

حدود التحوط ضد مخاطر السوق باستخدام أدوات الهندسة المالية

- مدخل تحليلي للفترة 2009-2013 -

أ. لحسين عبد القادر- جامعة برج بوعريبيج

lahcieneak01@gmail.com

أ.د. الجوزي جميلة-جامعة الجزائر "3"

الملخص:

شهد الاقتصاد العالمي ابتداء من تسعينيات القرن الماضي تقلبات طرأت على الأسواق المالية وفي مقدمتها تقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة وأسعار الأصول الأخرى، نتيجة للتغيرات الهيكلية التي تعرض الاقتصاد العالمي خاصة على مستوى الأسواق المالية، وقد شكلت خطرا على المؤسسات المالية المصرفية، وعلى هذا الأساس ابتكرت هيئات الأسواق المالية أدوات مالية جديدة منها: الخيارات والمستقبليات والعقود الآجلة والمبادلات، تضمن لها التحوط (التغطية) من مخاطر كل تلك التقلبات، ومن هنا تأتي أهمية هذه البحث لمعرفة الأهمية النسبية لاستخدام عقود المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق وكيفية الحد منها، وبالأخص ما تعلق منها بمخاطر أسعار الصرف الأجنبي ومخاطر أسعار الفائدة، ويعد استخدام استراتيجيات التحوط أهم وأنسب أساليب إدارة تلك المخاطر.

كلمات مفتاحية: تحوط، مخاطر أسعار الصرف، مخاطر أسعار الفائدة، أدوات الهندسة المالية، إدارة مخاطر السوق.

Summary:

The global economy is starting from the nineties of the last century fluctuations occurred in the financial markets, particularly the volatility of exchange rates and interest rates and the prices of other assets, as a result of the structural changes that the global economy suffered particularly at the level of the financial markets, has formed a threat to the financial banking institutions, and on this basis invented financial markets bodies of new financial instruments such as: options, futures and futures exchanges, guaranteeing them the hedge (coverage) the risk of all these twists and turns, hence the importance of this research to determine the relative importance of the use of financial derivatives contracts in the market risk management and how to reduce them, especially those relating to the risks of foreign exchange and interest rate risk, and the most important is the use of hedging strategies and the most suitable methods of managing those risks.

Keywords: hedge, exchange rate risk, interest rate risk, financial engineering tools, market risk management.

JEL classification codes: G3, G32, G320.

1. تقديم:

باتت التقلبات الفجائية التي طرأت على الأسواق المالية مؤخرًا ومنها أسعار الصرف وأسعار الفائدة وأسعار الأصول الأخرى (الأسهم، السلع الرئيسية، المعادن الثمينة...) إحدى الظواهر التي شهدتها الاقتصاد العالمي، وقد جاءت هذه التقلبات جراء التغيرات الهيكلية التي تعرض لها الاقتصاد والتي منعتها تعويم أسعار الصرف وانحياز نظام بريتون ووردز وإزالة الحواجز والقيود أمام تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود، وقد شكلت تلك التقلبات خطراً على المؤسسات المالية والمصرفية العالمية، إذ قد شكلت وجودها وعرضتها للإفلاس لذلك نشطت تلك المؤسسات في ابتكار أدوات جديدة تضمن لها التحوط من مخاطر هذه التقلبات.

لذا ظهرت أسواق المشتقات المالية بأنواعها المختلفة (الخيارات والمستقبليات والعقود الآجلة والمبادلات)، مما أدى ظهور مفهوم الهندسة المالية الذي يعتمد على مجموعة من المنتجات والأدوات والخدمات المالية المستحدثة الذي تشكل المشتقات المالية جوهره، وقد بدأ التعامل بالمشتقات المالية لأول مرة في بورصة شيكاغو في عام 1973 وكان التعامل بها مقتصرًا على أسهم 17 شركة فقط من أسهم الشركات التي تتداول في بورصة نيويورك، أما اليوم فقد تطور التعامل بها بشكل كبير، إذ قدرت الإحصائيات الصادرة عن البنك المركزي البريطاني حجم التعامل بالمشتقات بأنه يشكل حوالي ثلثي حجم تجارة العالم بالسلع والأدوات المالية المتنوعة، مما يعكس الأهمية المتزايدة للمشتقات في الأسواق العالمية، إذ بدأت هذه الأدوات تحل محل الأدوات المالية الرئيسية في عقد الصفقات لغرض تقليل هامش الخطورة الذي يواجهه المتعاملون في الأسواق المالية.

2. مشكلة البحث: يترتب على التحديات المعاصرة التي تواجه منظومة العولمة والانفتاح الاقتصادي وجود حاجة ملحة للمؤسسات المالية والمصرفية لتطوير سياساتها وأدواتها المستخدمة في إدارة المخاطر المالية إلى جانب العمل الدائم على تطوير وتحسين السياسات الاستثمارية وطرق تكوين محافظ الاستثمار بما يضمن تعظيم مختلف العوائد الاستثمارية، ولعل أنسب تلك السياسات التي تثبت فعاليتها في إدارة المخاطر المالية حديثاً أدوات الهندسة المالية إذا استخدمت بالشكل الأمثل، فإنها تمكن من التحوط ضد مخاطر السوق التي تتعرض لها المؤسسات المالية والمصرفية.

تأسيساً على ما سبق، هناك حاجة ماسة لدراسة في إطار تحليلي للوقوف على الأهمية النسبية لتغطية مخاطر السوق باستخدام أدوات الهندسة المالية، وما هي حدود هذه التغطية، مع تحديد الأدوات المالية المشتقة الأنسب لتغطية كل مخاطر من مخاطر السوق على حدة.

3. هدف البحث: تنبع أهمية البحث من ناحيتين، الأولى في كونه يعالج مسألة جدية وحساسة تواجه كافة الأسواق المالية ومنشآت الأعمال خاصة المالية والمصرفية منها، والمتمثلة في مخاطر تقلبات الأسعار، والأهمية الثانية تأتي من أن أسلوب التحوط جزء من الإستراتيجية التي تستخدمها منشآت الأعمال والمتعاملين في السوق المالي لإدارة مخاطر السوق، وهي الوسيلة المستعملة للتخفيف من حدة المخاطر أو العمل على تجنب المخاطر إلى أقصى حد ممكن.

4. فرضية البحث: يقوم البحث على فرضية واحدة مفادها، أن استخدام أدوات الهندسة المالية في التحوط ضد مخاطر السوق يساهم بشكل نسبي تجنب/تخفيض مخاطر السوق التي تتعرض لها منشآت الأعمال.

5. الدراسات السابقة:

1. منية قرين بعنوان: "المشتقات المالية كأداة لتغطية مخاطر السوق المالية دراسة حالة الكويت"، رسالة

ماجستير، جامعة قاصدي مرباح سنة 2011.

تهدف هذه الدراسة لمعرفة مدى مساهمة عقود المشتقات 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.

2. محمد عبد الحميد عبد الحي بعنوان: "استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف

الإسلامية"، أطروحة دكتوراه، جامعة حلب السورية سنة 2014.

هدفت الدراسة إلى معرفة الدور الذي تلعبه الهندسة المالية في إدارة المخاطر المصرفية في المصارف التقليدية من خلال ما تقدمه من تقنيات لإدارة المخاطر فضلاً عن المنتجات المالية المستحدثة في هذا المجال، ونظراً لتنامي الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية محلياً وإقليمياً ودولياً، كما ركزت على تحديد وقياس مدى إمكانية تطبيق بعض تقنيات الهندسة المالية الخاصة بإدارة المخاطر في المصارف التقليدية من القيام بمهندسة نموذج لإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية وذلك بالاستناد إلى المعيار الخاص بالمبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية من خلال الأخذ بعين الاعتبار تصنيفات المخاطر.

3. عبد الكريم قندوز، بعنوان: "التحوط وإدارة المخاطر بالصناعة المالية"، أطروحة دكتوراه، جامعة حسية

بن بوعلي، الشلف، 2012.

تناولت الدراسة التأصيل لموضوع التحوط وإدارة المخاطر، ووضع أسسه انطلاقاً من أحكام الشريعة الإسلامية المتعلقة بالمعاملات المالية، وإيجاد منهج إسلامي أصيل ومعاصر يمكن من خلاله تطوير أدوات للتحوط ضد المخاطر التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية على اختلاف أنواعها، خاصة وأن المؤسسات المالية التقليدية قد خطت في هذا الخصوص خطوات هامة، أما الجانب التطبيقي في الدراسة فعالج المستوى العملي بالمؤسسات المالية الإسلامية في مجال التحوط وإدارة المخاطر.

4. صبيحة قاسم هاشم، بعنوان: "التحوط المالي لمخاطرة أسعار الصرف باستعمال أدوات الهندسة

المالية"، مقال منشور في المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد الخامس والعشرون.

جاء هذا البحث لتسليط الضوء على إدارة مخاطر سعر الصرف وكيفية الحد منها باستخدام إستراتيجيات التحوط المالي، وخلص البحث إلى أن التحوط المالي ضد مخاطر أسعار الصرف يتمثل باستخدام العقود المالية ضد التقلبات غير المرغوبة في معدلات الصرف الأجنبي ويمكن أن يتحقق ذلك من خلال تحديد المركز في السوق النقدي الذي يمثل التعامل الحقيقي، حيث يؤدي استخدام أدوات التحوط المالي (مشتقات العملة) إلى تخفيض تقلبات التدفقات النقدية المتوقعة للشركات، وتحقيق مزايا تنافسية.

6. خطة البحث: للإجابة على إشكالية البحث وفرضيته تم توظيف المنهج الوصفي عن طريق الاستعانة بالكتب

والدوريات، إضافة إلى تحليل البيانات الإحصائية حول أدوات الهندسة المالية وتوزيعها الهيكلي على مختلف مخاطر السوق

في أسواق مالية مختلفة المنظمة وغير المنظمة خلال الفترة (2009-2013)، وللوصول إلى تحقيق ذلك فقد تم تقسيم البحث إلى ثلاثة محاور:

المحور الأول: مفاهيم حول أدوات الهندسة المالية وتقنية التحوط

المحور الثاني: أنواع أدوات الهندسة المالية المستخدمة في التحوط

المحور الثالث: استخدام أدوات الهندسة المالية في التحوط -دراسة للفترة (2009-2013)

المحور الأول: مفاهيم حول أدوات الهندسة المالية والتحوط

نظرا للتطورات السريعة التي شهدتها الأسواق المالية وتطور البنى الأساسية والتشريعات لمواكبة هذه التطورات قامت فئة متخصصة أطلق عليهم "المهندسون الماليون" بابتكار العديد من الأدوات المالية لمواكبة هذا التطور، إذ تتجسد فلسفة الهندسة المالية في تطوير مجموعة من الأدوات المالية الجديدة التي تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع ظروف فائقة التعقيد وسرعة التغير التي تتميز بها هذه الأسواق في الوقت الحاضر، وتؤدي هذه الظروف إلى فقدان الدقة والموضوعية في إمكانية التنبؤ باتجاه ومقدار وتحرك المتغيرات المالية المؤثرة في عمل المنشآت، وترتكز هذه الفلسفة على مبادئ أساسية أهمها:¹

- إيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز التعرض المرغوبة للمخاطرة وإدارة هذه المخاطرة بأفضل صورة ممكنة؛
- تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وحلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبيا، إذ أن كلف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية (المشتقات المالية) تكون غالبا أقل من كلف التعامل بالطرق التقليدية؛
- تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استخدامها في عمليات الاستثمار والمضاربة والتحوط بصيغ مختلفة تعد بإمكانيات كثيرة لتحقيق الأرباح التي قد تصل إلى 100 بالمائة من المبالغ المستثمرة فيها؛
- تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة التي تتميز بالسيولة العالية نسبيا سواء أكانت في الأسواق المنظمة أم الموازية.

أولا: مفهوم المشتقات المالية

تعرف المشتقات المالية بأنها عقود مالية مشتقة من عقود الأوراق المالية والعملات الأجنبية للتعامل مع المستقبلⁱⁱ.

كما يمكن تعريفها بأنها عقود مالية تعطر لحاملها الحق في شراء أو بيع موجود معين (حقيقي أو مالي أو نقدي) بسعر محدد بكميات محددة وخلال فترة زمنية معينةⁱⁱⁱ.

وتبعاً لذلك تعرف المشتقات المالية بأنها عبارة عن عقود مالية معقدة تتيح لمستخدميها قدر كبيراً من التحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار ويجري التعامل بها مستقبلاً^{iv}.

أشار التعريف إلى العناصر المهمة التي تميز المشتقات المالية:

1. عقود مالية: أي تكون في صورة أوراق مالية أو سلع أو معادن ثمينة، أو أية موجودات أخرى؛
2. معقدة: حيث يتطلب من المتعاملين في المشتقات أن يكونوا على دراية بأساليب التعامل بها وإلا فسيؤدي ذلك إلى خسائر مالية كبيرة؛

3. مستخدموها: حيث تستخدم من قبل المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها؛

4. التحوط ضد المخاطر: حيث تعتبر أسلوب جديد مناسب لإدارة المخاطر المالية والتشغيلية في العمل؛

5. التعامل مستقبلاً: وهذا يعني أن مكونات التداول بعقود المشتقات يتم الاتفاق عليه في وقت إبرام العقد ولكن لا يحصل التنفيذ الفعلي لها إلا في المستقبل.

وتأسيساً على ما سبق من التعاريف يمكن نقول، أن المشتقات المالية هي: أدوات مالية حديثة ترتبط قيمتها بقيمة الأصول محل التعاقد، وتعلق بينود خارج الميزانية العمومية، يتم التعامل بها في الأسواق المالية المتقدمة ذات الكفاءة العالية، حيث تكثر الأوراق الجديدة ويسهل التنبؤ نسبياً بمستقبل الأسعار، وتستخدم غالباً لأغراض التحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار، وأن جل عقود المشتقات يتم تسويتها على أساس فروق الأسعار بين طرفين في تاريخ التنفيذ، وبالتالي تنخفض تكاليف التعامل بها مقارنة ببقية الأدوات المالية الأخرى.

ثانياً: أنواع أسواق المشتقات المالية

تختلف أسواق المشتقات المالية عن غيرها من الأسواق بأنها تجري في نوعين من الأسواق هما:^v

1. الأسواق المنظمة: وهي أسواق نمطية تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه البائع والمشتري، وتعرف الأسواق النمطية بأنها: السوق التي تكون العقود المتداولة فيها محددة حسب نمط معين بالنسبة لأحجامها وأحكامها، وشروط تسليمها، أي بمعنى أن هذه الشروط ليست محلاً للتفاوض عليها.

يتم تنفيذ الصفقات في هذه الأسواق من خلال دار المقاصة أو ما يسمى دار التسوية التي تقوم بدور الوسيط بين البائعين والمشتريين، حيث أن الهدف من وجودها هو لضمان احترام والتزام المتعاملين بتنفيذ الصفقات، وتتميز هذه الأسواق بمبكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم وبشرط التعامل فيها أن تكون الأوراق المالية مدرجة في تلك الأسواق، ومن المشتقات المالية التي يمكن تداولها في هذه الأسواق هي: عقود الخيارات والمستقبليات.

2. الأسواق غير المنظمة: وهي أسواق غير نمطية (تكون العقود المتداولة فيها مفصلة حسب رغبة المتعاملين) إذ ليس لها هيكل تنظيمي أو إطار مؤسسي محدد وتمثل ببيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية، ويجري التعامل فيها دون التقييد بمكان أو زمان محدد إذ تتم عمليات البيع والشراء من خلال وسائل إلكترونية متطورة، ظهرت هذه الأسواق نتيجة امتناع بعض الشركات عن الإفصاح عن البيانات والمعلومات الخاصة بها خوفاً من المنافسة أو لعدم توفر الشروط التي تمكنها من الدخول إلى الأسواق المنظمة.

ثالثا: مفهوم التحوط

التحوط: يعني التحوط بمفهومه العام اتخاذ مركزين مختلفين، بحيث أن الخسائر المتحققة لأحد المراكز يجب أن توازن "زيادة ونقصانا" أرباح المركز الآخر، وبهذا يحاول التحويط أن يزيل مخاطرة السعر من خلال تثبيت سعر التبادل كي يتم في تاريخ لاحق^{vi}.

التحوط: هو: "فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في الأدوات المالية المشتقة"^{vii}، ويمكن استخدامه من خلال أدوات الهندسة المالية، فإذا ما وقع الاختيار على إحدى هذه الأدوات، فإن المتحوط يتعين عليه أن يتأكد من انخفاض أو تقليل نسبة التحوط إلى المخاطرة.

وعلى هذا الأساس، الفكرة الأساسية للتحوط من مخاطر تقلبات الأسعار هو لتخفيض تقلبات التدفقات النقدية وبالتالي تحسين أداء الأسواق المالية، ويعد الجدول القائم على ضرورة أن تتحوط الشركات والمستثمرين موضع اهتمام للعديد من الباحثين والمنظرين في المجال المالي، وعلى هذا الأساس فإن التحوط باستخدام أدوات الهندسة المالية يمكن الاعتماد عليها لإدارة المخاطر المتعلقة بتحركات الأسعار في الأجل القصير، تلك المخاطر متمثلة في مخاطر السوق، ويمكن استخدام عقود المشتقات المتمثلة في العقود الآجلة والعقود المستقبلية، والخيارات والمبادلات.

ولكون القيمة الحقيقية للمؤسسات المالية والمصرفية تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، وإن القضية المركزية لنظرية إدارة المخاطر تشير إلى أن قيمة المؤسسات يمكن أن تزداد من خلال اتخاذ المراكز المالية التي تجعلها تحقق ربحا عندما تكون التدفقات النقدية لها أقل من المتوقع، لا بد للمؤسسات ولغرض تنفيذ إدارة المخاطر الناجحة أن تحدد أولا كيف يمكن أن تتأثر التدفقات النقدية المتوقعة لتحركات الأسعار ومن ثم تحديد كيف يمكن التحوط لها.

رابعا: إستراتيجيات التحوط

هناك العديد من الأشكال التي يتم استخدامها للتحوط ضد مخاطر السوق، نبينها فيما الآتي:

أولا: التحوط القصير: في هذه الإستراتيجية الشخص الذي يمتلك سلعة أو أصول ويخشى انخفاض سعر هذه السلعة أو الأصل، فإنه يأخذ في الاعتبار التحوط ضد انخفاض السعر من خلال الاحتفاظ بمركز قصير في بورصة العقود المستقبلية، فإذا انخفض السعر في السوق الحاضرة، فإن السعر ينخفض أيضا في بورصة العقود المستقبلية، ويطلق على هذا التحوط، التحوط القصير لأن المتحوط يحتفظ بمركز قصير في المستقبلية، بأن يتعاقد على بيع هذا الأصل في بورصة العقود، فلو افترضنا أن سعر هذا الأصل اليوم هو 100 دولار وأنه تعاقد على بيع هذا الأصل في بورصة العقود بذات السعر، فإذا انخفض السعر إلى 80 دولار فإن الخسارة التي مُتِي بها نتيجة السعر الذي في حيازته سوف يعوضها الربح الذي سيحققه من خلال العقد المستقبلي وبذات الفرق بين السعرين، حيث سيكون بوسعه شراء هذا الأصل من السوق الحاضرة بسعر 80 دولار وبيعه في بورصة العقود وفقا للعقد بسعر 100 دولار؛

ثانيا: التحوط الطويل: ويطلق عليها أيضا التحوط التوقعي، لأن المتحوط يتوقع شراء سلعة أو أصل مالي من خلال السوق الحاضرة في تاريخ لاحق، ويستهدف هذا النوع من التحوط تثبيت سعر الشراء ويستخدم لحماية المستثمر ضد انخفاض أسعار الفائدة، فالشخص الذي يخطط لشراء سلعة ما في تاريخ مستقبلي لاحق وهو يخشى أية زيادة في سعر السلعة، قد يقوم بشراء عقد مستقبلي، فإذا إذا ما ارتفع سعر السلعة، فإن السعر في بورصة العقود المستقبلية سوف يرتفع أيضا وينتج ربحا سوف يعوض ولو جزئيا التكلفة المالية لشراء السلعة، وهذا ما يشار إليه بالتحوط الطويل

لأن المتحوط يحتفظ بمركز طويل في سوق المستقبلية، فحينما يقوم شخص ما بالبيع على المشكوف، أي أنه يبيع ما لا يملك في السوق الحاضرة هو يتوقع انخفاض السعر، وعلى أمل أن يشتريها بسعر منخفض ويربح الفرق بين السعرين، إلا أن البائع على المكشوف ليس على ثقة تماما من انخفاض السعر، فتقلبات السوق ليست مأمونة فيقرر شراء عقد مستقبلي، فإذا ما ارتفع السعر فإنه سوف يحقق ربحا يغطي به الخسارة نتيجة البيع على المكشوف؛

ثالثا: التحوط الجزئي مقابل التحوط الكلي: ففي التحوط الجزئي يقع اختيار المنشأة على بعض الأصول والخصوم بغرض التحوط لها من حين لآخر، فالمنشأة التي تقوم على سبيل المثال بشراء إحدى المواد الخام، قد تقوم بعمليات تحوط عليها دون غيرها من المواد الخام، أما التحوط الكلي، إنما يحدث عندما تتحوط المنشأة لكافة المخاطر التي تتعرض لها، ولأنه من الصعب أن تقرر منشأة التحوط الكلي من المخاطر التي تتعرض لها، فإن جل المنشآت إنما تتحوط لعدم تأكد مؤقت حول مستقبل سلعة معينة أو لتثبيت سعر قائم تستطيع من خلاله أن تحقق ربحا؛^{viii}

رابعا: التحوط الساكن: تستخدم هذه الإستراتيجية في تأمين المحافظ، وتكمن في التقييد بالعمل على تغطية المخاطر ساعة اتخاذ القرار فقط ودون متابعة، أي أن الهدف من التحوط هنا هو تثبيت الوضع الحالي عن القيام بالعملية حتى تاريخ الاستحقاق، وتنطوي هذه الإستراتيجية على بيع محفظة الأسهم وشراء العدد المناسب من الشهادات التي تصدرها الشركات وتعطي لحاملها الحق في شراء أسهم أو سندات في تاريخ مستقبلي بسعر محدد مسبقا، على أن يتم وضع الفائض النقدي وديعة بسعر فائدة ثابت، على أن يعكس الوضع في نهاية السنة^{ix}؛

خامسا: التحوط المتحرك: يقصد به تعديل المراكز المتحوطه لتحقيق أرباح إضافية وتخفيض مخاطرة السوق نتيجة تغيير أسعار كل من أداة السوق وأداة التحويط عبر الوقت، وهذا يعني أن يتابع المحوط سلوك الأسعار (الحاضرة والمستقبلية) أثناء عملية التحويط، مما يؤدي إلى وقوف الخسائر في حالة كون تحركات الأسعار في غير صالح مركز المحوط وأن احتمالية تخفيض مخاطرة السوق أو تجنبها تكون كبيرة^x؛

المحور الثاني: أنواع أدوات الهندسة المالية المستخدمة في التحوط

يمكن أن تقسم أدوات الهندسة المالية المستعملة في التحوط ضد مخاطر السوق، إلى عدة أنواع حسب نوع العقود المستخدمة في التعامل.

أولا: الخيارات

بدأت التعامل بالخيارات عام 1973 في بورصة شيكاغو في الولايات المتحدة، وكان التعامل بها مقتصرًا على خيارات الأسهم، أما اليوم فقد حققت الخيارات نجاحا واسعا وامتدت لتشمل التعامل بمؤشرات الأسهم وأسعار الفائدة والمعادن الثمينة والسلع الأساسية وغيرها من الموجودات.

ويعرف عقد الخيار بأنه: عقد بين طرفين (البائع والمشتري) يمنح بموجبه الطرف الآخر الحق وليس الالتزام بشراء أو بيع أصل معين أو أداة مالية معينة بسعر محدد وخلال فترة زمنية معينة^{xi}، ويطلق على ذلك السعر بسعر الممارسة أو سعر التنفيذ، ويوجد نوعين من الخيار هما:

الخيار الأمريكي: الذي يتيح للمستثمر حق شراء أو بيع عدد محدد من الأوراق المالية بسعر محدد على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت خلال المدة بين إبرام العقد وانتهائه، وهناك الخيار الأوروبي: وهو مشابه لما سبق، غير أن تنفيذ العقد (بيع أو شراء) لا يتم إلا في تاريخ انتهائه^{xii}.

تنطوي فلسفة هذه العقود على استفادة المتعاملين من صحة توقعاتهم بارتفاع أو انخفاض الأسعار وذلك بامتلاك حق خيار الشراء أو حق خيار البيع، حسب توقعاتهم باتجاه الأسعار، ويمكن تقسيم الخيارات إلى قسمين:

1. حسب طبيعة العقد: ويوجد:^{xiii}

أ. **خيارات الشراء:** تعطي لحاملها الحق في شراء أصل معين بسعر محدد وفي تاريخ محدد في المستقبل وفي المقابل يحصل بائع الخيار على ثمن مناسب للإنشاء والالتزام بالتنفيذ الفعلي لحق الشراء، ويتم تحقيق الصفقة بين البائع والمشتري، عندما تكون توقعات المشتري مختلفة عن توقعات البائع.

ب. **خيارات البيع:** وتعطي لحاملها الحق في بيع أصل معين بسعر محدد وفي تاريخ محدد مستقبلاً ويقوم المستثمر (مشتري خيار البيع باستخدام هذا الخيار عندما يتوقع انخفاض الأسعار في أسعار الأصول).

2. حسب نوع الأدوات المالية المستخدمة في التحوط

تقسيم الخيارات حسب نوع الأدوات المالية المستخدمة في التحوط إلى:^{xiv}

أ. **خيارات أسعار الفائدة:** وهي خيارات تعطي لحاملها الحق في اقتراض أو إقراض مبلغ معين بعسر فائدة معين وبتاريخ لاحق في المستقبل، وبهذا فإن حامل الخيار يكون قد حصل على ضمان بعدم تغير أسعار الفائدة في المستقبل من خلال دفعه مقابل ذلك.

ب. **خيارات مؤشرات الأسهم:** وهي عقود ترم على بيع أو شراء مؤشرات الأسهم^{xv}، إذ يوجد في كل بورصة أو سوق مالية في جميع الدول مؤشرات أسهم تعطي دلائل على اتجاهات أسعار الأسهم المتداولة فيها وهذه الخيارات حولت مؤشرات الأسهم إلى أصل استثماري له قيمة وسعر محدد يمكن تداوله في السوق المالية وينطبق عليه جميع إجراءات التعامل والتداول المطبقة على أي أصل آخر، ولا يترتب على تنفيذ عقد خيار مؤشرات الأسهم تسليم فعلي للأسهم وإنما يتم تسوية العقود على أساس نقدي، بمعنى أن المتثمر يحقق ربحاً أو خسارة بالاعتماد على الفرق بين القيمة السوقية السائدة للمؤشر وسعر التنفيذ المتفق عليه علماً أن المستثمر الذي يتعامل مع عقد خيار مؤشرات الأسهم يجب أن يجدد المؤشر الذي يرغب التعاقد عليه.

ج. **خيارات العملة:** ظهر هذا النوع من الخيارات لأول مرة في بورصة فلاديلفيا، إذ كان الهدف من وجودها هو تفادي التغيرات التي تطرأ على أسعار صرف العملات، وهذه الخيارات مقتصرة على عملات أجنبية محددة هي: الين الياباني، المارك الألماني، الجنيه الاسترليني، اليورو^{xvi}.

ويقصد بها: عقود تعطي لحائزها الحق في إتمام عملية شراء أو بيع مبلغ معين من عملة معينة مقابل الدولار بسعر صرف معين وفي تاريخ محدد في المستقبل^{xvii} وتكون خيارات العملات مقابل الدولار الأمريكي فقط، إذ ليس هناك خيارات على الأسعار التفاضلية.

2. المستقبلية: وتعد من أهم أنواع المشتقات المالية التي يتم تداولها في الأسواق المنظمة، وتعرف بأنها: إلتزام تعاقدى نمطي إما لشراء أو بيع موجود معين بسعر متفق عليه يسمى السعر المستقبلي (سعر التنفيذ) على أن يتم الاستلام أو التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل^{xviii}.

إن التعامل بهذه العقود لا يتم فيها الفوري لقيمة العقد بين المشتري والبائع وإنما يلتزم كلا الطرفين بدفع نسبة من قيمة العقد لدى دار المقاصة تتراوح ما بين (5-10 بالمائة) من قيمة العقد وهذا ما يسمى بالهامش الأولي^{xix} وأن الهدف من ذلك هو ضمان حماية الطرفين من المشاكل التي تترتب على عدم قدرة أي من الطرفين على الوفاء بالتزاماته، فضلا عن أن التعامل بالعقود المستقبلية بمعنى أن إلتزاما قد حصل بين المشتري والبائع، فهذه العقود تكتسب الصفة القانونية.

وتقسم المستقبلية إلى أنواع عدة منها:

أ. مستقبلية أسعار الفائدة: يقصد بالمستقبلية على أسعار الفائدة، المستقبلية القائمة على سندات الدين أو ودائع ما بين البنوك، من الناحية النظرية مشتري مستقبلية السندات يوافق على تسليم السندات (محل التعاقد) عند انتهاء مدة العقد، وبائع العقد يوافق على تسليم أداة الدين (السند)^{xx}. وتعد من أهم العقود وأكثرها تداولاً في الأسواق المنظمة بشكل عام والأسواق المستقبلية بشكل خاص، وهذا يعود إلى التغيرات الكبيرة التي تطرأ على أسعار الفائدة بوصفها من أكثر المخاطر التي يتعرض لها المقرضون والمقترضون.

ب. مستقبلية مؤشرات الأسهم: برزت العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم كأداة أساسية في التغطية ضد مخاطر التقلب في أسعارها، وفي أسواق الو.م.أ تقتصر التغطية ضد مخاطر تقلب أسعار الأسهم، على محافظ الأسهم دون أن تمتد إلى التغطية ضد مخاطر تقلب أسعار الأسهم الفردية^{xxi}.

ج. مستقبلية العملات: هي عقود شراء أو بيع كمية محددة من العملات الأجنبية بسعر محدد وفي موعد محدد في المستقبل^{xxii}، ومن العملات الرئيسية المتداولة فيها هي الدولار الأمريكي الين الياباني، واليورو والباوند الاسترليني.

3. المبادلات: تعرف بأنها: إلتزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد^{xxiii}، وتعد المبادلات من أقدم العمليات التجارية، إذ كانت منذ القدم تستخدم لمبادلة سلعة معينة بسلعة أخرى، أما اليوم فقد تطور التعامل بها وأصبحت لا تقتصر على مبادلة السلع وإنما شملت مبادلات العملات وأسعار الفائدة، كما نبينه أدناه:

أ. مبادلات العملات: وهي عملية مبادلة (بيع أو شراء) عملة معينة على أساس التسليم الفوري (الآني) وبالسعر الفوري وفي الأسواق الآنية وإعادة بيعها أو شرائها في الوقت نفسه على أساس التسليم الآجل في السوق الآجلة وبالسعر الآجل الذي يتم تحديده على أساس الفروق في أسعار الفائدة على القروض أو الودائع بين العملتين^{xxiv}.

ب. مبادلة أسعار الفائدة: وتعرف بأنها مبادلة أسعار فائدة محددة مع طرف آخر يلتزم بسداد مدفوعات بأسعار فائدة مختلفة^{xxv}، وتقسّم مبادلة أسعار الفائدة إلى ثلاثة أقسام: ^{xxvi}

- مبادلة القسام: هي مبادلة أسعار فائدة ثابتة بأسعار فائدة متغيرة من العملة نفسها؛

- مبادلة الأساس: هي مبادلة أسعار فائدة متغيرة بأسعار فائدة متغيرة من العملة نفسها؛
 - مبادلة فائدة مختلفة العملات: هي مبادلة أسعار فائدة من عملة معينة بأسعار فائدة متغيرة من عملة أخرى.
- علما أن عملية المبادلات تتم في الأسواق غير المنظمة ولا تنظمها دار المقاصة لذلك تكون مخاطرها الائتمانية كبيرة.

4. العقود الآجلة: نشأت العقود الآجلة بعد الانتقال من نظام القاعدة السلعية إلى نظام التقويم بهدف التحوط من مخاطر تغير أسعار العملات الأجنبية، إذ أن التعامل بالعملات ينطوي عليه عدد من المخاطر، فمثلا شراء عملة معينة والاحتفاظ بها لفترة زمنية معينة قد يترتب عليه انخفاض في قيمتها مما يضع المشتري في موقف حرج، وعليه فإن الاحتفاظ بأرصدة محدودة من العملات لاستعمالها في عملية البيع يترتب عليها مخاطر تذبذب الأسعار بالنسبة إلى هذه الأرصدة، ولتفادي تلك المخاطر تلجأ البنوك إلى استخدام العقود الآجلة التي تعرف بأنها: عقود ملزمة بشراء أو بيع أصول معينة بسعر يتفق عليه وقت التعاقد على أن يتم الاستلام والتسليم في تاريخ لاحق في المستقبل^{xxvii}.

ومن أنواع العقود الآجلة عقود أسعار الفائدة الآجلة، وتعرف بأنها: اتفاق بين طرفين البائع والمشتري أو المقرض والمقترض لقيام هذين الطرفين بتاريخ محدد في المستقبل بتسوية الفرق بين سعر الفائدة المتفق عليه عند العقد وسعر الفائدة السائد عند التسوية^{xxviii}.

ومع نمو التعامل بالمشتقات السابقة وزيادة وعي المستثمرين بأهميتها وكيفية التعامل معها لم تعد المشتقات المالية السابقة قادرة على تلبية حاجات المستثمرين، الأمر الذي أدى إلى تطوير المشتقات وإدخال أدوات أكثر نفعاً وأكثر تعقيداً أطلق عليها مشتقات المشتقات التي هي عبارة عن عملية مزج بين أداتين أو أكثر من الأدوات المشتقة لتعطي أداة هجينة تحمل كل أو بعض مواصفات الأداتين، وذلك للتغلب على بعض المخاطر والاستفادة من بعض المزايا التي تتصف بها كل أداة.

المحور الثالث: إطار تحليلي للتحوط باستخدام أدوات الهندسة المالية للفترة (2009-2013)

يهدف تداول المشتقات كأدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر في الجهاز البنكي والاستثمار المالي، بهدف توزيع وتقليل المخاطر المالية للمتعاملين والاستفادة من المزايا التي تتيحها تلك الأدوات، سيتم التطرق إلى دراسة تحليلية لحجم التعاملات بهذه الأخيرة في كل من السوق المنظم والسوق غير المنظم بصفة عامة، وحجم التعامل لكل نوع من المشتقات بصفة خاصة، وذلك بالاعتماد على إحصائيات أسواق المشتقات في سداسيات لكل من السوقين المنظم وغير المنظم، تلك الإحصائيات توفر بيانات عن المبالغ غير المسددة والقيم السوقية الإجمالية وتسمح بمراقبة تطور قطاعات السوق خاصة، جنباً إلى جنب مع للخدمات المصرفية وإحصاءات الأوراق المالية، وأنها تقدم صورة أكثر شمولاً من النشاط في الأسواق المالية العالمية كذلك، خلال الفترة (2009 - 2013).

1.2. تطور التعامل بالمشتقات المالية في السوقين المنظم وغير المنظم: للاستفادة من مزايا المشتقات المالية التي تتمثل في المضاربة، التحوط،... إلخ يتم التوجه إلى التعامل بها في إطار كل من السوق المنظم والسوق غير المنظم، وسيتم التطرق إلى مدى توجه المؤسسات المالية خاصة منها البنوك إلى استعمالها، من خلال دراسة تطور حجم التعاملات خلال فترة زمنية محددة.

1.1.2 السوق غير المنظم: تتمثل حجم التعاملات من عقود المشتقات المالية في السوق غير المنظم خلال الفترة (2009-2013) فيما يلي:

الجدول رقم (01): هيكل تداول المشتقات المالية حسب طبيعة المخاطر في السوق غير المنظم
الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	ديسمبر 2009		ديسمبر 2010	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012	جوان 2013	
	المبلغ	النسبة				المبلغ	النسبة
عقود سعر الصرف	49181	8,14	57796	63349	67358	73121	10,55
عقود سعر الفائدة	449875	74,49	465260	504098	489703	561299	81,01
مؤشرات رأس المال	5937	0,98	5635	5982	6251	6821	0,98
عقود السلع	2944	0,49	2922	3091	2587	2458	0,35
مبادلات الائتمان	32693	5,42	29898	28633	25069	24349	3,51
أنواع أخرى	63270	10,48	39536	42609	41611	24860	3,59
المجموع	603900	100	601047	647762	632579	692908	100

BIS Quarterly Review, December 2013, P133 Source:

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن التعامل بالمشتقات المالية في السوق غير المنظم شهد تذبذباً خلال الفترة الممتدة بين (2009-2013) حيث قدر حجم تداولها بـ 603900 بليون دولار في نهاية 2009، ثم انخفض في نهاية 2010 حيث بلغ 601047 بليون دولار، في حين شهد ارتفاعاً محسوساً سنة 2011، حيث قدر بـ 647762 بليون دولار، ليصل حجم التعامل إلى 692908 بليون دولار في جوان 2013.

ولاحظنا أيضاً أن المشتقات المالية المستخدمة لإدارة مخاطر سعر الفائدة قد أخذت نصيباً وافراً من حجم التداول في السوق غير المنظم، والذي بلغ 449875 بليون دولار في ديسمبر 2009، وهو ما يعادل 74.49% من حجم التعامل الكلي، وعرف هذا الأخير ارتفاعاً في السنة الموالية حيث بلغ 465260 بليون دولار وهو ما يعادل 77.41% رغم انخفاض حجم التعامل الكلي بالمشتقات المالية في هذه السنة، أما في جوان 2013 فقد عرف حجم التعامل بالمشتقات المالية المستخدمة لإدارة مخاطر سعر الفائدة ارتفاعاً معتبراً حيث بلغ 561299 بليون دولار وهو ما يعادل 81% وهي أكبر نسبة حققها مقارنة مع السنوات الأخرى، وبصفة عامة فإن نسبة استخدام المشتقات المالية لإدارة مخاطر سعر الفائدة من إجمالي حجم التعامل الكلي في السوق غير المنظم، تفوق ثلاث أرباع متوسط حجم التعاملات بالمشتقات التي تغطي باقي المخاطر.

أما فيما يخص حجم تداول المشتقات المالية الموجهة لإدارة مخاطر الصرف فقد بلغ 49181 بليون دولار سنة 2009، و 73121 بليون دولار في جوان 2013، وبهذا احتل التعامل بالمشتقات المالية الموجهة لإدارة مخاطر الصرف المرتبة الثانية من حجم التعامل الكلي، أما فيما يخص المشتقات المالية الموجهة لإدارة مخاطر كل من مؤشر رأس المال وعقود السلع فيلاحظ أن حجم التعامل بهما ضئيل جداً وتكاد تنعدم حيث بلغ حجم تداولهما على التوالي 6821 بليون دولار و 2458 بليون دولار في جوان 2013، بنسبة 0.98% و 0.35% من حجم التعامل الكلي، وفيما يتعلق بالمشتقات المالية الموجهة لإدارة مخاطر الائتمان نلاحظ بأن وضعية حجم التعامل بها ليس أحسن بكثير من

مؤشر رأس المال وعقود السلع، بما يوافق 4.92% من متوسط حجم التعامل الكلي، وهذه النسبة تبقى قليلة إذا ما قورنت بأسعار الفائدة والصراف، وفيما يخص أنواع العقود الأخرى فقد بلغ حجم التعامل مبلغ 24860 بليون دولار أي ما يعادل 4% من حجم التعامل الكلي في السوق غير المنظم، وتبقى هذه النسبة قليلة مقارنة مع حجم التعامل بالمشنتقات المالية الموجهة لإدارة مخاطر كل من الصراف والفائدة.

مما سبق يمكن استخلاص أن أغلب التعاملات بالمشنتقات المالية في السوق غير المنظم موجهة لإدارة مخاطر الفائدة، وهذا راجع إلى أن مخاطر سعر الفائدة هي من أكبر مخاطر التي يتعرض لها البنوك التجارية لهذا تستخدم المشنتقات المالية لإدارة هذا النوع من المخاطر.

2.1.2 السوق المنظم: تم تقدير حجم التعامل بالمشنتقات المالية في إطار السوق المنظم خلال الفترة ديسمبر (2009-2013) وكذلك حجم التعامل بين المناطق بما يلي:

أ. حجم التعاملات المشنتقات المالية في السوق المنظم بصفة عامة

الجدول رقم (02): هيكل تداول المشنتقات المالية حسب طبيعة المخاطر في السوق المنظم

الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	ديسمبر 2009		ديسمبر 2010	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012	ديسمبر 2013
	النسبة	المبلغ	المبلغ	المبلغ	المبلغ	النسبة
عقود سعر الصراف	40,	291,6	314,4	308,4	336,3	384,1
عقود سعر الفائدة	91,71	67056,4	61943,4	53298,5	48545,6	57006,5
مؤشرات رأس المال	7,89	5769,6	5688,7	2956,4	5240,1	7237,2
الاجموع	100	73117,6	67946,5	56563,3	54122	64627,8

BIS Quarterly Review, March 2014, P136 Source:

نلاحظ من خلال كل من الجدول السابق أن حجم تداول المشنتقات المالية في انخفاض واضح، إذ كانت قيمتها في نهاية 2009 هي 73117.6 بليون دولار لتصل إلى 64627,8 بليون دولار في نهاية سنة 2013.

ولاحظنا أيضا أن المشنتقات المالية الموجهة لإدارة مخاطر سعر الفائدة قد أخذت كذلك نصيبا وافرا، من حجم التداول في السوق المنظم مقارنة مع باقي المشنتقات المالية الموجهة لإدارة مخاطر الأخرى، وهذا خلال فترة الدراسة حيث بلغ متوسط حجم تداول سعر الفائدة لهذه السنوات حوالي 60766.1 بليون دولار، أي ما يوافق 92%، أما بالنسبة لسعر الصراف يمكن القول أنها تعاني ضعف في حجم تعاملها بنسبة تعادل 0.46% من حجم التعامل الكلي في السوق المنظم، أما مؤشرات رأس المال فإنها تحتل المرتبة الثانية إذ بلغ حجم تداولها 5769,6 بليون دولار سنة 2009 وهو 7237,2 بليون دولار سنة 2013 بنسبة 11.2% من حجم تداولها الكلي، وهي نسبة صغيرة جدا إذا ما قورنت بالمشنتقات المالية الموجهة لإدارة مخاطر سعر الفائدة؛ ومن يمكن استخلاص أن السوق المنظم أنه هو الآخر معظم تعاملاته بالمشنتقات المالية موجهة لإدارة مخاطر الفائدة.

ب. هيكل تداول المشتقات المالية حسب المناطق

الجدول رقم (03): هيكل تداول المشتقات المالية حسب المناطق

الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	ديسمبر 2009		ديسمبر 2010	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012	ديسمبر 2013
	النسبة	المبلغ	المبلغ	المبلغ	المبلغ	النسبة
أمريكا الشمالية	47,32	34595,8	36216,9	31133,7	25218	35140,5
أوروبا	47,01	34376,2	25592,5	20811,9	23662	24352,4
آسيا	3,72	2718,7	3551,9	2688,7	2735,8	3393,3
أسواق أخرى	1,95	1427,1	2585,4	1929,2	2506,3	1741,6
المجموع	100	73117,8	67946,7	56563,5	54122,1	64627,8

BIS Quarterly Review, March 2014, P137 Source:

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن خلال الفترة (2009-2013) في السوق المنظم قد بلغ حجم التعامل بالمشتقات المالية في أمريكا الشمالية 34595.8 بليون دولار في 2009 ثم 35140,5 بليون دولار سنة 2013، أي ما يعادل 54,37% وبهذا احتلت المرتبة الأولى، لتأتي في المرتبة الثانية أوروبا بنسبة 37,68%، وتليها في المرتبة الثالثة آسيا بنسبة تداول 5,25% وهي نسبة جد ضئيلة مقارنة بسابقتها، في حين تأتي باقي الأسواق أخرى في المرتبة الأخيرة حيث حققت نسبة تداول بالمشتقات المالية 2,69% وهو ما يقدر بـ 1741,6 بليون دولار.

3.1.2 مقارنة حجم المعاملات بين السوق المنظم والسوق غير المنظم: يمثل الجدول الموالي مقارنة بين حجم التعامل في كل من السوق المنظم والسوق غير المنظم خلال الفترة (2009-2012)

الجدول رقم (04): مقارنة حجم تداول المشتقات المالية في السوق المنظم والسوق غير المنظم للفترة

الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	ديسمبر 2009		ديسمبر 2010	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012
	النسبة	المبلغ	المبلغ	المبلغ	النسبة
السوق المنظم	10,80	73117,6	67946,5	56563,3	54122
السوق غير المنظم	89,20	603900	601047	647762	632579
المجموع	100	677017,6	668993,5	704325,3	686701

BIS Quarterly Review, December 2013, P140 Source:

إن أهم ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول أعلاه أن حجم التعامل بالمشتقات المالية في السوق المنظم يمثل حوالي العشر من حجم التعامل في السوق غير المنظم، ولاحظنا أيضا أن هناك ارتفاع لحجم التعامل في السوق غير

المنظم حيث بلغ 603900 بليون دولار بليون دولار في نهاية 2009 بينما وصل إلى 632579 بليون دولار نهاية 2012 وهو ما يعادل 92%، ويقابل هذه الزيادة تراجع لحجم التعامل بالمشتقات المالية في السوق المنظم خلال فترة الممتدة من (2009-2012) إذ بلغت نسبتها 10.8% في 2009، أي ما يقدر بـ 73117.6 بليون دولار من حجم التعامل الكلي للمشتقات المالية بينما بلغت في نهاية 2012 إلى 7.88% وهو ما يوافق 54122 بليون دولار.

كما سبق يمكن القول أن حجم تداول المشتقات المالية في السوق غير المنظم المبني على المضاربة أكبر بكثير من حجم تداولها في السوق المنظم المبني على التغطية، وهذا راجع إلى اتجاه المتعاملون بالمشتقات المالية إلى استهداف المخاطر العالية وذلك بغرض تحقيق أكبر عوائد.

2.2 تحليل تداول المشتقات المالية في السوق المنظم: ليس هناك شك أن جميع المستثمرين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة، ويجد هؤلاء المستثمرين بغيثهم في أسواق المشتقات، والتي تمكن أولئك الراغبين في تقليل المخاطر من تحويلها إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطر.

صحيح أن أسواق المستقبلية والخيارات قد وجدت مؤخرًا، لكنها الآن أصبحت تستخدم من قبل المستثمرين ومستويات معقدة لإدارة المخاطر وفيما يلي عرض لحجم التعامل بكل من العقود المستقبلية وعقود الخيار.

1.2.2 العقود المستقبلية: يمثل الجدول الموالي حجم التعامل في العقود المستقبلية

الجدول رقم (05): هيكل تداول العقود المستقبلية حسب طبيعة المخاطر

الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	ديسمبر 2009		ديسمبر 2010	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012	ديسمبر 2013
	النسبة	المبلغ	المبلغ	المبلغ	المبلغ	النسبة
سعر الفائدة	94,89	20627,7	21013,4	21718,9	22639,6	93,35
سعر الصرف	0,66	144,3	170,2	221,2	230,7	0,93
رأس المال	4,45	966,1	1128,4	984	1205	5,72
المجموع	100	21738,1	22312	22924,1	24075,3	100

Source: BIS Quarterly Review, March 2014, P138

نلاحظ من خلال الجدول رقم 5 أن حجم التعامل الكلي بالمستقبلية في ارتفاع محسوس حيث بلغت قيمتها 21738.1 بليون دولار في نهاية 2009، بينما بلغت 25933,3 بليون دولار في ديسمبر 2013، كما لاحظنا أن حجم التعامل بالمستقبلية المستخدمة لإدارة مخاطر سعر الفائدة قد استحوذت على أكبر نصيب إذا ما قارناها بحجم تعامل المستقبلية الموجهة لإدارة مخاطر الصرف، فقد بلغ متوسط حجم تعامل المستقبلية الخاصة بأسعار الفائدة 21120 بليون دولار أي ما يوافق 94.6% من حجم التعامل بالمستقبلية، وتأتي في المرتبة الثانية مؤشرات رأس المال بنسبة 4.6% وهي نسبة صغيرة جدا مقارنة مع نسبة حجم المستقبلية الخاصة بأسعار الفائدة،

أما حجم التعامل بالمستقبليات الخاصة بأسعار الصرف فتحتل المرتبة الأخيرة إذ بلغ متوسطها 178.566 بليون دولار أي ما يوافق 0.8%.

2.2.2 عقود الخيار: يمثل الجدول الموالي حجم التعامل في عقود الخيار المتداولة على مستوى السوق المنظم

الجدول رقم(06): هيكل تداول عقود الخيار حسب طبيعة المخاطر

الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	ديسمبر 2009		ديسمبر 2010	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012	ديسمبر 2013
	المبلغ	النسبة	المبلغ	المبلغ	المبلغ	النسبة
سعر الفائدة	46428,7	90,36	40930	31579,6	25906	84,76
سعر الصرف	147,3	0,29	144,2	87,2	105,6	0,37
رأس المال	4803,5	9,35	4560,3	1972,4	4035,1	14,87
المجموع	51379,5	100	45634,5	33639,2	30046,7	100

Source: BIS Quarterly Review, March 2014, P138.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن حجم التعامل بالخيارات في تناقص مستمر، حيث بلغ 51379.5 بليون دولار في نهاية 2009، أما في نهاية 2010 فقد بلغ حجم التعامل بما 45634.5 بليون دولار، وانخفض إلى 33639.2 بليون دولار في نهاية 2011، ليصل 38694.5 بليون دولار في ديسمبر 2013.

ومن الملاحظ أيضا أن أغلب التعاملات بالخيارات يكون في أسعار الفائدة خاصة إذ بلغ متوسطها 39646.1 بليون دولار أي ما يعادل 91.03% من حجم التعامل الكلي بالخيارات، لتأتي في المرتبة الثانية الخيارات الخاصة بمؤشرات رأس المال بنسبة 8.68%، وفي المرتبة الأخيرة تأتي الخيارات الخاصة بأسعار الصرف بنسبة 0.29% أي ما يقدر بـ 126.233 بليون دولار.

3.2.2 مقارنة بين حجم التعامل في عقود الخيارات والعقود المستقبلية: يتم توضيح ذلك فيما يلي:

الجدول رقم (07): مقارنة بين حجم تعاملات العقود المستقبلية وعقود الخيارات

الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	ديسمبر 2009		ديسمبر 2010	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012	ديسمبر 2013
	المبلغ	النسبة	المبلغ	المبلغ	المبلغ	النسبة
العقود المستقبلية	21738,1	30	22312	22924,1	24075,3	40,13
عقود الخيار	51379,5	70	45634,5	33639,2	30046,7	59,87
المجموع	73117,6	100	67946,5	56563,3	54122	100

Source: BIS Quarterly Review, March 2014, P138

إن أهم ما نلاحظه من خلال الجدول أعلاه أن حجم التعامل بعقود المستقبلية هو حوالي نصف التعامل بعقود الخيارات، حيث بلغ متوسط حجم التعامل بعقود المستقبلية 22331.1 بليون دولار وهو ما يوافق 34% من حجم التداول الكلي، بينما بلغ متوسط حجم تداول عقود الخيار 42509.35 بليون دولار وهو ما يوافق 66%، والشكل الموالي يوضح أكثر المقارنة بين حجم تداول كل من عقود الخيارات والمستقبلية.

3.2 تداول المشتقات المالية في السوق غير المنظم: إن المستثمرين الذين يلجؤون إلى السوق غير المنظم، يرغبون في الحصول على عوائد كبيرة مع تحملهم في مقابل ذلك مخاطر عالية، حيث أنهم يستخدمون في ذلك كل من عقود المبادلات والعقود الآجلة، ومن الملاحظ أنه في هذا السوق محل الدراسة، تم تداول عقود الخيارات وذلك لأن هناك عقود خيارات لها خصائص تسمح لها بتداول في السوق غير المنظم.

1.3.2 العقود الآجلة: يمثل الجدول الموالي حجم التعامل في عقود الخيار المتداولة على مستوى السوق المنظم

الجدول رقم (08): هيكل تداول العقود الآجلة حسب طبيعة المخاطر

الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	ديسمبر 2009		ديسمبر 2010		ديسمبر 2011		حوان 2013	
	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ
سعر الفائدة	67,63	51779	51587	50576	48351	49396	72,70	49396
سعر الصرف	30,21	23129	28433	30526	10220	14046	20,67	14046
مؤشرات رأس المال	2,16	1652	1828	1738	4207	4501	6,62	4501
المجموع	100	76560	81848	82840	62778	67943	100	67943

BIS Quarterly Review, December 2013, P133 Source:

نلاحظ أن حجم التعامل بالعقود الآجلة يشهد ارتفاع ثم انخفاض خلال الفترة (2009-2013) حيث بلغ في نهاية سنة 2009: 76560 بليون دولار؛ وارتفع إلى 82840 بليون دولار في سنة 2011؛ لينخفض 67943 بليون دولار في حوان 2013، كما نلاحظ دوماً أن لمخاطر سعر الفائدة نصيب وافر من حجم التعامل بالعقود الآجلة، لتأتي في المرتبة الثانية العقود الآجلة الخاصة بسعر الصرف فقد بلغ متوسطها 51314 بليون دولار، أي ما يوافق 34% من حجم التعامل بالعقود الآجلة وتأتي في المرتبة الأخيرة العقود الآجلة الخاصة بمؤشرات رأس المال إذ بلغ متوسطها حوالي 1739 بليون دولار أي ما يوافق 2.16% من حجم التعامل بالعقود الآجلة.

2.3.2 الخيارات: يمثل الجدول الموالي حجم التعامل في عقود الخيار المتداولة على مستوى السوق غير المنظم

الجدول رقم (09): هيكل تداول عقود الخيارات حسب طبيعة المخاطر

الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	ديسمبر 2009		ديسمبر 2010		ديسمبر 2011		حوان 2013	
	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ
سعر الفائدة	77,92	48808	49295	50911	48351	49396	72,70	49396
سعر الصرف	15,24	9543	10092	10032	10220	14046	20,67	14046

6,62	4501	4207	4244	3807	6,84	4285	مؤشرات رأس المال
100	67943	62778	65187	63194	100	62636	المجموع

BIS Quarterly Review, December 2013, P133 Source:

نلاحظ من خلال المعطيات السابقة، أنّ حجم التعامل بعقود الخيارات شهد ارتفاعاً حيث بلغ 62636 بليون دولار في نهاية 2009 بينما بلغ 63194 بليون دولار في نهاية 2010 وفي نهاية 2013 بلغ 67943 بليون دولار، ولاحظنا أيضاً أن عقود الخيارات الموجهة لإدارة مخاطر سعر الفائدة خلال نهاية 2009 قدر بمبلغ 48808 بليون دولار وهو ما يعادل 77.92%، وظل يرتفع بنسب متقاربة إلى غاية نهاية 2011 حيث وصل إلى 50911 بليون دولار وهو ما يعادل 78.1% لينخفض بعدها، أما بالنسبة للخيارات الموجهة لإدارة مخاطر الصرف فقد بلغت 9543 بليون دولار خلال نهاية 2009 وهو ما يعادل 15.24% وارتفع في نهاية 2010 بمبلغ 10092 بليون دولار وهو ما يعادل نسبة ارتفاع 15.97%، إلا أنه خلال 2013 وصل إلى 14046 بليون دولار، في حين أن الخيارات الموجهة لإدارة مخاطر مؤشرات رأس المال قدرت بمبلغ 4285 بليون دولار وهو ما يعادل 6.84% خلال نهاية 2009، أما في جوان 2013 فقد ارتفع إلى أن وصلت إلى 4501 بليون دولار وهو ما يعادل 6.02%.

3.3.2 المبادلات: يمثل الجدول الموالي حجم التعامل في عقود الخيار المتداولة على مستوى السوق غير المنظم

الجدول رقم (10): حجم التعامل في عقود المبادلات خلال الفترة ديسمبر (2009-2013)

الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	ديسمبر 2009		ديسمبر 2010	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012	جوان 2013	
	النسبة	المبلغ	المبلغ	المبلغ	المبلغ	النسبة	المبلغ
سعر الفائدة	94,63	349288	364377	402611	369999	93.76	425569
سعر الصرف	4,47	16509	19271	22791	25420	5.43	24654
مؤشرات رأس المال	50,4	1652	1828	1738	2045	0.51	2321
السلع	0,45	1675	1781	1745	1363	0.29	1327
المجموع	100	369124	387257	428885	398827	100	453871

BIS Quarterly Review, December 2013, P133 Source:

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن حجم التعامل بعقود المبادلات يشهد ارتفاعاً مستمراً خلال السنوات الخمس، حيث بلغ إجمالي التعامل بهذه العقود 369124 بليون دولار في نهاية 2009، أما في جوان 2013 فقد قدر حجم تداولها 453871 بليون دولار. كما نلاحظ أن عقود المبادلات الموجهة لإدارة مخاطر سعر الفائدة لسنة 2009 قد بلغت 349288 بليون دولار وهو ما يعادل 94.63%، أما في نهاية 2013 قدر مبلغ التعامل بعقود المبادلات 425569 بليون دولار وهو ما يوافق 93.7% وبالتالي فإن سعر الفائدة يحتل الصدارة دائماً من حيث حجم

التعاملات. فيما يخص استعمال هذه العقود في إدارة مخاطر سعر الصرف فقد بلغ حجم التداول نهاية 2009 مبلغ 16509 بليون دولار وهو ما يوافق 4.47% من حجم التعامل الكلي، أما في جوان 2013 فقد قدر مبلغ التداول 24654 بليون دولار وهو ما يمثل نسبة 5.4% من حجم التعامل الكلي، وفيما يخص عقود المبادلات الموجهة لإدارة مخاطر مؤشرات رأس المال وعقود السلع بلغ حجم تداولها على الترتيب 1652، 1675 بليون دولار وهو ما يعادل 0.45% في كلتا الحالتين، وفي جوان 2013 بلغ حجم تداول عقود المبادلات لإدارة مخاطر مؤشرات رأس المال وعقود السلع 2321، 1327 بليون دولار على التوالي.

4.3.2 مقارنة بين حجم التعامل في عقود الخيارات، عقود المبادلة والعقود الآجلة: يمثل الجدول الموالي حجم التعامل في كل عقود الخيار، عقود المبادلة والعقود الآجلة المتداولة على مستوى السوق غير المنظم.

الجدول رقم (11): مقارنة بين حجم تعاملات العقود المستقبلية وعقود الخيارات

الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	ديسمبر 2009		ديسمبر 2010	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012	ديسمبر 2013	
	النسبة	المبلغ	المبلغ	المبلغ	المبلغ	النسبة	المبلغ
العقود الآجلة	15.06	76560	81848	82840	105116	123076	19.08
عقود الخيار	12.32	62636	63194	65187	62778	67943	10.54
عقود المبادلة	72.62	369124	387257	428885	398827	453871	70.38
المجموع	100	508320	532299	576912	566721	644890	100

Source: BIS Quarterly Review, March 2014, P138

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن متوسط حجم تداول العقود الآجلة قدر بـ 80416 بليون دولار وهو ما يعادل 14.91% من حجم التعامل الكلي بينما بلغ متوسط حجم تداول عقود الخيارات 63672.33 بليون دولار وهو ما يوافق 11.81% وهي نسبة صغيرة إذا ما قرناها بالعقود الآجلة وضيئلة جدا إذا ما قرناها بعقود المبادلات والتي بلغ متوسط حجم التداول فيها 395088.66 بليون دولار وهو ما يوافق 73.28%.

خلاصة البحث: من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى:

تعد أدوات الهندسة المالية في عملية التحوط ضد تقلبات الأسعار في الأجل القصير، التي تشمل بشكل أساسي العقود الآجلة والمستقبليات والخيارات والمبادلات، وأن المفاضلة بين تلك الأدوات يجب أن يستند إلى ثنائية (تكلفة - منفعة)، والتأثيرات الممكنة في تخفيض مخاطر السوق ومدى ملائمتها للبعد الزمني.

تعد المشتقات المالية من الابتكارات المالية الجديدة التي تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع ظروف فائقة التعقيد وسريعة التغير التي تتميز بها هذه الأسواق في الوقت الحاضر وخاصة في مجال إدارة مخاطر السوق في المقبوضات والمدفوعات النقدية.

تلاؤم إستراتيجية التحوط باستخدام أدوات الهندسة المالية المعرض لمخاطر السوق، إذ توفر الحماية أو التغطية من التقلبات غير المتوقعة وغير المواتية في الأسعار (أسعار الصرف، أسعار الفائدة، أسعار الأصول الرأسمالية)، والتي يمكن أن تحقق الاستقرار النسبي من التدفقات النقدية من عقود المشتقات وتقليل الخسائر الناجمة عن التقلبات في تلك الأسعار. يعد التحوط أسلوب مناسب لإدارة مخاطر السوق، وهو وسيلة للحماية من تقلبات الأسعار في السوق المالي، من خلال اتخاذ مركزين مختلفين، إذ أن الخسائر المتحققة لأحد المراكز ينبغي أن توازن أرباح المركز الآخر.

أن الأدوات المالية المشتقة أدت دورا كبيرا في التغلب على معظم المخاطر التي يواجهها المستثمرون سواء على مستوى السوق المنظم وغير المنظم، وأن تغطية هذه المخاطر مرتبطة بنوعية الخطر والأداة المالية والمشتقة الملائمة لتغطيته، إضافة إلى نوع سوق التداول (منظم وغير منظم).

على الرغم من أن المشتقات المالية نشأت في الأساس كوسائل تستخدم لأغراض التغطية أو الحماية من المخاطر من خلال القيام بصفقة يبحث من خلالها أحد المستثمرين عن حماية مركز له في السوق الحاضرة باستخدام مركز مضاد من خلال المشتقات المالية، إلا أن ذلك لا يمثل الاستخدام الوحيد لها، فوجود طلب على المشتقات المالية كان لا بد أن يقابله عرض من جانب أطراف أخرى، وبالتبعية نما عرض من نوع آخر من جانب هذه الأطراف لاستخدامها كوسيلة للمتاجرة أو المضاربة بغرض تحقيق الأرباح، وقد أصبح هذا الهدف الأخير يمثل أحد مجالات الاستخدام المهمة للمشتقات المالية.

إن أغلب التعاملات بالمشتقات المالية في السوق المنظم موجهة لإدارة مخاطر الفائدة، وهذا راجع إلى أن مخاطر سعر الفائدة هي من أكبر مخاطر التي يتعرض لها البنك التجاري لهذا تستخدم المشتقات المالية لإدارة هذا النوع من المخاطر.

هوامش ومراجع البحث:

- ⁱ حيد نعمه غالي، استخدام أدوات الهندسة المالية في إدارة فجوة الميزانية العمومية لعينة من المصارف العراقية، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، بغداد، 2001، ص ص 1-3.
- ⁱⁱ ناظم محمد وظاهر فاضل، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، ط1: 1999، عدم توفر دار النشر، ص 252.
- ⁱⁱⁱ عماد علي عبد اللطيف العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، ط1: 2002، بيت الحكمة، بغداد، ص 209.
- ^{iv} شعبان صدام الإمارة وآخرون، أسواق المشتقات ودورها في العولمة المالية، مجلة الاقتصادي الخليجي، العدد 18، 2010، ص 18.
- ^v عدنان المندي، المشتقات المالية وماهيتها وأنواعها وطرق إدارة مخاطرها، بحث منشور في كتاب: الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1999، ص 15.
- ^{vi} محمد علي العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، الطبعة الأولى، ص 540.
- ^{vii} إمام سحاب، الآثار المالية والمصرفية المترتبة عن الهندسة المالية في العام العربي، بحث منشور في كتاب الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية، القسم الإنجليزي، 1997 ص 12.
- ^{viii} سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص ص 321-323 (بتصرف محدود).

- ix نضال البرغوثي، عمليات التخزين، بحث منشور في كتاب الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المالية العربية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1996، ص 105.
- x محمد علي العامري، مرجع سابق، ص 541.
- xi رشاد العصار وعليان شريف، المالية الدولية، ط1: 2000، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ص 118.
- xii زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط2: 2002، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، ص 126-127.
- xiii منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، ط2: 1994، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان الأردن، ص 370.
- xiv رياض أسعد، الخيارات، بحث منشور في كتاب: الهندسة المالية وأهميتها للصناعة المالية المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1996، ص 206.
- xv شعبان صدام الإمارة وآخرون، مرجع سابق، ص 21.
- xvi خالد وهب الراوي، العمليات المصرفية الخارجية، ط2: 2005، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 441.
- xvii شعبان صدام الإمارة وآخرون، مرجع سابق، ص 22.
- xviii عدنان الهندي، مرجع سابق، ص 17.
- xix رعد محمد نجم الجبوري ومحمد علي إبراهيم العامري، دراسة الأسواق المستقبلية في التحوط لمخاطرة الأسعار: دراسة تطبيقية على مستقبلات النفط الخام، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 2، العدد 6، أيلول 2003، ص 64-65.
- xx عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسبية بن بوعلوي-الشلف، السنة الجامعية 2011/2012، ص 187.
- xxi سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006، ص 185.
- xxii زياد رمضان، مرجع سابق، ص 99.
- xxiii عدنان الهندي، مرجع سابق، ص 17.
- xxiv رشاد العصار وعليان شريف، مرجع سابق، ص 140.
- xxv عدنان الهندي، مرجع سابق، ص 17.
- xxvi غسان العياش، الأدوات الجديدة في الأسواق المالية ومدى استيعاب التشريعات العربية لها، بحث منشور في كتاب: دور المصارف العربية في التخصصية وتطوير الأسواق المالية، اتحاد المصارف العربية، عمان الأردن، 1994، ص 26.
- xxvii منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 370.
- xxviii توفيق عبد الرحيم يوسف حسن، الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملة الأجنبية، ط1: 2004، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 165.