة الجهة المستخدمة لها، فالبنوك (والتي كانت تمثل المكون الرئيس لجانب الطلب) يدفعها مجموعة من المحفزات، نذكر منها:<sup>(1)</sup>
- الرغبة في التحوط ضد المخاطر الائتمانية أو قبول مخاطر ائتمان معينة.
  - تقليص التعرض الائتماني
  - تحسين تنوعها لمخاطرها (تنوع المخاطر الائتمانية)
  - دعم إدارة المخاطر الائتمانية لمخاطرها وبالنسبة للمستثمرين، فدوافعهم هي:
  - القدرة على إضافة قيمة لمخاطهم من خلال المتاجرة بالمخاطرة الائتمانية وبشكل منفصل عن الأصول التي تنطوي على تلك المخاطر
  - فرصة إدارة المخاطر الائتمانية للاستثمارات المختلفة

1 Satyajit Das, «Credit Derivatives: CDOs and Structured Credit Products», p6

Moorad Choudhry, «An Introduction to Credit Derivatives», Elsevier Butterworth-Heinemann, 1st Edition, 2004, p 12

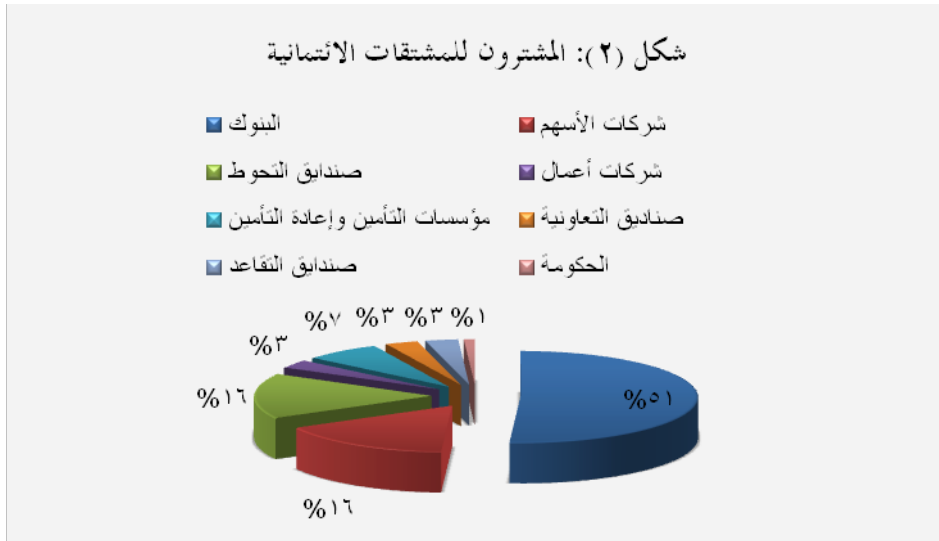
حقيقة المشتقات الائتمانية أداة لتعزيز متانة النظام المالي أم لهشاشته ؟

- عدم مقدرة المستثمرين المؤسساتيين وبعض مديري الأصول على المشاركة في بعض الأسواق الائتمانية، كسوق القروض، وبوجود المشتقات الائتمانية أصبح بإمكانهم ولوج تلك الأسواق
- إمكانية المراجعة في تسعير المخاطر الائتمانية داخل السوق أو ما بين قطاعاته.
- العمل كصانع سوق مشتقات الائتمان

## المساهمون في سوق مشتقات الائتمان:

كما في أسواق المشتقات بشكل عام، فإن معظم الفاعلين الاقتصاديين يشاركون في سوق المشتقات الائتمانية، وفيما يلي تحليل لطبيعة جانبي العرض والطلب في سوق المشتقات الائتمانية:

المشتررون: يظهر الشكل التالي أهم مشتري المشتقات الائتمانية، والذين يمثلون جانب الطلب في سوق مشتقات الائتمان، ويمكن ملاحظة أن البنوك هي أكبر مشتري للحماية، بمعنى آخر أكبر بائع للمخاطر

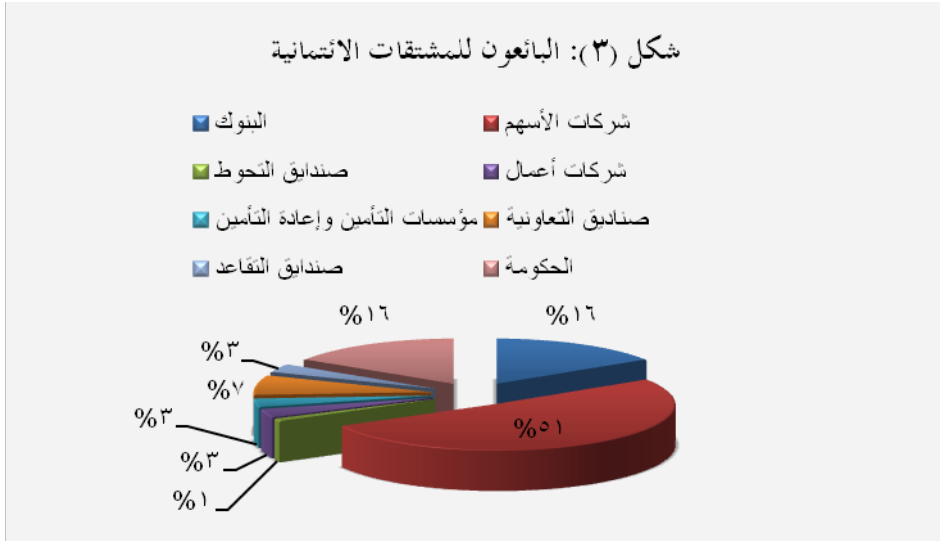


Source: British Bankers Association (BBA)-2004

بالنسبة لمشتري الحماية (بائع الخطر)، فإنه هدفه من المشتقات الائتمانية يتمثل في:

- تحويل المخاطر الائتمانية لأصل معين من دون تحويل الأصل ذاته.
- تحقيق فوائد تنظيمية
- تقليل مخاطر التركيز في المحفظة الاستثمارية
- تقليل المخاطر الائتمانية

## البائعون:



Source: British Bankers Association (BBA)-2004

بالنسبة لبائع الحماية (مشتري الخطر)، فإنه يستهدف:

- التنوع
- زيادة الدخل
- الاستفادة من الرافعة

ومن حيث الحصة السوقية لمختلف أنواع المشتقات الائتمانية، فترجع الحصة الأكبر لمقايضة العجز عن السداد، وهي أبسط تلك الأدوات، تليها سندات الدين المضمونة، فيما تحتل بقية الأنواع نسبة لا تتجاوز 5%.

جدول (1): الحصة السوقية لأنواع المشتقات الائتمانية

النوع	الحصة السوقية (%)
مقايضة عجز الائتمان	73%
سندات الدين المضمونة	22%
الأدوات المرتبطة بالائتمان	3%
مقايضة العوائد الإجمالية للائتمان	1%
غيرها	1%

المصدر: (Jorion:2003, p533)

## 5. مزايا وعيوب المشتقات الائتمانية:

يعزو بعض الباحثين الفضل في تجاوز البنوك (في الولايات المتحدة الأمريكية) لمرحلة الركود الاقتصادي لسنة 2001 إلى المشتقات الائتمانية<sup>(1)</sup>، وذلك من خلال تنوع مخاطرها الائتمانية، حيث عرفت تلك الفترة زيادة حالات التعثر في السداد<sup>(2)</sup> مع اضطراب في الأسواق المالية العالمية. وكمثال على ذلك، فإن شركة إنرون (رغم إفلاسها فيما بعد) تمكنت في البداية من تحويل انكشافها على المخاطر الائتمانية والتي قدرت بحوالي 2.7 مليار دولار أمريكي باستخدام المشتقات الائتمانية هناك وظيفة أخرى للمشتقات الائتمانية هي استكشاف السعر (Price Discovery)، وذلك من خلال إنشاء سوق للمخاطر الائتمانية، وهذه السوق تعطي لمراقبي الأسواق مقاييس أفضل عن تكلفة خطر الائتمان<sup>(3)</sup>، تساهم كذلك المشتقات الائتمانية في زيادة كفاءة المعاملات (Transactions Effectiveness)، وذلك لأن تكاليف التعامل بها منخفضة مقارنة بالأسواق الحاضرة. فكلما طرقي المعاملة يكون له الأفضلية في الحصول على تسعير أفضل للقروض والسندات، وهذا ما يجعل كلا السوقين أكثر كفاءة. في الأخير، يمكن النظر إلى النمو الهائل للمشتقات الائتمانية على أنه مؤشر نجاح لهذه الأدوات، لكن على النقيض مما سبق، فإن سوق مشتقات الائتمان يعتبر غير سائل مقارنة بأسواق المشتقات الأخرى، مرد ذلك عدم وجود تنميط للمرجع الائتماني، كما أن سوق المشتقات الائتمانية تعاني من صعوبة تسعير أدواتها، إذ توجد طرق عديدة للتسعير (التقييم) بسبب عدم توفر معلومات وافية عن المعطيات الأساسية، مثل احتمالات التخلف عن السداد ومعدلات التغطية...

وتؤدي المشتقات الائتمانية كذلك إلى ظهور المخاطر النظامية (Legal Risk)، حيث يمكن لطرقي العقد - مثلا - عدم الاتفاق على مفهوم الحدث الائتماني(4)

## 6. السندات، مقايضة مخاطر التعثر عن السداد والأذونات المرتبطة بالائتمان:

ارتبطت السندات ومقايضات مخاطر التعثر عن السداد والأذونات المرتبطة بالائتمان ببعضها البعض ارتباطا عضويا، خاصة في تسببها في الأزمة المالية العالمية (2007-2009)

### ما هي السندات؟

السند هو صك (ورقة مالية) قابل للتداول، يدين به حامله الشركة بمبلغ من المال، قدم على سبيل القرض طويل الأجل، يعقد عن طريق الاكتتاب العام، ويمنح حامله حق الحصول على الفوائد المشروطة أثناء المدة المحددة لبقائه، واسترداد قيمته عند انقضاء أجله.

1 مر الاقتصاد الأمريكي سنة 2001 بأزمة ركود اقتصادي، وعرفت هذه المرحلة بفقاعة التكنولوجيا  
2 عرفت هذه المرحلة إفلاس شركة وورلد كوم (WorldCom) وإنرون (Enron)، ووصل الأرجنتين إلى حالة عدم السداد لديونها  
3 Philippe Jorion, «Financial Risk Manager Handbook», Wiley Finance, 3rd Edition, 2003, p545-546

4 الحدث الائتماني كما سبق الإشارة إليه يمكن أن يكون عدم القدرة على السداد، أو حصول تدني في التصنيف الائتماني...

## كيف يمكننا التعرف على مخاطر السندات ؟

في الحقيقة لا يقوم المقترضون بالتعرف على مخاطر السندات التي بحوزتهم، بل هي وظيفة وكالات التصنيف الائتماني (ستاندر أند بورز، فيتش إيبكا، موديز...)، وتبدأ تصنيفاتهم من (AAA) و (Aaa) والتي تعني أقل درجة من المخاطر الائتمانية وتنتهي بدرجة (C) أو (D) والتي تعني أن الشركة المصدرة للسند على حافة الإفلاس.

## ما هي مقايضة العجز عن السداد؟

كيف يمكن لمستثمر حماية نفسه من حدث احتمالي غير مرغوب (ممکن الوقوع)، كالمرض أو الوفاة؟

في العادة، فإن أحسن وسيلة ستكون هي التأمين، حيث يشتري المستثمر وثيقة تأمين ويدفع أقساطا (سنوية أو شهرية...) لشركة التأمين، هذه الأخيرة تلتزم بتعويض المستثمر في حالة وقوع الحدث غير المرغوب فيه لكن، ماذا لو كان الحدث غير المرغوب ليس المرض أو الوفاة، بل إفلاس شركة يمتلك المستثمر جزءاً من سنداتها ؟

هل يوجد منتج تأميني يغطي هذا الخطر ؟

الجواب: نعم.

لتوضيح ذلك، لنفترض أن هناك شركة معينة (الشركة المتحدة) أصدرت سندات، وأن المستثمر يمتلك سندات هذه الشركات، يمكنه بذلك الحصول على تأمين وذلك على النحو التالي:

أ- يشتري المستثمر ما قيمته 10 مليون دولار أمريكي من سندات الشركة المتحدة (مدة استحقاقها 3 سنوات مثلاً)، ومثال ذلك بنك يقرض الشركة المتحدة قرضاً بقيمة 10 مليون دولار أمريكي لمدة ثلاث سنوات.

ب- لو وقع حدث ائتماني معين خلال فترة الثلاث سنوات، كحدث إعسار بالشركة المتحدة مما جعلها قريبة من الإفلاس، في هذه الحالة يلجأ المستثمر (أو البنك المقرض) إلى شركة التأمين للحصول على تعويض عن أية خسائر ناتجة عن وقوع الحدث الائتماني. وتقوم شركة التأمين بالتعويض بأحد الطرق التالية:

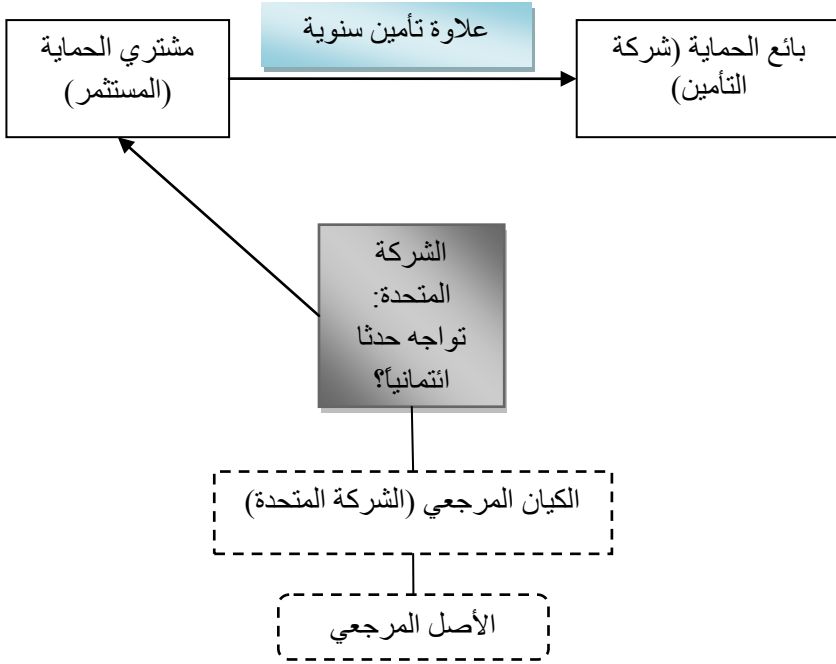
- شراء سندات الشركة المتحدة من المستثمر بقيمة 10 مليون دولار (علماً أن قيمتها أصبحت أقل من 10 مليون دولار (بعدما طرأ الحدث الائتماني))
- تحرر صكا للمستثمر (أو البنك) بقيمة الفرق بين قيمة السندات (10 مليون دولار) وقيمتها بعد طروء الحدث الائتماني

حقيقة المشتقات الائتمانية أداة لتعزيز متانة النظام المالي أم لهشاشته ؟

أ- وفي مقابل التعويض الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر من شركة التأمين والمخاطر التي تتحملها هذه الأخيرة، فإن على المستثمر دفع أقساط تأمين (علاوة) سنوية، مثلا 1% من قيمة السندات (10 آلاف دولار سنويا) لمدة ثلاث سنوات

الشركة المتحدة في هذا العقد تسمى (كيان مرجعي) والسندات تسمى (الأصل المرجعي) (أنظر الشكل (4)).

شكل (4): مقايضة مخاطر التعثر عن السداد



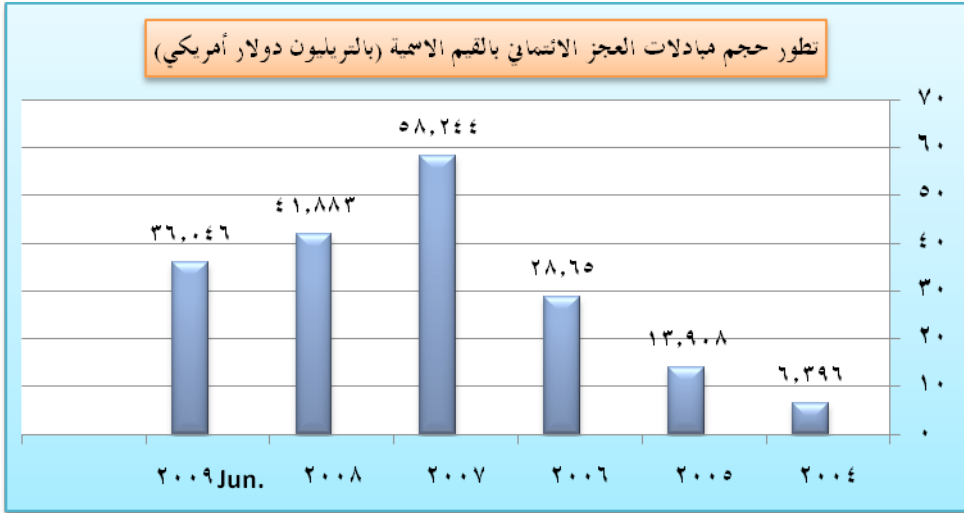
المصدر: الباحث

## هل المشتقات الائتمانية مبادلة صفرية ؟

تعتبر المشتقات الائتمانية مريحة لبائع الحماية (التأمين) مادام أن الأصل المرجعي لا يتعرض لأية مشاكل، لكنها يمكن أن تصبح مدمرة في حالة قيام بائع الحماية ببيع وثائق حماية متعددة، وفجأة طرأ حدث ائتماني على الكيان المرجعي (إفلاس مثلا)

في الحقيقة هذا ما وقع لمؤسسة ليمان براذرز (Lehman Brothers) والتي أعلنت إفلاسها بعد عجزها عن دفع التزاماتها لمشتري الحماية والتي قدرت بحوالي 350 مليار دولار أمريكي.

شكل (5): تطور حجم مبادلات عجز الائتمان



المصدر: من إعداد البحث، اعتماد على (BIS: 2010) و (ISDA: 2009)<sup>(1)</sup>

### الفروق الجوهرية بين التأمين ومقايضة عجز السداد:

هناك في الحقيقة مجموعة من الفروق الجوهرية بين مقايضة مخاطر عدم السداد والتأمين بمفهومه التقليدي، نذكر منها:

أ- من أجل شراء عقد مقايضة مخاطر عدم السداد، فإنه لا يلزم المستثمر تملك الأصل المرجعي (السند مثلا)، بل كل ما يحتاجه هو المراهنة على فشل السند أو لا. لو نقلنا هذا المفهوم إلى التأمين، فإن ذلك سيكون أشبه بمستثمر يشتري وثيقة تأمين على حياة شخص يعتقد أنه سيموت قريبا، فإن مات الشخص تم تعويض المستثمر (وهذا ممتنع التحقق في عالم التأمين). وبذلك تفتح مقايضات مخاطر السداد الباب على المراهنات على أي حدث ائتماني، وهذا بالضبط ما جعل بعض الخبراء والباحثين في مجال المشتقات يصفون سوق مقايضات مخاطر عدم السداد بأنها أكبر كازينو في العالم (أنظر الشكل (2) تطور حجم مقايضات خطر عدم السداد)

ب- أي شخص يمكنه بيع مقايضات خطر عدم السداد. فبافتراض أن لدينا مستثمرا معينا، صافي ثروته في لحظة تحريره لعقد مقايضة (بيع العقد) نصف مليون ريال سعودي. فهل يمكن لطرف آخر أن يشتري من المستثمر إذا حاول هذا الأخير بيعه تأمينا على



الحياة، بحيث يضمن له 200 ألف ريال في حالة الوفاة ؟ هذا هو في الحقيقة السبب الذي جعل العديد من صناديق التحوط التي تعاني من نقص السيولة في حالة وقوع الحدث الائتماني تلجأ إلى بيع مقايضات العجز الائتماني (جانب العرض)، في حين أن البنوك الكبيرة عادة ما تكون مشتريه (جانب الطلب). بمعنى آخر، فإنه من مصلحة شركات التأمين وصناديق التحوط بيع الحماية (التأمين)، لأنها ستستفيد من الرسوم النقدية التي تحصل عليها، وهي رسوم مغرية إذا كانت المحفظة كبيرة. كما أن حوافز المدراء تعتمد على مقدار الدخل المتحقق، ولذلك كلما زادت الرسوم زادت الحوافز.

ج- في التأمين التجاري يدفع المؤمن له أقساط التأمين، ويكون حريصاً في نفس الوقت على عدم التعرض للخطر المؤمن ضده، في حين أنه في حالة المشتقات الائتمانية يكون مشتري التأمين (الحماية) أحرص على حدوث الخطر، خاصة خلال فترات الأزمات المالية

د- الأحداث المؤمن عليها في التأمين تكون عادة مستقلة عن بعضها البعض، في حين أن الأحداث الائتمانية وهي المتحوط ضدها في مشتقات الائتمان تكون مترابطة، فتعثر شركة في السداد أو إعلان إفلاسها يكون عادة مرفوقاً بأزمة في نفس القطاع الذي تشتغل فيه (تعثر الكثير من الشركات)

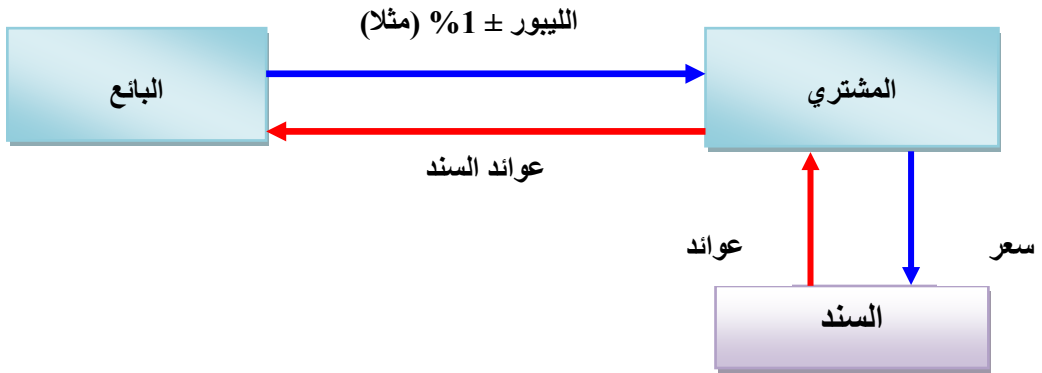
هـ- أصبحت عقود مشتقات الائتمان، وبشكل خاص سندات الدين المضمونة (المرهونة) أشبه بحلقة من الدومينو التي لا يعرف أحد أين تبدأ ولا إلى أين تنتهي. من هو المؤمن ومن هو المؤمن له ؟ ما الذي سيحدث لمؤمن مؤمن إذا أفلس.

## مبادلة الأصول (Assets Swap)

يقصد بعقد مبادلة الأصول المبادلة التي تتم بين طرف لديه أصول ذات عوائد ثابتة وبين طرف لديه أصول ذات عوائد متغيرة، ويقضي الاتفاق بمبادلة العوائد لفترة محددة، بحيث يهدف صاحب الأصول ذات العوائد المتغيرة إلى تقليل مخاطر التقلبات في العائد، ويهدف صاحب الأصول ذات العوائد الثابتة إلى زيادة أرباحه؛ لأن مخاطره قد زادت، أو لأن أحد الأطراف له ميزة نسبية في الحصول على التمويل عن الآخر.<sup>(1)</sup>

1 Asset Swap: [http://www.investopedia.com/terms/a/assetswap.asp\(02/07/2010\)](http://www.investopedia.com/terms/a/assetswap.asp(02/07/2010))

شكل (5): آلية عمل مبادلة أصول (سندات مثلاً)



Ref: Richard Pereira, "Understanding Asset Swaps", September 2003, p2 (<http://www.yield-curve.com/Mktresearch/LearningCurve/LearningCurve4.pdf>)

### هل مبادلة الأصول من المشتقات الائتمانية؟

يمكن لمبادلة الأصول أن تكون أداة فاعلة لإدارة المخاطر الائتمانية، رغم صممت في الأساس للتحوُّط ضد مخاطر أسعار الفائدة. وبالرجوع إلى أصل المشتقات الائتمانية (والذي يعتبر أي أداة مشتقة تستخدم لإدارة مخاطر الائتمان من ضمن المشتقات الائتمانية)، فإن مبادلة الأصول تعتبر من ضمن مشتقات الائتمان.

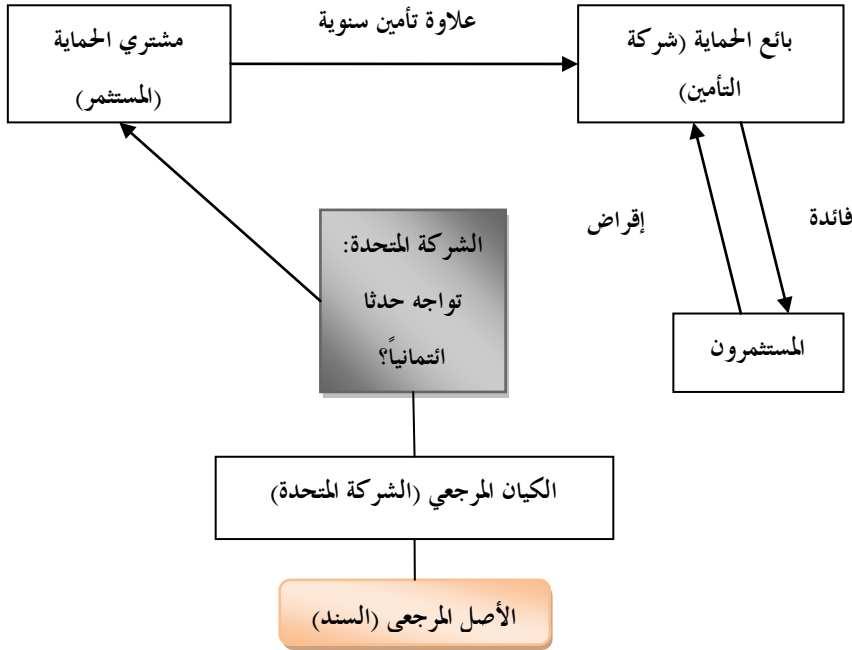
### ما هي الأذونات المرتبطة بالائتمان ؟

#### عندما يستخدم المؤمن أموالك للسداد

تشبه الأذونات المرتبطة بالائتمان إلى حد كبير سندات الدين المضمونة. الفرق الوحيد بينهما هو أنه في الإذن المرتبط بالائتمان تكون الأموال التي يدفعها بائع الحماية في حالة حدوث الحدث الائتماني من مستثمرين.

ولشرح ذلك أكثر، نعود لمثال المستثمر مع سندات (الشركة المتحدة).

شكل (6): مقايضة مخاطر التعثر عن السداد



المصدر: الباحث

وكما يظهره الشكل، فلا يوجد اختلاف جوهري بين مقايضة خطر عجز السداد والأذونات المرتبطة بالائتمان، كل ما هنالك هو أنه لو حدث الحدث الائتماني، فإنه يتم الاعتماد على المستثمرين في تعويض مشتري الحماية

فمثلاً لو وعدت شركة معينة مشتري أذونها المرتبطة بالائتمان بفوائد عالية، وطراً حدث ائتماني، في هذه الحالة يخسر المستثمرون جزءاً أو كل أموالهم لأن الشركة ستستخدم تلك الأموال لتعويض مشتري الأذونات.

### المشتقات الائتمانية: نمو هائل- انهيار هائل

سبق وأشرنا عند استعراضنا مزايا وعيوب مشتقات الائتمان، إلى أن من أهم عيوبها أنها تؤدي إلى زيادة المخاطر النظامية. والسؤال المطروح لماذا زادت المشتقات الائتمانية المخاطر النظامية إلى حد كبير جداً، وكيف ؟

إن المصارف التي تقدم لعملائها قروضا ثم تقوم بشراء مشتقات ائتمانية لتغطية تلك المخاطر، سيكون لديها دوافع أقل لمتابعة عملائها، رغم أن ذلك في الأصل هو أساس عملها. من الناحية النظرية هذا الأمر يعتبر مبرراً، فالمشتقات الائتمانية بحسب تعريفها أصلاً هي أدوات مالية تمكن من فصل

المخاطر الائتمانية عن الأصل محل التعاقد (سند أو قرض)، أي أن البنوك هنا تمنح قروضا من دون مخاطر. هذه الأخيرة - المخاطر - تم تحويلها (بيعها) إلى جهات أخرى (شركات التأمين أو صناديق التحوط أو بنوك أخرى). وهذا له أثر سلبي على طريقة إدارة مخاطر الائتمان على مستوى النظام. الأثر الصافي سيكون هو رقابة أقل ورصد أدنى مما هو مرغوب فيه. وهذا يقود إلى مزيد من المخاطر الأخلاقية (Moral Hazard)، لأن إدراك المقترض أن الرقابة عليه أصبحت أقل يدفعه إلى اتخاذ إجراءات أكثر مخاطرة وأقل حذرا (مثلا المزيد من الاقتراض والاعتماد على الرافعة)

في قضية انرون -مثلاً- التي أفلست بطريقة مذهلة، وكان جيه بي مورغان تشيس (JP Morgan Chase) وسيتي جروب (City Group) وبنوك أخرى قدمت المليارات من الدولارات. لكنها كانت تستخدم في وقت واحد المشتقات الائتمانية للحد من تعرضها الائتماني. ووفقا لبعض التقديرات، استخدمت هذه البنوك 800 مقايضة للتخلص من مخاطر انرون.

هناك حافز سلبي آخر تؤدي المشتقات الائتمانية (وبشكل أخص مبادلة مخاطر التعثر عن السداد) إلى ظهوره لدى مشتري سندات شركة معينة، وهو أنهم يرغبون - في مرحلة الأزمة المالية - في إفلاس الشركة (صاحبة السندات) أكثر من رغبتهم في إعادة بعثها من جديد، وسبب ذلك أن إفلاس الشركة سيعني لهم الحصول الفوري على التعويضات من الشركة البائعة للحماية (شركة التأمين مثلا)، في حين أن محاولة بعث الشركة من خلال إعادة هيكلتها مثلا، قد يستغرق سنوات كما أنه غير مؤكد أصلا. وخلاصة الأمر أن حاملي سندات الشركة لديهم حوافز أقوى لتدمير الشركة. وهذا الدافع أوقع العديد من الشركات خلال الأزمة المالية العالمية الأخيرة (2007-2009) في ورطة حقيقية تجاه دائنيها هذا وتتميز أسواق مشتقات الائتمان بالكثير من التعتيم، وسبب ذلك هو أن هذه العقود تتم في الأسواق غير المنظمة (OTC)، ولهذا فإن نوعية الإفصاح ليست كافية.

العديد من المستثمرين يضاربون باستخدام الرافعة مستفيدين من مبادلة مخاطر التعثر عن السداد، وهذا يعني أن تغيرا طفيفا نسبيا في مركز السوق قد يؤدي إلى أزمة في السوق.

تعاني المشتقات الائتمانية من مشكل آخر، وهو أنها أدوات أقل سيولة مقارنة بمشتقات العملات وأسعار الفائدة. وهذا بسبب أن الائتمان المرجعي ذو طبيعة واحدة. ونتيجة لذلك، فإن بائعي الحماية يمكن أن يواجهوا مشاكل عند محاولتهم اتخاذ مراكز تحوطية. في العديد من الحالات، تكون المشتقات الائتمانية عرضة بشكل كبير لمخاطر الأساس.

أحيانا لا يكون هناك ارتباط كامل بين الأصل المرجعي والخطر محل العقد.

في حالة التزامات الدين المضمونة، هناك مشكل جوهري آخر، وهو سوء تسعير القرض وفرت وكالات التصنيف الائتماني بسبب أخطائها للمضاربين فرصة للمراجعة داخل الأسواق المالية

إن عملية التصنيف المشتقات الائتمانية (خاصة سندات الدين المضمونة) أصبحت أشبه ما يكون بلعبة رياضية، تعرف البنوك الذكية أساليب الربح فيها.

## بعض المقترحات لتعديل وإصلاح أسواق المشتقات الائتمانية

بعدهما تبين للكثير من الباحثين والتطبيقات في المالية التقليدية سلبات المشتقات الائتمانية، برزت بعض الأصوات الداعية إلى إجراء تعديلات على أسواق مشتقات الائتمان لتجنب الأنظمة المالية الهزات التي يمكن أن تسببها هذه الأسواق، نذكر منها:<sup>(1)</sup>

- مزيد من الإفصاح: لعل أحوج ما تحتاجه سوق مشتقات الائتمان هو مزيد من الإفصاح. وعلى الرغم من وجود بعض الهيئات التي تشرف على هذه السوق مثل الجمعية الدولية للمبادلات والمشتقات (ISDA) وبنك التسويات الدولي (BIS) إلا أن هذه الهيئات بذاتها لا تفصح بالشكل الكافي عن تلك الأسواق. ونقصد هنا بالإفصاح الإعلان عن كل ما يتعلق بتلك السوق وتوفير المعلومات عنها بشكل مجاني (أو بتكلفة منخفضة جدا) ولجميع الأطراف.
- مصداقية التصنيف الائتماني: لقد وضعت الأزمة المالية العالمية (2008-2009) وكالات التصنيف الائتماني على محك المصداقية. واثق جليا أن التصنيفات التي كانت تقدمها سواء للمؤسسات أو للأدوات المالية اتسمت بعدم المصداقية والاعتماد على الذاتية، وقد تحملت هذه الوكالات جزءاً من وزر الأزمة المالية. والمطلوب الآن هو إعادة النظر في الطرق التي كان يتم اعتمادها في وضع تلك التصنيفات.
- ضبط بعض قوانين إفلاس الشركات، حيث قد توضح لنا من خلال تحليل سابق أن مشتري الحماية يرغب في حالة الأزمة أن تفلس الشركة أكثر من رغبته في إعادة بعثها، لأن إفلاسها يعني حصوله الفوري على التعويض في حين إعادة بعث الشركة قد يستغرق سنوات.
- ونحن نرى أن هذه المقترحات ليست كافية، لأن مشكلة المشتقات الائتمانية ترجع إلى أصلها وأساسها القائم على مبدأ المراهنة والقمار، وهو مبدأ مدمر وهدام للأنظمة الاقتصادية، وإن بدى في بعض الحالات مفيدا

### خاتمة:

المشتقات الائتمانية في جوهرها مشتقات تقليدية تم إعادة هندستها لأغراض ائتمانية. الأصل محل التعاقد في المشتقات الائتمانية هو خطر الائتمان لقرض أو سند أو أية أداة مالية أخرى. الميزة الأساسية للمشتقات الائتمانية هي فصل المخاطر الائتمانية وعزلها ومن ثم المتاجرة بها.

وإذا كانت أسواق المشتقات المالية بشكل عام أكبر الأسواق على الإطلاق، فإن سوق مشتقات الائتمان اعتبرت (إلى غاية الأزمة المالية العالمية: 2008-2009) أكبر تلك الأسواق نمواً، ولعله يمكن فهم انتشار المشتقات الائتمانية ضمن إطار عام هو إعادة تعريف المخاطر المالية للأسواق. حيث سمحت مشتقات ائتمانية للمشاركين في الأسواق المالية بقوة بالمتاجرة بالمخاطر الائتمانية من دون الأصول.

1 Partnoy, Frank and Skeel, David A. Jr., «The Promise and Perils of Credit Derivatives» (2006).

Scholarship at Penn Law. Paper 125.[http://lsr.nellco.org/upenn\\_wps/125](http://lsr.nellco.org/upenn_wps/125), pp 38-41.

وعلى الرغم من الإيجابيات التي يمكن أن تحققها أسواق المشتقات الائتمانية، إلا أن ضررها أكثر من نفعها، فهي وإن كانت تساعد على التحوط ضد مخاطر الائتمان في بعض الأحيان، إلا أنها أدت إلى ازدياد المخاطر النظامية والمخاطر الأخلاقية بشكل كبير، كما تتميز أسواق مشتقات الائتمان بالكثير من التعقيم وعدم الإفصاح وانخفاض سيولتها وانتشار المضاربات (المراهنات)، وهذه كلها عوامل مجتمعة أدت إلى الأزمة المالية العالمية. فهل بقي بعد ذلك في العالمين العربي والإسلامي من يزال يطالب بإدراج هذه الأدوات إلى أسواقنا!؟

## المصادر:

1. سامي إبراهيم السويلم، "التحوُّط في التمويل الإسلامي"، ورقة مناسبات (10)، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، 2007.
2. رضوان، سمير عبد الحميد، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005.
3. خان، طارق الله - حبيب، أحمد، "إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"، ورقة مناسبات رقم 5، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، 2003.
4. عبد الستار أبو غدة، "ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي(العربون، السلم، تداول الديون)"، ورقة مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية 19 مايو 2009.
5. عدنان عبد الله محمد عويضة، «نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي دراسة تأصيلية تطبيقية»، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة اليرموك، 2006.
6. محمد علي القري، «أساليب نقل المخاطر في المعاملات المالية الإسلامية (الاختيارات المالية)»، المؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 18-19 مايو 2009، البحرين.
7. قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورة مؤتمره الخامس، الكويت، 1409 (1988).
8. سميرة محسن، "المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2006.
9. عبد الرحيم الساعاتي، "نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 11، العدد 1، (1999م/1419هـ)، ص: 55-92.
10. Mohammed Obaidullah, « Islamic Risk Management: Towards greater ethics and efficiency », International Journal of Islamic Financial Services, Volume 3, Number 4.
11. MOHAMMED OBAIDULLAH, "Financial Options in Islamic Contracts: Potential Tools for Risk Management", Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics, Vol. 11, pp. 31419) 26- A.H / 1999 A.D)
12. Satyajit Das, "Credit Derivatives: CDOs and Structured Credit Products", Wiley Finance, 3rd Edition, 2005.
13. [http://www.amazon.com/Credit-Derivatives-Structured-Products-Finance/dp/0470821590/ref=dp\\_ob\\_title\\_bk/1854775155#-7112692-reader\\_0470821590](http://www.amazon.com/Credit-Derivatives-Structured-Products-Finance/dp/0470821590/ref=dp_ob_title_bk/1854775155#-7112692-reader_0470821590)

14. Philippe Jorion, "Financial Risk Management Handbook", Wiley Finance, 3rd Edition, 2003, p532.
15. Satyajit Das, "Credit Derivatives: CDOs and Structured Credit Products", Wiley Finance, 3rd Edition, 2005, p6
16. Mark J.P. Anson, Frank J. Fabozzi, Moorad Choudhry, Ren-Raw Chen, «Credit Derivatives: Instruments, Applications, and Pricing», John Wiley & Sons, USA, 2004,
17. Moorad Choudhry, "An Introduction to Credit Derivatives", Elsevier Butterworth-Heinemann, 1st Edition, 2004, p23-
18. Moorad Choudhry, "An Introduction to Credit Derivatives", Elsevier Butterworth-Heinemann, 1st Edition, 2004, p 13
19. Satyajit Das, "Credit Derivatives: CDOs and Structured Credit Products", p6
20. Moorad Choudhry, "An Introduction to Credit Derivatives", Elsevier Butterworth-Heinemann, 1st Edition, 2004, p 12
21. Vinod Kothari, "Credit derivatives: Types": [http://www.credit-deriv.com/types\\_credit\\_deriv.htm](http://www.credit-deriv.com/types_credit_deriv.htm)
22. Partnoy, Frank and Skeel, David A. Jr., "The Promise and Perils of Credit Derivatives" (2006). Scholarship at Penn Law. Paper 125.[http://lsr.nellco.org/upenn\\_wps/125](http://lsr.nellco.org/upenn_wps/125)
23. <http://www.bis.org>
24. <http://www.isda.com>