

## المحاضرة السادسة: ماهية المشتقات المالية

### تمهيد:

لم تكن الأدوات المالية التقليدية التي يجري التعامل عليها في أسواق الأوراق المالية نهاية المطاف في عالم التمويل والاستثمار،

فثمة أدوات مالية جديدة قدمها الفكر الرأسمالي المعاصر لم تكن مجرد طفرة في أداء الأسواق المالية، وإنما كانت ثورة في صيغ وأساليب التعامل في تلك الأسواق، وتمثل من وجهة نظر مراكز البحث والابتكار حلولاً إبداعية لمشاكل التمويل، والتحوط في بيئة تزداد فيها المخاطر وعدم اليقين.

وتزداد الحاجة لهذه التقنيات كمسائل إستراتيجية للمؤسسات المالية لما تسهم به في توفير ميزات وسمات تتفوق بها إحدى المؤسسات المالية على المؤسسات المتنافسة، هذا ما يستدعي تسليط الأضواء على المنتجات والخدمات المالية المتداولة في أسواق المال العالمية، والبحث في إمكانياتها وقدراتها على استيعاب التطورات الراهنة.

وما يسترعي انتباهنا اليوم هو تلك المشتقات التي تنبؤاً الصدارة إذ تعد أهم منتجات الهندسة المالية، وأهم ما وصلت إليه مراكز البحث والتطوير من ابتكار وتجديد مالي.

## 1- المشتقات المالية:

تعد المشتقات من أهم منتجات الهندسة المالية لما تساهم به في تحقيق الأهداف الإستراتيجية للمؤسسات المالية وذلك خاصة من خلال قدرتها على إدارة التقلبات في أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار الأوراق المالية وأسعار المدخلات، بمعنى آخر من خلال قدرتها على تغطية وإدارة المخاطر، على اعتبار أن المخاطر هي أحد محددات الثروة التي تسعى كل منشأة أعمال إلى تعظيمها.

### 1.1- ماهية المشتقات المالية:

يمكن فهم مدلول المشتقات المالية في ضوء مقارنتها بمدلول الأدوات المالية الأساسية أو الأصلية والتي تشمل مختلف الأدوات التي تدرج في صلب الميزانية إذ يترتب على اقتنائها حدوث تدفق نقدي يتخذ صورة مدفوعات نقدية يسدها من يرغب في تملكها أو حيازتها يقابلها مقبوضات نقدية يحصل عليها من بيعها أو إصدارها، كما يتم إطفائها عادة إما عند بيعها أو لدى انتهاء أجلها، ومن الأمثلة عليها: " الأسهم والسندات وغيرها من أدوات الدين أو أدوات الملكية"

على خلاف ذلك فإن المشتقات المالية هي من أدوات خارج الميزانية كذلك هي ليست أصولا مالية، وليست أصولا عينية، بل هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها تمثل ترتيبات بين طرفين أحدها البائع والآخر مشتري، ويترتب عليها حقا لطرف والتزاما على الطرف الآخر، وبذلك هي تنشئ التزاما متبادلا مشروطا إلا أنها إما تسبب تدفق نقدي مبدئي (الاستثمار مبدئي) أو أنها وهو الأغلب تتسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبيا يتمثل في الهامش المبدئي لهذا كثيرا ما تعرف المشتقات المالية تحت مصطلح (الاستثمارات الصفرية).

### \*تعريف المشتقات:

هناك العديد من التعاريف المقدمة من قبل المراجع الأجنبية والمؤسسات الدولية فيما يتعلق بالمشتقات المالية نورد أهمها في هذه الجزئية من دراستنا.

"المشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تتعلق بنود خارج الميزانية، وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها".

ولقد ورد في نفس الكتاب العديد من التعريفات للعديد من الكتاب نوجز أهمها فيما يلي:

"المشتقات هي أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد أو من السلع أو مؤشرات الأسعار ويمكن استخدامها للتحوط أو المضاربة، إلا أنها قد تؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان وأساليب الاحتيال فضلا عن المخاطر السوقية".

وتعرف أيضا: "هي أدوات تشتق عائداتها من أوراق مالية أخرى بمعنى أن أدائها يتوقف على أصول أخرى".

كذلك "أي ورقة مالية تشتق قيمتها من ثمن أصل آخر يكون محلا للتعاقد"، ويجمع الكثير من الكتاب على أن الأداة المالية (وهي العقد) هو الذي تشتق قيمته من الأوراق المالية محل التعاقد.

كما عرفت المشتقات حسب البعض: "بأن مشتقات الأسهم هي حق مشروع على الأسهم العادية أو مؤشرات أسعار الأسهم، وأن قيمتها تعتمد على قيمة الأسهم العادية أو مؤشر أسعار السهم".

وقد قدم بنك التسوية الدولية وهو أحد المؤسسات التابعة لصندوق النقد الدولي التعريف الآتي: "المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري".

ويعد هذا التعريف من أكثر التعاريف اتساما بالدقة المتناهية والوصف المنضبط في تحديد ماهية المشتقات.

كما عرفت المشتقات على الوجه الآتي: "المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده، وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسواق وأخيرا المضاربة".

وتعرف كذلك المشتقات المالية كما يلي: "المشتقات هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعينة (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد".

وعلى الرغم من تعدد التعارف إلا أنها في حقيقة الأمر ترمي إلى نفس الوعاء إذ أنها تخلص كلها إلى أن: "المشتقات هي تلك العقود التي لا يجري تنفيذ أغلبها، وتنتهي إلى حصول أحد الطرفين على فروق الأسعار، فالعقد لا يقتضي تمليك ولا تملك ولا تسليم ولا تسلم، وإنما هي مرهنة من جانب الطرفين على محض اتجاهات الأسعار

**أسواق عقود المشتقات:** سوق عقود المشتقات هو قسم السوق المالي الذي عرف تطور التطور الأبرز والنمو الهائل مقارنة بالأقسام الأخرى، وتواجدت هذه الأسواق منذ القرن 19 في شيكاغو حيث استعملت العقود الاجلة بطريقة منتظمة في شيكاغو ابتداء من سنة 1860 كان ذلك في تجارة السيريال.

ثم شهدت هذه أسواق توسعا في الوم أ في السبعينيات، حيث تم إنشاء السوق النقدي الدولي عام 1972، وانتشرت بعدها هذه الاسواق في أوروبا واسيا في الثمانينات وأكثرها أهمية في لندن سنة 1982، والسوق الدولي في فرنسا سنة 1986، كما ظهرت أسواق المشتقات في اسيا في سنة 1985.

وأولى الأدوات المشتقة التي تم تداولها في الأسواق غير منظمة كانت عبارة عن عقود أجلية على الصرف، الا ان تطورها اصطدم بمخاطر القروض وغياب السيولة التي ميزت الأسواق غير المنظمة، لذلك كان لابد من ظهور غرف المقاصة التي تنظم هذه الأسواق.

والجدير بالذكر هو أن أسواق المشتقات قد بدأ ظهورها بشكل ما منذ عدة قرون إلا أن نموها كان سريعا في الآونة الأخيرة، إذ يجري حاليا استخدامها على نطاق واسع من قبل المستثمرين الذين يحترفون التعامل في هذه الأسواق ومن قبل الأفراد أيضا ويرى المراقبون لأداء الأسواق العالمية أن مشتقات الأسهم تعد بعد مضي ثلاثة عقود من وجودها بصورتها الحالية- أهم المنتجات المالية للتبادل التجاري.

**اقسامها :** وتنقسم إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة.

#### **أولا: السوق المنظمة:**

وتعرف أيضا بالسوق الأجل للبورصة، وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات المتعلقة بالتسليم والتسوية مثلا).

اضافة الى أن السوق المنظمة تكون مجهزة بغرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود وتضمن تغطية مخاطر الطرفين.

للإشارة يتم التعامل في هذه السوق إلا من طرف متعاملين معتمدين تحكهم قواعد التداول المحددة من طرف هذه البورصة.

## ثانيا: السوق غير المنظمة.

على عكس السوق المنظمة، السوق غير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة، هذه العمليات التي تتم على مقصورة الاسواق غير المنظمة، هي الأكثر تغييرا للنظام المالي الدولي، بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة، ولأي هامش ضمان ولا تملك غرة مقاصة، وتتداول أيضا في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيدا مثل الخيارات.

العمليات في هذه الأسواق ليست نمطية، بل يتخذ قرارها بالاتفاق بين الطرفين المعنيين.

وتجدر الإشارة إلى محاولة تنميط العقود المبرمة في الاسواق غير المنظمة وايضا التفكير في انشاء دار للمقاصة في هذه الأسواق ولهذا أصبح التقارب شديدا بين السوق المنظمة وغير المنظمة وهو ما أدى إلى التنافس الشديد بينهما.

وتجدر الإشارة أيضا أن أنواع المتدخلين في أسواق المشتقة يشبه كثيرا المتدخلين في الأسواق الحاضرة ومن أهم المتدخلين: المؤسسات بانواعها، المضاربون، مسيرو المحافظ (صناديق الاستثمار، البنوك، صناديق المعاشات، هيئات التوظيف الجماعي.....).

وعند الكلام على أول أنواع المشتقات ظهورا على مسرح الاستثمار العالمي نذكر صكوك الأوراق المالية التي تصدرها الشركات وتعطي الحائز بها الحق في شراء أسهم الشركة بسعر معين في تاريخ لاحق فضلا عن تلك السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

### 2.1- أهمية عقود المشتقات:

لم يكن ظهور عقود المشتقات وليد صدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة بل كان وليد الحاجة وضرورة، لهذا سنتناول في هذه الجزئية من مبحثنا الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات.

#### 1.2.1- التغطية ضد المخاطر: هناك أربعة مخاطر صممت المشتقات لإدارتها، وهي مخاطر

أسعار السلع، مخاطر العملات الأجنبية، مخاطر أسعار الفائدة، تغيرات في القيمة السوقية او العادلة لحقوق الملكية

ولتوضيح فكرة تغطية المخاطر نفترض حالة مستثمر اخذ مركزا طويلا في السوق الحاضر على سهم ما، واشترى السهم بـ 50 دولار، ويخشى أن تنخفض قيمته عندما يقرر بيعه، وقد تحققت توقعاته ، إذ انخفض سعر السهم إلى 30 دولار، ومن ثم فقد مني بخسائر قدرها 20 دولار، ونفترض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد خيار بيع، وذلك فور شراءه للسهم، بسعر بيع يساوي سعر الشراء نفسه (50 دولار)، و تاريخ التنفيذ هو ذاته المقرر فيه بيع السهم، مقابل مكافأة قدرها 3 دولار، هنا يصبح المستثمر مالكا لمحفظة تتكون من سهم وعقد خيار يتم تصفية كل منهما في سوق مستقل

وعليه فانه في ظل افتراض انخفاض سعر السهم إلى 30 دولار سوف تقتصر خسائر المستثمر أي مشتري العقد على قيمة المكافأة التي دفعها المحرر

### 2.2.1- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر:

من أبرز وظائف عقود المشتقات أنها تقوم بتزويد المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم لذا تعتبر أداة جيد لاستكشاف السعر، بمعنى التطلع على المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم ومن أجل توضيح الفكرة نأخذ المثال التالي: نفترض أن الظروف الاقتصادية لبلد ما تشير إلى احتمال تعرضه لموجة من الكساد ويتوقع خلال هذه الفترة هبوط أسعار الأوراق المالية، إذن هناك حالتين لاتخاذ القرار: الأولى - التعامل في السوق الحاضر من خلال البيع على المكشوف، أما الثانية - فهي التعامل في سوق المشتقات ببيع عقد مستقبلي أو عقد خيار على مؤشر السوق، وعلى اعتبار أن تحقيق أكبر عائد هو هدف كل مستثمر فإن سوق المشتقات هي السوق التي تحقق معدل عائد أكبر بفضل الرفع المالي الذي يتسم به التعامل (تدفعه عند التعاقد وهو مبلغ ضئيل مقارنة بقيمة الصفقة)، فضلا عن انخفاض تكلفة المعاملات التي يتميز بها التعامل في الأسواق.

من خلال ذلك الطرح يتضح جليا أفضلية التعامل في أسواق المشتقات بالنظر إلى مختلف تلك المزايا التي تتمتع بها مما يؤدي إلى زيادة عدد المتعاملين العارفين بالظروف الاقتصادية المستقبلية والذين يساهمون في زيادة عقود المشتقات المبرمة لبيع السهم، الشيء المؤدي إلى انخفاض أسعارها مع الوقت حتى تصل إلى المستوى الذي يعكس السعر الذي سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، إذن تحت مظلة أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغيير بما يعكس لأسباب التي تظاهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين.

### 3.2.1- إتاحة فرص استثمارية للمضاربين:

يعد دخول المضارب كطرف عند إبرام عقد من عقود المشتقات ليس بهدف تأمين تملك الأصل ولكن بهدف تحقيق الربح على اعتبار أساسي هو أن تأمين تلك العقود يهيم من يرغب في شراء الأصل بغرض الاستخدام.

### 4.2.1- تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد:

يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه فيه لا سيما وان هذه الأخيرة لها تأثير كبير على سيولة السوق.

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

**4.2.1 سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية:** وذلك نظرا لمرونتها إضافة إلى سيولتها المتميزة، وذلك بالاستثمار من خلال عقد خيار او عقد مستقبلي على احد المؤشرات وليكن مؤشر داوجونز مثلا

### **5.2.1- تحقيق سمة الكمال للسوق:**

حتى يتمتع السوق بالكفاءة لا بد وان يوفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم سواء من حيث العائد أو المخاطر، وعلى الرغم من أن الكمال على هذا النحو يعد أمر يستحيل تحقيقه فإنه وبفضل عقود المشتقات أصبح من الممكن عمل توليفات من عقود المشتقات وأوراق مالية متداولة في السوق الحاضر في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطر، لا تحققها أي ورقة مالية متداولة بالفعل في السوق الحاضر.

بالإضافة إلى كثير من العوامل الأخرى التي استطاعت عقود المشتقات تحقيقها في وقتنا الراهن من أجل مواكبة التغيرات في البيئة المالية المتجددة يوما بعد يوم.

### **3.1- مستخدموا المشتقات:**

الذي يستخدم المشتقات في عالمنا المعاصر هم بطبيعة الحال المنتجون والمستهلكون والمستثمرون والمصدرون، والمتحوظون والمضاربون، والحكومات والمؤسسات المالية، وبوسع كل احد يسعى إلى الربح ويقلل المخاطرة ويغتنم عائدها أو يتحوط ضد المخاطر أن يلجأ أيضا إلى عقود المشتقات والناس بين عاشق للمخاطرة ورافض لها.

وفضلا عن هؤلاء وهؤلاء فإن أولئك الذين يتاح لهم الوقوف على بعض المعلومات الداخلية والتي لا تتاح لعامة المستثمرين يستخدمون أيضا المشتقات.

وهكذا صنف بعض الكتاب مستخدمي المشتقات إلى فئتين فقط: أما الفئة الأولى فهي فئة المستخدمين النهائيين الذين يدخلون في هذه الأسواق بغرض التحوط (Hedgers) أو لتكوين المراكز المالية أو بغرض المضاربة.

أما الفئة الثانية فهي فئة المتاجرين في الأوراق المالية وهم الذين يعملون لحسابهم الخاص ويقومون بدور صانعي الأسواق ويحققون هامشا من الربح يتمثل في الفرق بين سعري البيع والشراء، ومن خلال قيامهم بهذا الدور يتم تلبية احتياجات الفئة الأولى، ويتم خلق سوق مستمرة تسودها المنافسة الكاملة وتتوفر للسوق بالتالي السيولة الكاملة.

وسنحصر مستخدمي المشتقات (الفئة الأولى) فيما يلي:

**1.تجار التجزئة:** يستخدم هؤلاء المشتقات بقصد حمايتهم ضد التعرض لمخاطر أسعار الفائدة أو أسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية.

**2.صناديق المعاشات:** تقوم هذه الصناديق باستخدام المشتقات بقصد حماية العائد على الاستثمار في السندات أو بغرض تأمين محفظة الأوراق المالية التي تمتلكها ضد التعرض لمخاطر السوق.

**3.بنوك الاستثمار:** هذه البنوك تستخدم المشتقات بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من أحد الأصول المالية حيث يبدو أن السوق الحاضرة لن تكون قادرة على استيعاب المعروض بأسعار السوق.

**4.الشركات العقارية:** وهي تلك التي تبيع المباني والأراضي أو تعطي للغير الحق في استخدامها بتأجيرها لعدد من السنوات وتستخدم هذه الشركات المشتقات للحماية ضد تحركات سعر الفائدة على قروض السندات التي تمثل ديناً في ذمة الشركة.

**5.الشركات :** وتلجأ الشركات إلى أدوات المشتقات بغرض الحماية ضد تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على عائد الاستثمار للفائض النقدي.

**6.المصدرون والمستوردون:** يستخدم هؤلاء خصيصاً المشتقات ضد تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات أو المدفوعات.

4.1- مزايا التعامل بالمشتقات المالية:

هناك الكثير من المزايا التي تشجع المضاربين على التعامل بالمشتقات المالية، بل ما يجعلها من أكثر أدوات الاستثمار استخداماً في عصرنا الحاضر فمن جانب

- تعمل المشتقات على توفير للمستثمر فيها طريق الاستفادة من مزايا الرفع المالي التي تحققها باستخدام ما يعرف بأسلوب الهامش، فرصاً واسعة لجني أرباح ضخمة وذلك بفعل التقلبات السعرية للأدوات المالية الأصلية المشمولة بعقودها.
- كما توفر من جانب آخر أداة للتحوط تتيح للمضارب حماية نفسه من آثار هذه التقلبات بمعنى أنه بالإمكان استخدام المشتقات المالية كأداة للمضاربة، وفي نفس الوقت أداة للتحوط أو التغطية من مخاطر الاستثمارات والتي تنشأ عادة إما عن تقلب أسعار الصرف أو تقلب أسعار الفائدة أو تقلب أسعار أصول المحافظ الاستثمارية سواء كانت هذه الأصول سلعا أو أوراق مالية، إذ تتيح للمستثمر فيها مجالاً لنقل وتوزيع المخاطر، وذلك .

ومهما يكن من أمر فإن مزايا وأهمية عقود المشتقات قد تزايدت وتطورت على مدار العقدين الأخيرين من القرن الجاري، الأمر الذي جعل من غير الممكن لأي باحث مهما علا قدره أن يتناول على سبيل الحصر أدوات المشتقات، حيث لا تتوقف الهندسة المالية عن صناعة منتجات جديدة تضاف إلى رصيد الأدوات الموجودة في عالم المشتقات إلا أن أهم تلك الأدوات وأكثرها شيوعاً في عالم المشتقات هي: العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيار، وعقود المبادلات، والمبادلات الاختيارية، والتي يطلق عليها مشتقات المشتقات.