

استخدام المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق المالي

أ.حملة عز الدين

جامعة اكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر
azeddinehamla89@gmail.com

د. علام عثمان

جامعة اكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر
Athmaneeco@gmail.com

The use of financial derivatives in the financial market risk management

Allam othman & Hamla azeddine

ElBouira University ; Algeria

Received:06 May 2016

Accepted: 12 Sept 2016

Published: 30 Dec 2016

ملخص:

مما لا شك فيه أن الخطر جزءاً لا يتجزأ من حياة الإنسان ومعاملاته، خاصة في معاملاته المالية والإقتصادية التي تتميز بالمرونة وسرعة التغيير، وعلى غرار باقي المعاملات المالية في الأسواق المختلفة، نجد السوق المالي يهتم بدرجة أكبر بعامل الخطر، حيث تصاعد اهتمام السوق المالي منذ بداية السبعينيات بتقلبات حادة في معدلات الفائدة، أسعار الصرف وأسعار الأسهم، حيث تزايدت حدة المخاطر في الثمانيات وبشكل واضح في التسعينيات مع تنامي اللجوء إلى عملية التمويل من خلال الأسواق المالية الدولية، هذا التفاقم للمخاطر من جهة وعجز مختلف الوسائل التقليدية (التأمين، التوزيع...إلخ) من جهة أخرى دفع المهندسين لابتكار أدوات مالية جديدة لتقليل من حدة المخاطر وإدارتها، وكانت ما يعرف بالمشتقات المالية، حيث ظهرت بصورة بسيطة ثم تطورت بشكل هائل لتشمل المشتقات المختلطة، الهجينة، ومشتقات القروض، وجاءت هذه الورقة البحثية لمحاولة الإلمام بمختلف المشتقات المالية واستخداماتها لتحوط وإدارة المخاطر في السوق المالي باعتبار ذلك مهم للغاية للإستمرار والتطور والرقي للسوق ولاقتصاد أفضل.

الكلمات المفتاحية: السوق المالي، الهندسة المالية المشتقات المالية، المعاملات المالية.

رموز JEL: G

Abstract:

There is no doubt that the risk is an integral part of human life and transactions, especially in the economic and financial transactions characterized by flexibility and speed of change, like the rest of the financial transactions in different markets, we find the financial market cares more a factor of risk, since the escalation of interest financial market since the beginning of the seventies sharp fluctuations in interest rates, exchange rates and stock prices, which have increased risks in The eighties clearly in the nineties with the growing recourse to financing through international financial markets, the aggravation of the risks on the one hand and the inability of the various conventional means (insurance, diversification ... etc) on the other hand, pay engineers to invent new financial instruments to reduce the risks and management, it was what is known as derivatives, which appeared more simple then evolved tremendously to include hybrid derivatives, hybrids, and derivatives of loans, came this paper to try to familiarity various financial derivatives and their use for hedging and risk management in the financial market as it is very important to continue the development and sophistication of the market and the economy better.

Keywords: financial market, financial derivatives and financial engineering, and financial transactions

(JEL) Classification : G

يتنامى الاهتمام بالأسواق المالية في مختلف دول العالم، وذلك لأنها وسيلة لتنفيذ وتمويل المشروعات الفردية وخطط التنمية الاقتصادية القومية، ولذلك هناك تنوع في السوق المالي، وفي الأدوات المالية التي تتناسب مع فئات مختلفة من المستثمرين، هذا لا شك له أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية لأي دولة، وباعتبار المناخ الاقتصادي يتأثر بسرعة بسبب مختلف التغيرات في أسعار الفائدة، وأسعار الصرف، هذا لا شك يعرض السوق للمخاطر عديدة، ومن المهم للغاية تحديد هذه المخاطر المالية وإدارتها، ونتيجة لانفتاح الإقتصاد لأسواق المال إزداد الإهتمام بإدارة المخاطر المالية والعمل على إيجاد أنسب وسيلة للتحوط من هذه المخاطر ومعالجتها في حالة حدوثها، ولوحظ في السنوات الأخيرة إزداد الإهتمام بالمشتقات المالية باعتبارها من الأدوات المالية الحديثة المبتكرة، حيث يشير قوة نمو المشتقات المالية إلى أن المشاركين في السوق تجدها أدوات مهمة ومفيدة ومن أنسب الأدوات لإدارة المخاطر. ومن هذا الطرح يمكن صياغة الإشكالية التالية:

كيف يتم استخدام المشتقات المالية في إدارة مختلف مخاطر السوق المالي؟

ولإحاطة بجوانب الإشكالية تم دعمها بالأسئلة الفرعية التالية:

- ◆ ما المقصود بالسوق المالي وما هي مختلف أنواعه ؟
 - ◆ ما هي المشتقات المالية؟ وما هي أهم أنواعها واستخداماتها ؟
 - ◆ ما المقصود بإدارة المخاطر وكيف يتم التعامل معها ؟
 - ◆ كيف نستطيع التحوط من مخاطر السوق المالي بواسطة المشتقات المالية ؟
 - ◆ ما هي الاستراتيجيات المختلفة لإدارة المخاطر باستخدام المشتقات المالية ؟
 - ◆ أهمية الدراسة: تكمن أهمية دراستنا في النقاط الآتية:
 - ◆ التعرف علي السوق المالي وأنواعه، وظائفه، أهميته.
 - ◆ الاطلاع على مفهوم مصطلح إدارة المخاطر وأهم الجوانب للتعامل معها.
 - ◆ التعرف على المشتقات المالية ومختلف أنواعها.
 - ◆ الاطلاع على أهمية المشتقات المالية كألية لإدارة المخاطر في السوق المالي.
- ولإلمام بجوانب هذا العمل ومحاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة تم تقسيم هذا العمل إلي المحاور

التالية:

- ◆ المحور الأول: الملامح الأساسية لسوق المالي؛
- ◆ المحور الثاني: أساسيات لتعريف بإدارة المخاطر؛
- ◆ المحور الثالث: المشتقات المالية واستخداماتها لإدارة المخاطر.

المحور الأول: الملامح الأساسية للسوق المالي:

تعتبر سوق المالية قاعدة رئيسية للنمو الاقتصادي، ومرآة للاقتصاد الوطني ولا يمكن لأي اقتصاد أن يحقق نتائج ملموسة دون رواج هذا السوق، حيث تعتبر قناة مهمة لتمويل لكونها تمثل سوقاً لتراكم رأس المال وذلك لقدرتها على توظيف رؤوس الأموال، كما هو عليه الحال في المجالات الاستثمارية من جهة ولارتباطها الوثيق والمهم باقتصاديات السوق من جهة أخرى، إلى جانب بروز ظاهرة تقويم أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على الصعيد الدولي، والذي أدى في الكثير من الأحيان إلى عدم وجود أية عوائق أمام تدفقات رؤوس الأموال بهيئة أدوات ائتمانية وادخارية متنوعة وعملات أجنبية، ومن هذا فقد اختلفت التعاريف المتضمنة لهذا السوق وسنحاول في هذا المحور تحديد مختلف ملامح هذا السوق من تعاريف، أنواع وأهمية ووظائف.

أولاً: مفهوم السوق المالي

تعتبر السوق المالي همزة وصل بين أصحاب الفائض التي تملك فائضا ماليا سواء أفراد اثرياء، الشركات المحققة للارباح، المشاريع الفردية الناجحة، واصحاب العجز المالي التي لا تكفيها مواردها الذاتية سواء أفراد، مؤسسات، حكومة، وذلك لما تحتاج إليه لتحقيق رغباتها ومشاريعها، هذا الدور التي تقوم به السوق المالية لا شك أنه بالغ في الأهمية بل هو جوهرى لصحة الإقتصاد ونموه وحيويته. وفي هذا الإطار سيتم تناول مختلف تعاريف السوق المالي، أنواعها.

1) تعريف السوق المالي:

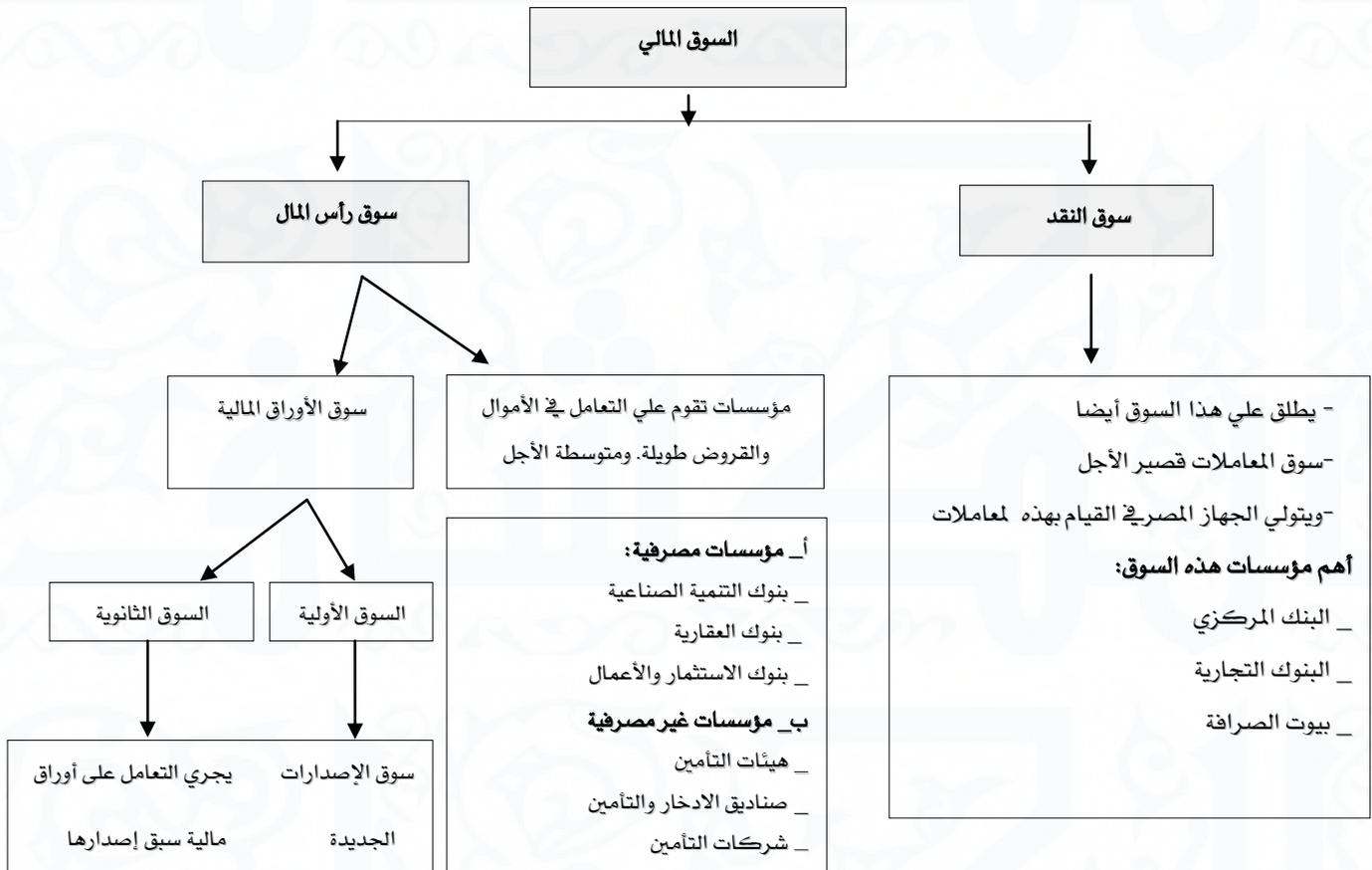
يقال أن أول من عرف الأسواق المالية هم الرومان في القرن الخامس بل الميلاد ثم ما لبث أن تطور مفهوم هذه الأسواق مع تطور حياة الأمم وتلاقيها وقد بدأت الأسواق المالية تأخذ ملامحها الحالية بداية من العصور الوسطى، ومن بين مجموع التعاريف التي صادفناها، يمكننا ذكر التعاريف أدناه كل حسب مفهومه من اجل تشكيل فكرة جامعة لمفهوم هذه الأسواق، تتمثل هذه التعاريف في:

- ♦ مفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية أي النقود، أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة¹.
- ♦ تعتبر السوق المالية بمنزلة القلب النابض في الجهاز المالي حيث تقوم بضخ الأموال (مخزات وحدات الفائض) فتقرر بذلك حجم الائتمان والسيولة المتاحة وتجذب المدخرات وتعمل على تقرير معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية، ومعظم المدخرات التي يتم ضخها بواسطة الأسواق المالية تذهب إلى الاستثمارات بأنواعها وبالتالي إلى أسواق عوامل الإنتاج وأسواق السلع والخدمات².
- ♦ الأسواق المالية هي أماكن التبادل التي تسمح لعرضي وطالبي الأوراق المالية بتنفيذ صفقاتهم المالية عليها، وبطريقة سريعة وأسعار عادلة³.

وقد عرف على أنه ذلك الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة الى الاموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط تتوفر قنوات اتصال فعالة⁴. ومن خلال التعاريف المختلف لسوق المالي يظهر أن السوق المالية هي تنظيم يجمع بين المقرضين والمساهمين والمقرضين (المستثمرين) حتي تتوفر هنالك موارد مالية وسيولة اللازمة للمنشآت لإقامة وتوسع في المشاريع، ويتحقق في المقابل عائد للمقرضين والمساهمين وهذا مقابل التنازل علي نقودهم، فالسوق المالية همزة وصل مهمة للغاية بين المقرض والمقرض، وهذا كفيل علي تحويل جانب من مدخرات المجتمع الى استثمارات فعالة وهي بذلك تساهم في خلق رأس المال الذي يعتبر أهم عامل.

(2) أنواع الأسواق المالية :

يتم تصنيف الأسواق المالي من عدة جوانب تبرز أهمها في: أجل الأدوات التي يتم التعامل بها، كيفية التعامل وصفة الإصدار، تنظيم التعامل، زمن تنفيذ الصفقة ويتم ايضا تصنيفها من خلال الكفاءة. وتتضمن السوق المالي سوقين السوق رأس المال، السوق النقدي⁵: حيث تتعامل في هذه السوق بمجموعة من المنتجات منها الودائع الدولارية الشهرية، شهادات الإيداع الشهرية والسنوية الصناديق الحكومية، أذونات الخزانة، ولتوضيح اكثر أنواع السوق المالي نأخذ الشكل الآتي:



المصدر: زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 83.

من الخصائص المميزة لسوق رأس المال أنه أقل اتساعا من سوق النقد لكنه في الوقت نفسه أكثر تنظيما، كما يمتاز المتعاملون فيه بكونهم من الوكلاء المتخصصين في الصفقات المالية الكبيرة، مما يجعل البعض يطلق على هذا السوق اسم سوق الصفقات الكبيرة، ويتحكم هؤلاء الوكلاء بحركة التداول في سوق رأس المال إلى حد كبير، وذلك عن طريق تكييف سياساتهم في الإحفاظ بالأوراق المالية أو طرحها للتداول بناء على التقلبات الحادثة في أسعار الفائدة. أما السوق النقدي تتميز الأدوات المالية المتداولة فيها بأنها قصيرة الأجل؛ فعادة ما يكون آجالها أقل من سنة، تتميز أيضا بسيولتها العالية وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود، وكذلك تنخفض درجة المخاطرة في تعاملات هذه الأسواق، لذلك يميل عائدتها إلى الانخفاض، كذلك قابلية الأدوات النقدية للخصم وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمها باستثناء الودائع المصرفية.

ثانيا: وظائف الأسواق المالية وأهميتها :

تكمن أهمية الأسواق المالية بشكل عام في الدور الأساسي الذي تلعبه في حياة الأفراد وجميع نواحي الحياة الاقتصادية في الاستثمار والادخار والمدفوعات والسياسات النقدية بشكل خاص، فهي تساعد على نقل مدخرات افرد ومؤسسات وحكومات (وحدات الفاض) إلى من يحتاجونها من الأفراد والمؤسسات (وحدات العجز) وهذا الدور بالغ الأهمية لصالح الاقتصاد وصحته ونموه. أما بخصوص الوظائف فهناك عدة وظائف تتميز بها السوق المالي باعتبارها أداة مهمة في استقرار وتطوير الإقتصاد لأي دولة وفيما يأتي أهم هذه الوظائف:

♦ تعد سوق المال أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتؤدي الحكومة مهامها في الوصول الى الاستقرار الاقتصادي، وتجنب التضخم أو الكساد، وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة، وبالتالي تغيير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد.

♦ من أهم الوظائف التي توفرها سوق المال هي توفير السيولة، بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة وسرعة إلى نقدية سائلة في حالة رغبة مالكيها بالسعر السائد في السوق، ومن ثم حرية الانتقال من استثمار مالي إلى استثمار آخر عن طريق البيع وفقا لنظم وقواعد السوق⁶.

♦ تشجيع الادخار: تشجيع الأفراد والمؤسسات علي الادخار، وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلي استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول مردود ملائم علي مستوي مخاطر ملائمة⁷.

♦ تسهيل الحصول علي الائتمان: المقصود به اقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه⁸.

♦ تعمل الأسواق المالية على تخفيض كل من تكلفة البحث وتكلفة المعلومات اللازمة للتعامل في الأوراق المالية⁹.

♦ المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقترضين). فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض، وعندما يقوم المقرضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج، فإنهم سوف ينتجون دخولا أعلى، وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقرضين بل لكل فئات المجتمع¹⁰.

♦ المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية؛ وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي للدولة¹¹.

المحور الثاني: أساسيات لتعريف بإدارة المخاطر

هناك أخطار عديدة تهدد الجانب الإقتصادي والمالي وبقية الجوانب الأخرى لذلك كان لابد من وضع خطط وإستراتيجيات تعمل على إدارة هذه المخاطر وتجنبها وكل باحث لديه وجهة نظر حول مفهوم الخطر وإدارة هذا الخطر وفيما يلي أهم جوانب التعريف بالمخاطرة وتعريف المختلفة حول إدارة المخاطر وتطورها وأهم جوانب مسببات المخاطرة وطرق التعامل معها.

أولاً: مدخل لتعريف بالمخاطرة

هناك خطر اين ما ذهب وتختلف المخاطر من زاوية لآخري والكتاب إختلفو حول مفهوم المخاطر فكل شخص يعرفه حسب إختصاصه وزاوية معرفته، فمفهومه لدي الاقصاديين ليس هو نفسه عند الإختصاصين في المالية وليس هو عند المتخصصين في التأمين وليس هو مفهوم الخطر عند المتخصصين في القانون وغيرهم، فبعضهم يعبر به عن الخسائر المالية، والبعض الأخر يستعمل الخطر ويجعله في الوقائع المادية في حين يستخدمه آخرون للدلالة على حالات معنوية، وإن كان ثمة قدر مشترك بين الجميع. وفيما يلي عدد من التعاريف سنحاول من خلالها نستشف تعريف شامل للخطر، بالإضافة إلي محاولة الإلمام بأهم جوانب مسببات هذا الخطر.

1) تعريف المخاطرة:

يمكن أن نميز بين عدة تعريفات للمخاطرة أهمها ما يلي:

♦ يمكن تعريف المخاطرة بشكل عام على أنها الظاهرة التي تحمل عاملين أساسيين هما: عدم التأكد وإمكانية الحدوث بمعنى: إمكانية أو احتمال الحدوث، نتائجها أو آثارها إذا حدثت¹².

♦ تعريف محمد مطر " احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار"¹³.

♦ تعريف سامي بن إبراهيم سويلم: " احتمال وقوع الخسارة "¹⁴

♦ تعريف الدكتور سمير رضوان: عن الكاتب الشهير **Madura** المخاطرة هي احتمال اختلاف النتائج عن التوقعات ويعد هذا التعريف أفضل التعريفات حيث يفيد هذا التعريف أن الخطر لا يتعلق فقط بالخسارة، وإنما يتعداه ليشمل أيضا انخفاض العائد المتوقع عن استثمار ما¹⁵.

♦ وهناك من يعرفها على أنها عدم انتظام العوائد، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة، وترجع عملية عدم انتظام العوائد أساسا إلى حالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية.

كما أن لكل استثمار درجة معينة من المخاطر، وأن ما يسعى إليه المستثمر العادي هو تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول لديه من المخاطر يتحدد وفق طبيعة المستثمر¹⁶.

♦ تعرف كلمة مخاطرة بأنها إمكانية حدوث شيء غير مرغوب فيه، وهي في نفس الوقت تعني الشيء الذي يمكن أن يسبب الخطر نفسه، وهي الحالة التي تتضمن احتمال الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مرغوبة كما ينظر إليها على أنها توقع اختلافات في العائد بين المخطط المطلوب والمتوقع حدوثه، وهي حالة عدم التأكد من حتمية الحصول على العوائد أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة.

♦ الخطر من المنظور القانوني: هو احتمالية وقوع حادث مستقبلا، أو حلول أجل غير معين خارج إرادة المتعاقدين قد يهلك الشيء بسببه، أو يحدث ضرر منه¹⁷.

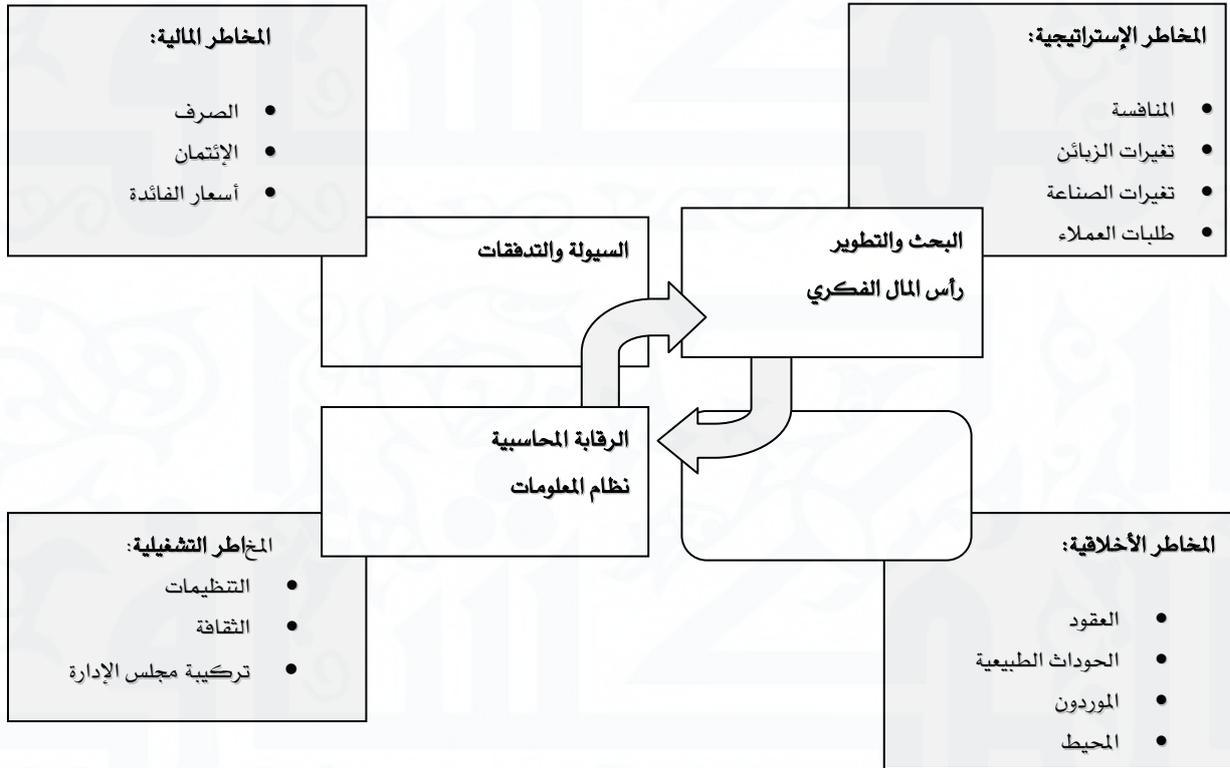
الخطر من المنظور المالي: تعرف المخاطرة من المنظور المالي بأنها إمكانية حدوث إنحراف في المستقبل بحيث تختلف نواتج الرغوب في تحقيقها عما هو متوقع. أو عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل نتيجة لقرار يتخذه المستثمر في الحاضر على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي¹⁸.

وبشكل عام الخطر حدوث شيء غير مرغوب فيه، وحدوث إنحراف عن الطريق المخطط له بشكل يؤثر سلبيا على حياة المشروع، ويمكن القول انه يتمثل في درجة الاختلافات في تدفقه النقدي عن تدفق نقدي مقدر أو متوقع، وكلما زاد مدى هذه الاختلافات كان ذلك معناه زيادة الخطر.

(2) مسببات المخاطرة:

يمكن أن تنتج المخاطر التي تواجه أي متعامل مالي وأنشطته من عوامل داخلية أو خارجية. ويلخص الشكل التالي أمثلة لأهم الأخطار الناتجة عن هذه العوامل، كما أن هناك بعض المخاطر قد تنتج من عوامل خارجية وداخلية معا، وبالتالي تظهر متداخلة في الرسم. ويمكن تقسيمها إلى أنواع من المخاطر مثل استراتيجية، مالية، تشغيلية، بيئية... إلخ.

الشكل رقم 02: أهم مسببات المخاطر



المصدر: بلعوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 332.

ثانياً: إدارة المخاطر وتطورها

إن غاية كل مستثمر تحقيق عائد عالي، وتقليل حدة أو درجة المخاطر التي يتعرض لها استثماره وللوصول إلى ذلك لا بد عليه من قياس درجة المخاطر ودرجة العائد المتوقعة من ذلك الإستثمار، المخاطرة تعتبر فرصة تكبد خسارة أو انحراف عن العائد المتوقع، وبذلك لا بد من تحديد طبيعة إدارة المخاطر. وبالتالي سنحاول تحديد مفهوم مصطلح إدارة المخاطر والتطرق لمختلف أساليب التعامل مع الخطر.

(1) تعريف إدارة المخاطر:

هناك عدة تعاريف تتضمن التعريف بإدارة المخاطر وفيما يلي أهمها:

- ♦ هي العملية التي يتم بموجبها قياس وتقييم المخاطر التي تواجه الشركة أو المؤسسة المالية ومحاولة السيطرة عليها وتخفيضها أو نقلها إلى جهة أخرى أو تجنبها وتقليل آثارها السلبية وقبول بعض أو كل تبعاتها¹⁹.
- ♦ تعبر إدارة المخاطر عن الأسلوب أو الطريقة المنتظمة لتعريف وتحليل المخاطر المحتملة وتطبيق الإستجابة المناسبة لها، فإذا كان التحليل هو تحليل أو معرفة ماذا يمكن أن يكون خطأ مقارنة مع التوقعات، فإن الإدارة هي معرفة ما يجب عمله، وبالتالي فإن إدارة المخاطر تعتبر إدارة للرقابة والتحكم في المخاطر المختلفة بحثاً عن تحقيق العلاقة المثلى للعائد والمخاطرة²⁰.

- ♦ ورد تعريف المخاطر بانها تنظيم الحياة مع توقع أحداث مستقبلية تؤدي إلى تأثيرات غير ملائمة. وعرفها عرفت علي أنها الوسائل المنظمة لتحديد وقياس المخاطر مع تطوير واختيار إدارة الخيارات الملائمة للتعامل معها²¹.
- ♦ عبارة عن منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل من إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى حد الأدنى²².
- ♦ يرجع مفهوم إدارة المخاطر إلى العملية الإجمالية التي تتبعها المؤسسات المالية لتعريف استراتيجية العمل، وتحديد المخاطر التي ستعرض لها، وإعطاء قيم لهذه المخاطر ولفهم طبيعة المخاطر التي تواجهها والسيطرة عليها.
- ♦ وتعرف أيضا علي أنها " هي نظام شامل يضم عملية تهيئة البيئة الملائمة لإدارتها، ودعم قياسها وتخفيف آثارها ورصدها وخلق الترتيبات الكافية للرقابة الداخلية"²³
- من التعاريف السابقة يمكن استخلاص التعريف الآتي الذي يتفق مع أغلب التعاريف في مجال إدارة المخاطر: يقصد بإدارة المخاطر عملية تحديد وتقويم المخاطر، واختيار وإدارة التقنيات، للتكيف مع المخاطر التي يمكن التعرض لها.

2) التعامل مع الأخطار:

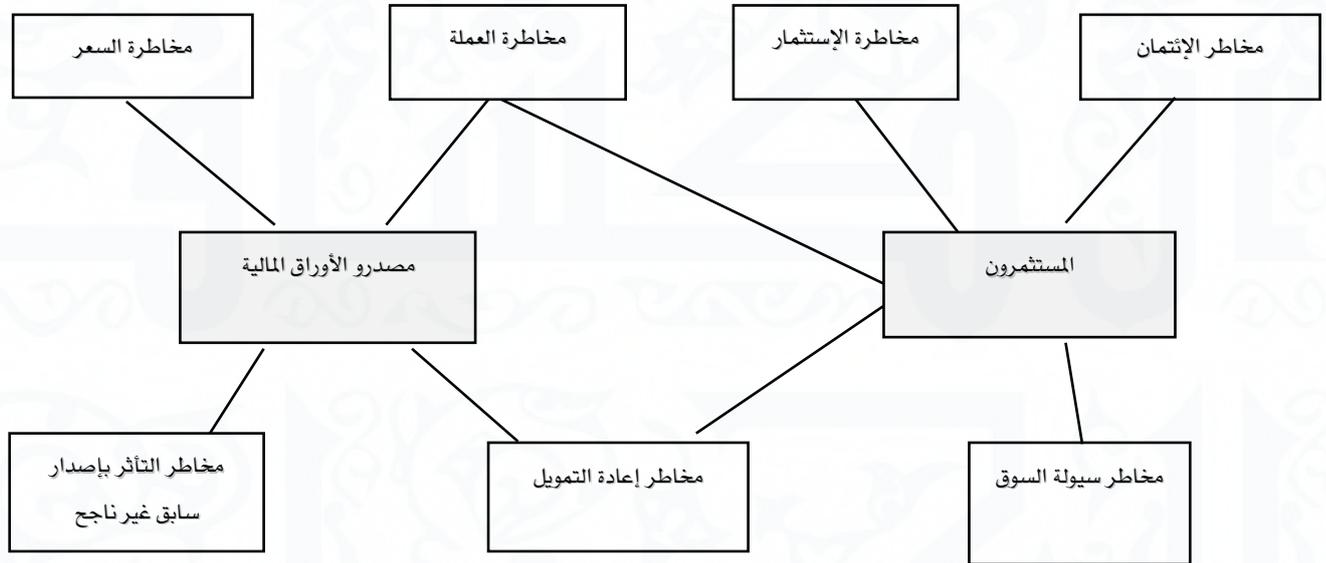
- بعد أن تتم عملية التعرف على المخاطر وتقييمها فإن جميع التقنيات المستخدمة للتعامل معها تقع ضمن واحدة أو أكثر من أربع مجموعات رئيسية:
- ♦ **النقل:** وهي وسائل تساعد على قبول الخطر من قبل طرف آخر وعادة ما تكون عن طريق العقود أو الوقاية المالية، التأمين وهو مثال على نقل الخطر عن طريق العقود. وقد يتضمن العقد صيغة تضمن نقل الخطر إلى جهة أخرى دون الالتزام بدفع أقساط التأمين.
- ♦ **التجنب:** وتعني محاولة تجنب النشاطات التي تؤدي إلى حدوث خطر ما، ومثال على ذلك عدم شراء ملكية ما أو الدخول في عمل ما لتجنب تحمل المسؤولية القانونية، إن التجنب يبدو حلاً لجميع المخاطر ولكنه في الوقت ذاته قد يؤدي إلى الحرمان من الفوائد والأرباح التي كان من الممكن الحصول عليها من النشاط الذي تم تجنبه، ويعتبر أسلوبا سلبيا وغير إيجابي في التعامل مع الأخطار، ولأن التقدم الشخصي والتقدم الاقتصادي كلاهما يتطلب التعامل مع الأخطار بطريقة إيجابية، فإن هذا الأسلوب (تجنب المخاطرة) يعد أسلوبا غير مناسب في التعامل مع كثير من الأخطاء²⁴.
- ♦ **التقليل:** وتشمل طرق للتقليل من حدة الخسائر الناتجة، ومثال على ذلك شركات تطوير البرمجيات التي تتبع منهجيات للتقليل من المخاطر وذلك عن طريق تطوير البرامج بشكل تدريجي.

♦ **القبول:** وتعني قبول الخسائر عند حدوثها، إن هذه الطريقة تعتبر استراتيجية مقبولة في حالة المخاطر الصغيرة والتي تكون فيها تكلفة التأمين ضد الخطر على مدى الزمن أكبر من إجمالي الخسائر، كل المخاطر التي لا يمكن تجنبها أو نقلها يجب القبول بها، وتعد الحرب أفضل مثال على ذلك حيث لا يمكن التأمين على الممتلكات ضد الحرب²⁵.

ثالثاً: إدارة مخاطر وأسواق رأس المال

لا بد أن يتعرض المشاركون في أسواق المال جميعهم إلى أنواع من المخاطرة التي ينبغي إدارتها بصورة صحيحة، تنتج المخاطرة عن احتمال مباشر بحدوث خسارة نتيجة لعقد صفقة أو اتخاذ وضع مالي أو استثماري معين، والشكل التالي يوضح المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها سوق رأس المال.

الشكل رقم 03: مخاطر سوق رأس المال



المصدر: برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر والتوزيع، إعداد ترجمة: قسم الترجمة بدار الفاروق، القاهرة، 2006، ص: 149.

قد يتعرض المستثمرون لأكبر المخاطر، فيمكن أن يعاني المستثمر من خسائر ناجمة عن المعاملات غير العادلة أو غير الآمنة بواسطة مصدري الأوراق المالية والوسطاء وغيره من المستثمرين²⁶، في حين مخاطر الإئتمان تنشأ عن احتمال عجز مصدر الأوراق المالية عن دفع المبالغ المستحقة للمستثمرين بالكامل أو عجزه عن دفعها في تاريخ استحقاقها.²⁷ بينما مخاطر العملة يتعرض لها في حالة انخفاض قيمة العملة في مقابل العملة المحلية للمستثمر فإن قيمة السوق للاستثمار في عملة المستثمر تنخفض ويعاني المستثمر بالتالي من الخسارة²⁸، وفيما يخص مخاطر السيولة قد يواجه المستثمرون مخاطرة وجود سوق ثانوية لا تتمتع بالسيولة للأوراق المالية التي يتداولونها²⁹.

المحور الثالث: المشتقات المالية واستخداماتها لإدارة المخاطر

أولاً: مفهوم المشتقات المالية

المشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم أو السندات أو السلع أو العملات الأجنبية، وتسمح المشتقات المالية للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد. وهناك عدة التعاريف في هذا الشأن سنحاول الإلمام بها مع الإشارة إلى أنواعها.

(1) تعريف المشتقات المالية: تعرف المشتقات المالية باعتبارها:

♦ المشتقات المالية هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين، في تاريخ محدد وتلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل، العقد قد يتعلق بأصل مالي أو مبلغ من العملات، أو كمية من المواد الأولية، كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات. العقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد³⁰.

♦ عبارة عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها³¹.

♦ تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع³².

♦ المشتقات المالية هي عقود يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد فضلاً عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر لأطراف المشتقة على الأصل المالي محل العقد.

♦ وتعرف المشتقات أيضاً أنها مطالبات محتملة وإنشاء المشتقة كونه خياراً مرناً للمستثمر والمدخر يترتب عليه تكلفة لكنه يعطي في الوقت نفسه فرصة لتحقيق عائد أو تجاوز مخاطر كان يصعب تحقيقها دون خيار المشتقة المالية.

يمكن تعريف المشتقات المالية على أنها عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد (اسهم، سندات، وكذلك سلع وعملات أجنبية.... إلخ) وبالتالي فإن أداء العقد مشتق من أداء الأصل المالي موضوع العقد. ومن أهم المشتقات المالية، عقود الخيارات، عقود الأجلة، عقود المستقبلية، عقود المبادلات³³.

(2) أنواع المشتقات المالية: هناك أنواع متعددة من المشتقات المالية، نعالجها كما يلي :

♦ عقود المستقبلية: عقد المستقبلية هو اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين، بتاريخ مستقبلي محدد. يحدد هذا العقد: نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يمكن تداولها، التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ، السعر الواجب دفعه للأصل، وعلى خلاف العقود الآجلة، يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكناً تحدد البورصة سمات معيارية معينة في العقد³⁴. وتعد عقود المستقبلية من أقدم العقود إذ

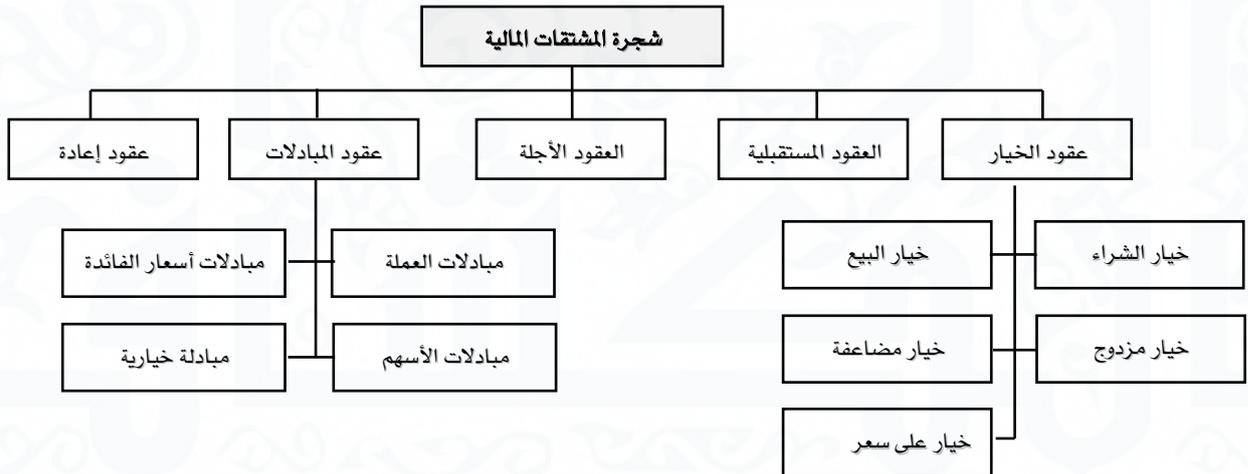
تعود إلى مصر القديمة، حيث كانت تتركز في المحاصيل الزراعية الغذائية الأساسية، مثل القمح والذرة، وبدأت هذه العقود في الولايات المتحدة منذ بداية القرن العشرين في الأسواق المالية³⁵.

♦ **عقود الآجلات:** عقد يبرم بين طرفين، مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق³⁶، وهي عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقا، وبصورة عامة إن عقود الآجلات ليست أدوات استثمارية بمفهومها التقليدي بل أنها نوع من الاتفاقيات التجارية تعقد بين طرفين لتبادل معين سيتم تنفيذه في وقت آخر في المستقبل³⁷.

♦ **عقود المبادلات:** عقود المبادلة هي العقود التي تحتوي على مبادلة معدل فائدة مقابل معدل فائدة آخر لفترة متفق عليها مقدما وتكون هذه المبادلة عن طريق: معدل ثابت مقابل معدل متغير، معدل متغير مقابل معدل ثابت أو مؤشر مرجعي مقابل مؤشر مرجعي آخر، يجب الإشارة إلى أن مبادلة معدل ثابت مقابل معدل ثابت آخر ممنوع بحسب القوانين، هذا التبادل يمكن أن يسري خلال كل المدة المتبقية للقروض المغطاة أو على جزء منها³⁸.

♦ **عقود الخيارات:** هي اتفاقيات تجري بين طرفين بغرض تداول أصول حقيقية أو أدوات مالية كالأسهم والأدوات ذات العوائد الثابتة وعمليات أجنبية أو بعض المؤشرات، وذلك لتنفذ في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار³⁹. وبالتالي فإن المشتقات المالية تتنوع بعقود مختلفة سالفة الذكر والشكل الموالي يوضح ذلك أكثر.

الشكل رقم 04: أنواع المشتقات المالية



المصدر: بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 340.

ثانيا: استخدام المشتقات المالية لإدارة المخاطر

المشتقات المالية أداة مهمة تتيح ظروف للتغطية ضد المخاطر مقارنة بالسبل التقليدية التي قد يستحيل

استخدامها للتغطية ضد مخاطر تغير الأسعار، وفي مقدمتها التأمين، حيث إلى جانب التنوع في التغطية ضد

المخاطر المنتظمة، قد تسهم المشتقات التي هي منتج من منتجات الهندسة المالية في تحقيق الأهداف الاستراتيجية، من خلال قدرها على إدارة التقلبات في أسعار الفائدة، وأسعار الصرف، وأسعار الأوراق المالية وأسعار المدخلات، أي من خلال قدرتها على إدارة المخاطر⁴⁰.

وكثير ما يتردد ان المشتقات المالية تنقل المخاطرة من الراغبين في تقليلها إلي الطرف الأقدر على تحملها وهو افتراض بحث، فهناك فرق جوهري بين الرغبة في تحمل المخاطرة وبين القدرة على ذلك، فالطرف المجازف في المشتقات لا ريب أنه راغب في تحمل المخاطرة، لكن هذا لا يعني بالضرورة أنه قادر بالفعل على تحملها كما أشار لذلك ألان جرينسبان الرئيس السابق لمجلس الإحتياطي الفيدرالي حين قال " إن رؤيتنا لاحتواء المخاطر قائمة على اساس نقل المخاطرة إلى أولئك الذين لديهم الرغبة ويفترض أن لديهم القدرة على تحملها " وبطبيعة الحال فإن هذا الإفتراض لا يلزم تحققه بالضرورة، يوجد من المجازفين من يملك الرغبة في تحمل المخاطرة مع كونه الأقل قدرة علي تحملها. وحيث أن المشتقات تولد له دخلا حاضرا لطرف المجازف، فالحاجة الأنية قد تدفعه لتحمل مخاطر لا يستطيع احتمالها بسبب نقص السيولة⁴¹.

1) استراتيجية إدارة المخاطر الاستثمارية في الأسواق المالية والنقدية: يمكن تلخيص استراتيجية المستثمر لتجنب (الوقاية) من المخاطر⁴²:

♦ **حالة التنويع:** في حالة المخاطر المنتظمة يجب أن يركز المستثمر في هذه الحالة على التنبؤ بحركة السوق وخاصة المخاطر الاقتصادية العامة ومخاطر سوق المال مثل التغير في أسعار الفائدة والتغير في أسعار الصرف ومخاطر القوى الشرائية لوحدة النقد، وإذا توقع صعود السوق فعليه زيادة مكونات المحفظة من الأوراق المالية ذات البيئة المرتفعة، أما إذا توقع هبوط السوق فعليه زيادة مكونات المحفظة من الأوراق المالية ذات البيئة المنخفضة.

♦ **في حالة عدم التنويع:** إن المستثمرين الذين يريدون الحصول على مكاسب نظير التعرض للمخاطر غير المنتظمة أو غير السوقية من خلال التحليل الدقيق الصارم للأسهم الفردية يجب أن يركزوا على مختلف مكونات المخاطرة غير المنتظمة والتي تكون غير مرتبطة ببعضها البعض وتخضع أيضا لتأثير عناصر المخاطر المنتظمة مثل العوامل السياسية والاقتصادية والاجتماعية.

2) المشتقات المالية للتحوط من مخاطر السوق المالي:

يهتم المتحوطون بالتقليل من المخاطر التي يوجهونها بالفعل ويتضح دور المشتقات المالية في التحوط من خلال استخداماتها، فمثلا استخدام العقود المستقبلية للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع ولأذونات الخزانة أو السندات أو القروض وحتى لأسعار الفائدة كما تستخدم لتقليل خطر تذبذب أسعار الصرف (العملات) في الأسواق العالمية⁴³.

ولتوضيح الفكرة نفترض حالة مستثمر أخذ مركزاً طويلاً في السوق الحاضر على سهم ما، أي اشترى السهم من سوق الأوراق المالية بسعر 50 دولار، ويخشى أن تنخفض قيمته عندما يقرر بيعه، وقد تحققت المستثمر إذ انخفض سعر السهم إلى 30 دولار، ومن ثم فقد منى بخسائر قدرها 20 دولار، ونفترض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد خيار بيع، وذلك فور شرائه للسهم ونفترض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد خيار بيع، وذلك فور شرائه للسهم، يعطيه الحق في بيع السهم المحرر بسعر التنفيذ المحدد في العقد، خمسون دولار، أي بذات السعر الذي اشترى به السهم، وتاريخ تنفيذ هو ذاته التاريخ المقرر أن يباع فيه السهم، مقابل مكافأة قدرها ثلاثة دولارات، هنا يصبح المستثمر مالكا لمحفظة تتكون من سهم وعقد خيار يتم تصفية كل منهما في سوق مستقل⁴⁴.

(3) استخدام التوريق في إدارة المخاطر:

يستخدم التوريق كإستراتيجية أساسية للتحوط ضد المخاطر، خاصة مخاطر السيولة ومخاطر الإفلاس، ويمكن إبراز بعض ذلك من خلال ما يلي⁴⁵:

- ♦ انحسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية، وإنعاش سوق الديون الراكدة.
- ♦ تخفيف وطأة المديونية مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال.
- ♦ تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات والسيارات وبطاقات الائتمان، كما أن انخفاض سعر الفائدة يمكن أن يوفر مناخاً مناسباً للقيام بنشاط التوريق⁴⁶.
- ♦ تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع العروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات وخلق علاقات ارتباطية تمويلية بين القطاعات أخرى كقطاع السكن وسوق الأوراق المالية.
- ♦ تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهون العقارية، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول.
- ♦ التوريق أداة تساعد على شفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق لإنجاح التمويل.

خلاصة:

بما أن الخطر جزءاً من حياة الإنسان لا بد منه، وإذا كانت أي معاملة تتطوي على مخاطرة فإن العمل على التحوط منها وإدارتها يعتبر مطلباً بارزاً الأهمية، لهذا جاءت هذه الورقة البحثية التي تبحث في إستخدامات أداة من الأدوات المالية ألا وهي المشتقات المالية للتحوط وإدارة المخاطر في السوق المالي، وقد ابتدأنا هذه الورقة بعدة تعاريف تخص السوق المالي ومختلف أنواعه، قبل أن نعرض على إدارة المخاطر وأهم طرق التعامل مع الخطر سواء بالتحويل، النقل أو القبول...إلخ، ثم تناولنا المشتقات المالية باعتبارها أدوات جديدة مستحدثة، والإشارة إلى

أنواعها، وجاء العنصر الأخير من المقالة ليشمل إستخدامات هذه المشتقات فى التحوط والتعامل وإدارة المخاطر حيث أن المشتقات المالية المتمثلة فى عقود الخيار، عقود المستقبلية، عقود الأجلة، عقود المبادلات، من أهم منتجات الهندسة المالية، وهي تستخدم فى إدارة مختلف المخاطر المالية التي تواجه السوق المالي خاصة ما يتعلق بمخاطر سعر الفائدة، مخاطر أسعار الصرف، مخاطر أسعار الأسهم. وعلى غرار أن المشتقات المالية ظهرت لأول مرة بغية استعمالها فى تحوط وتغطية المخاطرة وفى تقلبات أسعار الفائدة، الصرف، الأسهم، إلا أنها لم تنحصر فى ذلك فقط بل أنها إستخدمت أيضا فى المضاربة من طرف المستعملين يفتقدون الفهم العام لهذه الأدوات بسبب تعقدها وتحديات الكبيرة التي تطرحها المشتقات لإدارة المخاطر، ما أدى إلى تسببها فى الأزمات فى كثير من الأحيان، لذلك لا بد على المشاركين فى السوق تطوير وتنمية هذا السوق للتصدي لهذه التحديات فى إدارة المخاطر باستخدام المشتقات المالية.

أهم النتائج المتوصل إليها:

- ♦ السوق المالي أصبح أمر غاية الأهمية ووسيلة لا بد منها للوصول إلى تنمية إقتصادية وتحقيق إقتصاد قائم على مبادئ راسخة تحد من المخاطر التي تواجهه.
 - ♦ تعتبر المشتقات المالية والمتمثلة فى كل من عقود الخيار، العقود المستقبلية، العقود الأجلة وعقود المبادلات من أهم منتجات الهندسة المالية، وهي تستخدم فى إدارة مختلف المخاطر المالية وتغطيتها، خاصة ما يتعلق بمخاطر أسعار الفائدة، مخاطر أسعار الصرف، ومخاطر أسعار الأسهم.
 - ♦ التحوط من الخطر وإدارته بالمشتقات المالية بشكل أفضل يكون من الحد من التعامل فى السوق غير منظمة.
 - ♦ استراتيجيات التغطية باستخدام المشتقات المالية تكون فاعلة إذا تم استخدامها بشكل صحيح وذلك أن المخاطر التي تصاحب المشتقات المالية لا تعود إلا المشتقات فى حد ذاتها وإنما ترجع إلى المتعاملين الذين يعملون لتحقيق عوائد كبيرة متجاهلين عنصر المخاطرة من خلال المضاربة.
 - ♦ تعتبر المشتقات المالية من أهم أدوات التحوط ضد الخطر إلا أن المجازفة أمر غالب عليها ولذلك فهي تعتبر غالبا من أسباب الأزمات المالية.
 - ♦ لم تتوصل الهيئات الرقابية إلى اكتشاف تركيزات المخاطر وراء طفرة الابتكارات المالية وعليه، فإن احتواء المخاطر الناجمة عن الإبداع وزيادة الرفع المالي والتي ظلت تتراكم لسنوات طويلة أمر صعب.
- الإقتراحات والتوصيات:
- ♦ ضرورة وضع أسس واضحة للابتكارات المالية مع تبيان حدودها، حتى لا يتم فتح المجال للحيل المؤدية إلى الوقوع فى مشاكل مالية، سواء عمداً أو خطأً، تُخل بالاستقرار المالي والاقتصادي.

- ♦ ضرورة إدخال عقود المشتقات المالية إلى أسواق الأوراق المالية بهدف تشجيع أكبر عدد من المستثمرين علي الدخول للسوق.
- ♦ لا بد أن تحافظ المصارف والمؤسسات الأخرى على دورها كمحتاطة ، و أن تبتعد عن دور المضارب.
- ♦ وضع نظام معلوماتي متطور لمراقبة أداء المشتقات المالية التي تم اختيارها مع وضع تنبؤات لنتائجها المستقبلية.
- ♦ لا بد من إيجاد أدوات مالية إسلامية أقل مخاطرة واستحداث مشتقات مالية إسلامية بعيدة عن عالم الرهان والمضاربة حيث أن التعامل في المشتقات المالية لا يكون على مستوى الاقتصاد الحقيقي وإنما يتم علي أساس الرهان والمضاربة.
- ♦ تحديد أنواع المخاطر التي تواجه السوق المالي ومسبباته (أسعار الفائدة، أسعار الصرف...)، ومن ثم إختيار ما يناسب من أدوات المشتقات لمجابهة هذه المخاطر وإدارتها، لا بد أن يكون ذلك مبني على خبرة في هذا الشأن لضمان نجاح ومعالجة الخطر والتحوط منه في المستقبل.
- ♦ يجب فهم عمل المشتقات المالية بنقل أو تحويل أو تجنب المخاطرة لأن التعقيدات التي تضمن المشتقات تتسبب في نتائج سلبية عكس النتائج المتوقع منها لذلك لا بد من هذا الجانب المهم والعمل على مراعاته.

المراجع والإحالات:

1. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 41.
2. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2007، ص: 12.
3. أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها، دار ابن الجوزي، بدون طبعة، الرياض، السعودية، 2005، ص: 3.
4. أرشد فواد التميمي، أسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة - دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004، ص: 10.
5. فريد راغب النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 184.
6. رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، دراسة حالة الجزائر وتونس والمغرب، مذكرة مقدمة ضمن نيل متطلبات شهادة الماجستير، علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2010/2011، ص: 16_17.
7. هيئة السوق المالية، الإستثمارات المالية وأسواق الأسهم، 18:45_2016/06/28، الإطلاع من موقع: http://www.aleqt.com/2011/03/28/article_519953.html
8. زيان رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 10.
9. مدونة حول وظائف الأسواق المالية، 11:13_2016/06/29، الإطلاع من موقع: http://stardust-rise.blogspot.com/2012/03/blog-post_18.html
10. صلاح الدين حسن السبيسي، الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية (الأسباب - التداعيات - سبل المواجهة)، دار الفكر العربي، 2008، ص: 152.
11. صالح محمد القرا، مدونة العلوم المالية والإدارية، 15:31_2016/06/29، الإطلاع من موقع: <https://sqarra.wordpress.com/bursah>
12. عصماني عبد القادر، أهمية بناء أنظمة إدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات المالية، مداخلة ضمن فعالية الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يوم 21/20 أكتوبر 2009، ص: 8.
13. محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل، عمان، 2013، ص: 52.
14. سامي بن إبراهيم السويلم، التعوط، في التمويل الإسلامي، مكتبة الملك فهد الوطنية، جدة، 2007، ص: 62.
15. عصماني عبد القادر، أهمية بناء أنظمة إدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 9.
16. المخاطرة وأنواع المخاطر التي تواجهها الأوراق المالية الحكومية، وزارة المالية، 11:57_2016/06/30، الإطلاع من موقع: www.syrianfinance.gov.sy/assets/files/20032.doc
17. بلعوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة الشلف، عدد 07/2009_2010، ص: 331.
18. عبد السلام، ناشد محمود، إدارة أخطار المشروعات الصناعية والتجارية الأصول العلمية، دار الثقافة العربية، القاهرة، طبعة الأولى، 1989، ص: 37.
19. طارق الله، حبيب أحمد، إدارة المخاطر (تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية)، الطبعة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، 2003، ص: 141.

20. حياة نجار، إدارة المخاطر المصرفية وفق إتفاقيات بازل - دراسة واقع البنوك التجارية العمومية الجزائرية - أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013/2014، ص: 63.
21. بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 335.
22. عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل للهندسة المالية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الملك فيصل، السعودية، العدد 9، 2012، ص: 13.
23. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2011، ص: 30.
24. بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 335.
25. دراسات، إدارة المخاطر، مفاهيم إدارية حديثة، 15:59_2016/06/26، الإطلاع من موقع: [http://www.siironline.org/alabwab/derasat\(01\)/1516.htm](http://www.siironline.org/alabwab/derasat(01)/1516.htm)
26. برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 150.
27. محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية في شركات المساهمة المصرية، رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، سنة 2005، ص: 67.
28. حسن محمد الرفاعي، سوق الأوراق المالية من المخاطر إلى الأزمات، مداخلة مقدّم إلى الملتقى الدولي الثاني حول متطلبات التنمية في أعقاب إفراغات الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بشار، 2010، ص: 7.
29. برايان كويل، مرجع نفسه، ص: 152.
30. طارق حماد عبد العال، المنتجات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2001، ص: 05.
31. سمير عيد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص: 58.
32. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص: 66.
33. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات -، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2007، ص: 125.
34. عبد القادر شلال، علال قاشي، مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر المالية، مداخلة مقدمة لفعاليات الملتقى الدولي الأول حول، إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات دول العالم، جامعة أكلي محند اولحاج، البويرة، الجزائر، يومي 26_27/11/2013، ص: 11.
35. هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2003، ص: 152.
36. سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص: بنوك وتأمينات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005/2006، ص: 54.
37. هوشيار معروف، مرجع نفسه، ص: 154_155.
38. ربيع بوصبيح العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية - تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007_2011 -، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011_2012، ص: 47.
39. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 158.
40. سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 43.
41. عيساوي سهام، مرغاد لخضر، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، أبحاث إقتصادية وإدارية، العدد 15، جامعة محمد خيضر، بسكرة، جوان 2014، ص: 157.
42. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، جامعة البلقاء التطبيقية للمعز للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2004، ص: 211.
43. ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية - دراسة حالة ماليزيا والسودان -، مذكرة مقدمة ضمن نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2015، ص: 74.
44. بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 340.
45. بلعزوز بن علي، مرجع نفسه، ص: 341.
46. منال فايز، كفاءة التوزيع أمل البورصة للإنتماش، البورصة المصرية، عدد 272، جويلية 2002، ص: 10.