

1. تمهيد

تعتبر أسواق المشتقات المالية أكبر أنواع الأسواق المالية حجماً على الإطلاق، حيث بلغ حجمها 598 تريليون دولار أمريكي في نهاية عام 2021 (BIS: 2022)، ومع ذلك، ما تزال مقتصرة على فئات محددة من المستثمرين، بخلاف أسواق الأسهم والدين والصكوك التي يمكن أن يتداول بها المستثمر الفرد، أو المستثمر المؤسسي، أو الحكومة، أو المؤسسات المالية، أو غيرها. وكما يدل اسمها، فالمشتقات المالية (*Financial Derivatives*) هي أدوات مالية يتم اشتقاق قيمتها من قيمة الأصول محل التعاقد (*Underlying Asset*)، ويتم تداولها بنفس الطريقة التي تتم مع الأسهم والأصول المالية الأخرى. وعلى غرار المتاجرة في الأسهم والسندات، فإن المشتقات المالية يتم تداولها في الأسواق المنظمة (البورصات) أو في الأسواق غير المنظمة (من خلال الهاتف ووسائل التواصل الأخرى)، وتشمل الأدوات المالية المشتقة كل من عقود الخيارات، والعقود المستقبلية، والعقود الآجلة وعقود المقايضة.

في هذا الإطار، يتناول هذا الكتيب مفهوم المشتقات المالية وأنواعها وخصائصها وأهم مخاطرها، ويمكن لمن يرغب في فهم السياق العام الذي يتم فيه عادة تناول موضوع المشتقات المالية، الرجوع للكتيب التعريفي رقم (25) الصادر عن صندوق النقد العربي حول "الأسواق المالية"، ضمن هذه السلسلة.

2. تعريف المشتقات المالية ونشأتها

1.1. طبيعة المشتقات المالية

من الناحية المالية، تعتبر المشتقات المالية أدوات مالية يتم اشتقاقها من أصول أخرى (كالأسهم، والسندات، والسلع، والعملات الأجنبية، والمؤشرات، وغيرها)، ويمكن شراؤها وبيعها وتداولها بطريقة مماثلة للأسهم والأدوات المالية الأخرى.

يعتمد أداء وتسعير الأدوات المالية المشتقة بشكل أساسي على الأصل محل التعاقد، لكن مع ذلك يدخل في تحديد سعرها متغيرات أخرى كأسعار الفائدة وتكلفة الفرصة البديلة ومدة العقد وغيرها. أما من الناحية القانونية، فهي وإن كانت تختلف بحسب نوع العقد (مثلاً خيارات مالية، أو عقود مستقبلية)، فإنها في المجمل تمثل عقوداً ينشأ عنها التزام تبادلي مشروط، وسيأتي تفصيل هذا المعنى عند تناول كل نوع من أنواع المشتقات المالية لاحقاً. محاسبياً، تعتبر المشتقات المالية من الأدوات المالية التي تصنف على أنها خارج الميزانية (*Off-Balance Sheet*)، حيث لا يترتب عنها تدفق نقدي آني، أو يترتب عنها تدفق نقدي ضئيل نسبياً، فهي بذلك عكس الأدوات المالية التي تصنف داخل الميزانية التي يترتب عن حيازتها تدفق نقدي مقابل حيازتها، فضلاً عن مصاريف الإطفاء وغيرها. يُستنتج من التعريفات السابقة للمشتقات المالية على أنها أوراق (مستندات) مالية تتحدد (وتُستق) قيمتها السوقية من القيمة السوقية لأصول أخرى قد تكون أسهماً، أو سندات، أو عملات، أو سلعاً حقيقية، أو مؤشرات. يرى الكثير من الباحثين أن المشتقات المالية تعتبر واحدةً من أفضل الأدوات التي أمكن للفكر المالي والاستثماري تطويرها، نظراً للخصائص التي ترتبط بها.

2.2. كيف ولماذا ظهرت المشتقات المالية؟

يجد المنتبع للتاريخ الاقتصادي بعض الأدلة التاريخية على استخدام عقود أقرب ما تكون لعقود المشتقات المالية منذ آلاف السنين، من ذلك على سبيل المثال قيام المزارعين اليونانيين ببيع منتج الزيتون قبل جني الغلة تجنباً للوقوع في احتمالية عدم إمكانية تصريف المنتج في وقت الجني، كما أن بعض العقود التي تعامل بها المسلمون الأوائل مثل عقد السلم أقرب ما تكون للعقود الآجلة والعقود المستقبلية وتعطي أمثلة عملية عن آلية تطور المشتقات المالية تاريخياً. كذلك، نجد عقد "العربون" أو ما يُعرف بالدفعة المقدمة الذي يعتبر أقرب ما يكون لعقد خيار

الشراء (الذي هو أحد أنواع المشتقات المالية كما سنراه لاحقاً). ومع تعدد الأمثلة التاريخية، إلا أن أول تطبيق للمشتقات المالية بمعناها المعاصر القابل للتوسع والاستخدام في أسواق المال يعود لأواسط القرن التاسع عشر الميلادي، حيث أصبحت مدينة شيكاغو مركزاً صناعياً وتجارياً، وصارت محطة للمزارعين الذين يأتونها لبيع منتجاتهم الزراعية للتجار الذين يقومون بدورهم بشحنها وتوزيعها إلى جميع أنحاء الولايات المتحدة الأمريكية. وقد كانت المنتجات الزراعية كثيرة ومتنوعة بشكل يفوق قدرة التجار الذين يشترون كميات محدودة منها مقابل أسعار محددة، ما أدى إلى ظهور فجوة كبيرة بين مستويات العرض والطلب، فالعرض أكبر بكثير من الطلب، ما أدى إلى خسارة المزارعين بسبب انخفاض الأسعار. أوضح هذا الوضع القائم لسنوات أن إنتاج المنتجات الزراعية دون مستويات تأكيد بشأن السعر الذي يمكن أن تباع به، لم يوفر مستوى كافٍ من الأمان للمزارعين، ما جعلهم عاجزين عن التخطيط وإدارة العملية الزراعية بكفاءة. ثم اهتدى المزارعون والتجار إلى فكرة بسيطة ومبتكرة، حيث يتفق المزارعون والتجار على الكميات من المنتجات الزراعية التي سيلتزمون بشرائها، وتحديد سعر تفاوضي يتم دفعه مستقبلاً، ويتم توثيق التعهد كتابةً لضمان التزام الأطراف. بوجود هذه التعهدات أو الالتزامات بين الطرفين: (المزارعين والتجار)، صار بإمكان المزارعين التخطيط الدقيق لإنتاج محاصيل العام المقبل، كما أصبح بإمكان التجار تأمين الإنتاج والأسعار التي سيشترون بها، وترتب عن ذلك المزيد من العدالة في السوق، والمزيد من التوازن بين العرض والطلب وتقليل الهدر، وبالتالي جلب الاستقرار للنظام ككل (أنظر: *Swan: 2000*).

يوضح الوصف السابق نشأة مجلس شيكاغو التجاري (*Chicago Board of Trade*) خلال عام 1848، ونشأة العقود المستقبلية التي صارت اليوم أهم أسواق المنتجات الزراعية في العالم، إضافة لأنواع أخرى كثيرة من الأصول، بل وساهمت في توسع التجارة ونمو الاقتصادات العالمية وأسواق المال.

3. أسواق المشتقات المالية ومتطلبات نجاحها

1.3. أسواق تداول المشتقات المالية

مثل بقية أنواع الأدوات المالية، يتم تبادل المشتقات في نوعين من الأسواق المالية، هما: الأسواق المنظمة (*Organized Exchanges*)، والأسواق غير المنظمة (*Over-the-Counter*). تنتم **الأسواق المنظمة** بتنظيم وتوحيد شروط التعامل في العقود، من ذلك: الشروط المتعلقة بالتسليم، وطرق التسوية، والحدود الدنيا والقصى لعدد العقود المُمكن حيازتها من طرف عميل واحد لكل نوع من أنواع الأصول، كما يتولى إدارة السوق ومعاملاتها جهة نظامية من خلال غرفة مقاصة (بيت التسوية) التي تسهر على تنظيم وضمان سيولة العقود، وتضمن تغطية مخاطر أطراف التعاقدات. يتم التعامل في هذه السوق من طرف متعاملين معتمدين تحكّمهم قواعد تداول محددة ومعروفة.

فيما يتم تداول باقي أنواع المشتقات التي لا يتم تداولها في الأسواق المنظمة من خلال **الأسواق غير المنظمة** وتتم معاملاتها بشكل مباشر بين المتعاملين دون الحاجة لوجود وسيط (غرفة المقاصة مثلاً)، ومن حيث الحجم، فهي أكبر بكثير من الأسواق المنظمة. العقود والمعاملات التي تتم في السوق غير المنظمة ليست نمطية ولا موحدة، بل يتم التفاهم بين طرفي العقد على شروط التعاقد (الكمية، شروط التسليم، السعر... إلخ).

2.3. المشاركون في أسواق المشتقات المالية

يمكن تصنيف المشاركين في أسواق المشتقات المالية إلى الأصناف التالية:

■ المتحوظون:

التحوط هو أحد أشكال إدارة المخاطر، يتم من خلاله اتخاذ مراكز عكسية في صفقة مالية بهدف تقليل الخسائر المحتملة، مع التضحية ببعض الربح. يهدف المتحوظون إلى تقليل مخاطر تقلبات أسعار الصرف أو أسعار الفائدة أو أسعار الأصل محل التعاقد. وتعتبر المشتقات المالية أحد أهم الأدوات المالية التي تحقق غرض التحوط ضد مخاطر الأصول الأساسية (الأصل محل التعاقد).

■ المضاربون:

عملياً، تغلب المضاربة على المعاملات في أسواق المشتقات المالية. على سبيل المثال، ما يزيد عن 98 في المائة من تعاملات الأسواق المستقبلية هي مضاربات على الأسعار (Al-Suwailem: 2006)، لا يتم فيها استلام الأصل، وتسلم الثمن. تتطوي المضاربة على درجة مخاطرة عالية، ومع ذلك ينخرط فيها عدد كبير من المستثمرين، وفي أبسط أشكالها، يقوم المضارب بشراء أداة مالية على أمل ارتفاع سعرها بغرض البيع وتحقيق أرباح سريعة.

■ المراجعة:

تعد المراجعة نشاطاً شائعاً لتحقيق الربح في الأسواق المالية، ومن ذلك أسواق المشتقات المالية، ويكون ذلك من خلال الاستفادة من فروقات أسعار الأدوات المالية في أكثر من سوق. يؤدي المراجحون وظائف مهمة في أسواق المشتقات المالية من خلال موازنة السوق، وتعزيز سيولته.

▪ تجار الهامش

في صناعة التمويل، الهامش هو الضمان المودع من قبل المستثمر الذي يستثمر في أداة مالية للطرف المقابل لتغطية مخاطر الائتمان المرتبطة بالاستثمار.

4. أنواع المشتقات

تشمل عقود المشتقات المالية كلا من عقود الخيارات (*Options*) والعقود المستقبلية (*Futures*) والعقود الآجلة (*Forwards*) وعقود المبادلة (*Swaps*)، فيما يلي شرح لهذه الأنواع من المشتقات المالية:

1.4. الخيارات

الخيار المالي هو عقد يلتزم بموجبه أحد طرفيه وهو البائع أن يعطي للطرف الثاني (المشتري) الحق (وليس الإلزام) في شراء أصل معين (قد يكون سلعة حقيقية، أو عملة، أو ورقة مالية، أو غيرها)، بسعر محدد متفق عليه يسمى سعر التنفيذ (*Exercise Price*)، خلال أجل معين (مدة العقد)، وذلك مقابل ثمن (*Option Price*) يدفعه المشتري للبائع في نفس الوقت. والخيارات في التطبيق نوعان، خيار شراء (*Call Option*) وهو عقد يعطي لمشتريه الحق في شراء أصل معين بثمن معين خلال أجل معين، مقابل دفع علاوة هي ثمن الخيار، وخيار البيع (*Put Option*) وهو عقد يُعطي لمشتريه الحق في بيع أصل معين بثمن معين خلال أجل معين، مقابل دفع علاوة.

مثال توضيحي: يرغب مستثمر بشراء 100 سهم من أسهم شركة ما (*XYZ*)، حيث سعر سهم الشركة الحالي هو 90 درهماً، لكن لا تتوفر لديه السيولة حالياً، ويخشى أنه عندما تتوفر لديه السيولة ويقرر الشراء أن سعر سهم الشركة قد ارتفع. لتقليل حالة عدم اليقين ولعدم تفويت الفرصة الحالية، يمكنه الدخول في عقد

خيار شراء على أسهم شركة ما بسعر تنفيذ قدره 90 درهماً، مدة الخيار 3 أشهر، ويدفع لبائع الخيار قيمة العلاوة وهي 3 درهم عن كل سهم (أي 300 درهم عن كامل الصفقة). سيكون المستثمر في هذه الحالة قد اشترى خيار شراء بقيمة 300 درهم، وله الحق في شراء 100 سهم من أسهم هذه الشركة خلال مدة ثلاثة أشهر بسعر 90 درهماً بغض النظر عن سعرها في السوق. لنفترض أن المستثمر يرغب باقتناء الأسهم بعد شهرين، وكان سعرها في السوق 100 درهماً. لن يحتاج طبعاً أن يشتريها من السوق بسعر 100 درهم، بل سيمارس حقه في الشراء من خلال الخيار الذي سبق له شراؤه (ودفع مقابلته 300 درهم)، وبالتالي سيشتري الأسهم بسعر 90 درهم، ويمكنه بعد ذلك طبعاً (إذا رغب بذلك) بيعها في السوق بسعر 100 درهم (سعرها السوقي)، ويربح فارق السعر (بعد خصم قيمة العلاوة والمصروفات الأخرى). لعلك لاحظت أن هناك ممارسة تقوم بها في بعض معاملتنا اليومية شبيهة جداً بالفكرة السابقة، وهي "الدفعة المقدمة أو مقدم الشراء"، حيث ندفع أحياناً جزءاً من قيمة سلعة معينة (10 في المائة من قيمتها مثلاً) مقابل أن نحتفظ بحق شرائها بسعر محدد خلال مدة معينة. فخيار الشراء شبيه بفكرة "مقدم الشراء"، غير أن ميزة الخيارات هي قابليتها للتداول.

2.4. العقود الآجلة

تعتبر العقود الآجلة أقدم وأبسط عقود المشتقات المالية، وتنطوي الحياة اليومية لكل واحد منا على أشكال متعددة من العقود التي يمكن اعتبارها عقوداً آجلة، على سبيل المثال، يعتبر شراء سلعة يتم استلامها بعد مدة وسداد ثمنها عند الاستلام عقداً آجلاً (مثلما هو الحال عند شراء سلعة من أي بائع ودفع ثمنها عند الاستلام). وفي أسواق المال، فإن العقد الآجل هو اتفاق يتم بين طرفين لشراء أو بيع أصل ما (أصل حقيقي، عملة، أوراق مالية... إلخ) في تاريخ مستقبلي بسعر متفق عليه

يتحدد عند التعاقد، ولا يتم تداول العقد الآجل في الأسواق المنظمة، ذلك أن صياغتها تتم لتفي باحتياجات طرفي العقد من حيث الكمية، والسعر، ومكان التسليم، وغيرها. تنطوي العقود الآجلة على درجات عالية من مخاطر الائتمان لعدم وجود طرف ضامن، بل تعتمد فقط على الملاءة المالية لطرفي التعاقد، كما تنطوي على درجات عالية من مخاطر السيولة لصعوبة بيع العقد الذي تم صياغته لغرض خاص بطرفي التعاقد. تستخدم العقود الآجلة للتحوط والحماية ضد تقلبات الأسعار السوقية للأصول (سواءً كانت سلعاً حقيقية أو أوراقاً مالية أو أسعار فائدة)، على سبيل المثال، يمكن لشركة خطوط طيران أن تدخل في عقد آجل لشراء كميات معينة من الوقود بسعر محدد متفق عليه مع أجل تسليم معروف، بدلاً من الشراء بالأسعار السوقية، فتكون بذلك قد حيدت مخاطر تقلب أسعار الوقود طول مدة العقد الآجل.

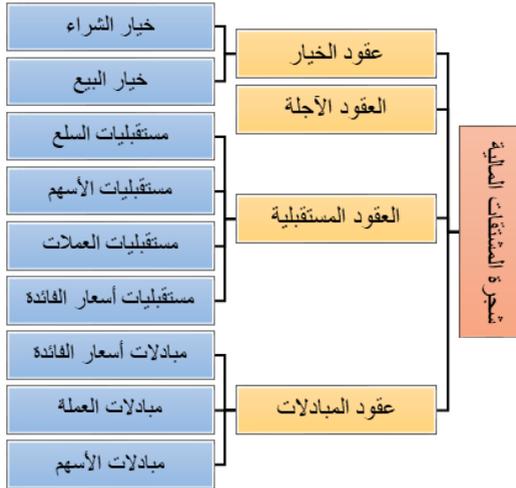
3.4. العقود المستقبلية

العقود المستقبلية أو المستقبليات هي عقود آجلة تم تنميطها، ويمكن تداولها في الأسواق المنظمة على عكس العقود الآجلة. وقد حظيت العقود المستقبلية ولا تزال باهتمام واسع من الأكاديميين والباحثين والمستثمرين على حد سواء، بسبب ارتباطها بتجارة الكثير من المنتجات: الغذائية (الحبوب واللحوم والحليب ومشتقاته... إلخ) والمعادن (الذهب والفضة والبلاتين... إلخ) والطاقة (النفط والغاز) والمنتجات المالية (الأسهم والسندات والعملات... إلخ) وغيرها. فالعقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين يلتزم فيه أحدهما بتسليم أصل معين بسعر محدد، مع تحديد تاريخ ومكان الاستلام، ويتم تنفيذ العقود المستقبلية وتسويتها بوساطة طرف ثالث، هو غرفة المقاصة.

4.4. المبادلات

المبادلة وتسمى كذلك المقايضة هي عقد مشتق يتبادل من خلاله طرفان، التدفقات النقدية من أداتين ماليتين مختلفتين (مثلاً: قرضين بعملتين مختلفتين، وبسعر فائدة مختلف). تتضمن معظم المقايضات تدفقات نقدية بناءً على مبلغ أساسي افتراضي مثل القرض أو السند، وفي حين يتم مبادلة التدفقات النقدية الناتجة عن المبلغ الأساسي، إلا أنه من النادر أن يتم مبادلة المبلغ الأساسي. ومع أن أنواع المبادلات كثيرة، إلا أن أكثرها شيوعاً واستخداماً هو مبادلة تدفق نقدي ثابت مع تدفق نقدي متغير مستند إلى سعر فائدة مرجعي أو سعر صرف عملة معومة أو قيمة مؤشر. تعود نشأة عقود المبادلة إلى سبعينات القرن العشرين عندما طور تجار العملة مبادلات العملات لتجنب الرقابة الحكومية على حركة العملات الدولية.

شكل 1. أنواع المشتقات المالية



المصدر: المؤلف.