

المؤتمر الدولي العلمي حول:

أثر تقلبات أسعار النفط عالميا على اقتصاديات الدول

خلال الفترة ١٨-٢٠ ديسمبر ٢٠١٧ عمان -الأردن

مداخلة بعنوان: الابتكار المالي كأداة للتحوط من خطر السعر والوصول لاستقرار أسعار النفط عالميا

من اعداد: د. غالم الهام (المدرسة الوطنية العليا للإحصاء والاقتصاد التطبيقي، الجزائر)

د. بن عياش سمير (جامعة بومرداس، الجزائر)

الملخص:

هدفت هذه الدراسة الى تسليط الضوء حول دور الابتكار المالي في التحوط من تقلبات أسعار البترول في الأسواق العالمية، علما ان أسواق هذه المادة الأساسية "commodité" تواجه دوما تذبذبات، مما جعل المتعاملين فيها يواجهون خطر تقلبات الأسعار. «risque-prix» وكحلول مبتكرة للوقوف في وجه هذا الخطر والتحوط منه يمكن اللجوء إلى الأسواق الآجلة ("marché à terme physique" إمكانية اقتناء عقود آجلة "forword") أو الأسواق المالية المخصصة للمستقبليات "futures"، عقود المبادلات "swaps" والخيارات "options".
فإن المتعاملين بواسطة الأدوات المالية السابقة الذكر (futures, options et swaps) قادرين على تحديد سعر مبدئي مسبق للمادة الأولية(البترول) متقادين بذلك كل انخفاض أو ارتفاع في أسعار برميل البترول، وذلك في إطار زمني مفتوح يتم تحديده في العقد.

الكلمات المفتاحية: الهندسة المالية، خطر تقلبات الاسعار، العقود الآجلة، المستقبليات، الخيارات، الأسواق الآجلة للبترول.

-المقدمة:

على مر العقود أعتبر البترول من المواد الأولية التي عرفت أسعارها تقلبات وعدم استقرار، ولقد ارجع ذلك إلى مجموعة من العوامل التي تأثر وتلعب دور في تحديد قيمته على المدى القصير، نذكر منها الأحوال الجوية والفصلية(بالخصوص "Driving Season في فصل الصيف)، العوامل الجيو سياسية(حجم المخزون الاحتياطي ،الحاجة للتحوط في حالة موجة توقعات ارتفاع في الأسعار،...الخ)،التغيرات القصيرة المدى في القدرة الإنتاجية الإضافية "capacité (lexcédentaire للدول المنتجة ،حجم مخزون البترول، توقعات غير واقعية مبنية على معلومات خاطئة ، مستويات العرض والطلب على هذه المادة الإستراتيجية، المضاربة في الأسواق الآجلة (pétrole papier).

ولعل المتنبع لتوجهات أسعار البترول للسنوات القليلة السابقة يتأكد من هذه الخاصية، وكان من الضروري إيجاد ميكانيزمات تقي المتعاملين في أسواق البترول خسائر ضخمة نتيجة ارتفاع أو انخفاض غير متنبئ به .ولخدمة هذا الغرض استخدمت العقود الآجلة، المستقبليات، عقود الخيارات وعقود المبادلات للتحوط من خطر السعر.وهذا بالتحديد ما سيتم تناوله بشيء من التدقيق - لاحقا.بحيث حرصنا في هذا المقال إلى التطرق لسوق الأجل للبترول والأدوات المتداولة فيه والتي تستخدم لغرض التحوط من تقلبات الاسعار.وفي هذا السياق تأتي:

- أهمية الدراسة: تستمد هذه الدراسة أهميتها من جانب اعتماد التعامل المسبق مع تقلبات أسعار البترول كمبدئ وقاية تستنبق التوجه العام للأسعار المتميز بالتذبذب الدائم متوثرًا بعوامل غير قابلة للتنبؤ والاستباق.

- مشكلة الدراسة: تتلخص مشكلة الدراسة في الإجابة عن التساؤل الرئيسي التالي:

ما هي اهم الابتكارات المالية المستحدثة للتحكم في خطر تقلبات سعر البترول والمساعدة على احداث استقرار في الأسواق العالمية؟

- أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة الى:

- التعريف بالهندسة المالية ومفززاتها.

- تناول المشتقات المالية كونها وسيلة فعالة في التحوط من مخاطر تقلبات أسعار المواد الأولية «risque prix» .

- استعراض وسائل التحوط في الأسواق الآجلة لمواجهة تقلبات أسعار النفط «marché à terme» .

- منهجية الدراسة:

تعتمد هذه الدراسة على الأسلوب الوصفي التحليلي، من خلال استقصاء واستقراء وتتبع كل ما كتب حول الموضوع من أبحاث وتقارير وكتب ودراسات سابقة، في محاولة الى تلخيص اهم ما ورد حول الموضوع.

أولا: مفاهيم أساسية حول الهندسة المالية:

١-التعريف بالهندسة المالية:

تعرف الهندسة المالية على أنها: " التصميم والتطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل".^١ وبذلك فالهندسة المالية تتضمن ثلاث أنواع من الأنشطة هي التصميم التطوير الابتكار، والابتكار ليس المقصود به مجرد الاختلاف عن السائد، بل لابد وان يكون متميزا لدرجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية. كما عرفت على انها عملية خلق منتجات مالية جديدة ويشار إليها أحيانا بالهندسة المالية وهو الابتكار الذي أدى الى تحسين فرص إدارة المخاطر.^٢

2-استخدامات الهندسة المالية : تتعدد مجالات استخدامات الهندسة المالية ، وسنحرص على ذكر الاتي منها:^٣

✓ تساعد الهندسة المالية على إدارة الخصوم والأصول،

✓ تساعد على إدارة المخاطر والتحوط منها (التحكم في التوليفة نسبة التحوط الى المخاطرة).

✓ تستخدم كأداة فعالة في المراجعة، أي فرصة الشراء والبيع في نفس الوقت وفي أسواق مختلفة لنفس الأداة المالية مع تحقيق هامش ربح.

٣-مجالات الهندسة المالية: يمكن استخدام الأدوات الكمية الكمبيوتر والنماذج الاقتصادية المحاسبية لاتخاذ القرارات المثالية في تصميم وتشغيل ومراقبة التدفقات النقدية وشبه النقدية وتغطي الهندسة المالية المجالات التالية:

- الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الادخار والإقراض.

- تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي القانوني.

- نشاط الاستثمارات، مدير محفظة الأوراق المالية المحلل المالي القانوني .

- تقديم الخدمات المالية للمكاتب من الاعمال من الأعمال الشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين ومكاتب التأمين .

^١ محمد امين خنيوة وحنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواقع والتحديات ومناهج التطوير، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد ١٢، الجزائر، ٢٠١١، ص ٦٤١.

^٢ سمير رضوان عبد الحميد حسن، ٢٠٠٥ المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في ضياغة ادواتها، دار النشر للجامعات، ٢٠٠٥، ص ٩١.

^٣ محاببة نصيرة، وظيفة الهندسة المالية في البنوك، مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قالمة ، الجزائر، ٢٠٠٦، ص ١٤٧.

- إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية والتجارية-الخاصة والعامة-المحلية والدولية لغرض الربح أو لغير ذلك.

ثانياً: الابتكار المالي: مفهوم المشتقات المالية، استخداماتها والأخطار الناتجة عن استعمالها:

١- مفهوم عقود المشتقات المالية: هناك العديد من التعاريف التي قدمت لشرح المشتقات المالية وتم تقسيم هذه الأخيرة إلى جيلين، الجيل الأول نجد فيه كل من العقود الآجلة والمستقبلات والمبادلات. الخ، أما الجيل الثاني فهو يشتمل على جميع الأدوات المالية المهيكلية (les produits structurés)، وهنا سنكتفي بإدراج الاتي منها:

المشتق أو الورقة المشتقة أداة مالية تعتمد قيمتها على قيم أخرى، ويمكن تعريف المشتقات المالية على أنها عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (عملات أجنبية-أوراق مالية) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة في إطار ما يسمى بالهندسة المالية.^٥

كما عرفت المجموعة الاستثمارية "النظم المحاسبية القومية (SNA) system national group" المشتقات المالية بصورة أكثر تفصيلاً، فهي: أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع 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 مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط من المخاطر، والمراجعة بين الأسواق، وأخيراً المضاربة.^٦

يكشف التعريف الأخير عن مسألة في غاية الأهمية وهو أنه إذا ما كانت المشتقات تستخدم في إدارة المخاطر، إلا أنها أداة تتسم بقدر كبير من المخاطرة، ولذلك فالمتعاقدان وهم طرفي العقد أحدهما بائع للمخاطرة والآخر مشتري لها وهو ما يعبر البعض عنه بوجود شخص ما أو جهة ما لديها الرغبة في التخلص من المخاطرة أو تقليل درجتها، وآخرون على استعداد لتحمل المخاطرة آملين الحصول على ثمن المخاطرة أو ما يسمى بمكافأة المخاطرة.^٧

٢- خصائص المشتقات المالية: يمكن تلخيص الخصائص المميزة للمشتقات المالية في النقاط التالية:^٨

- طبيعة العمليات خارج الميزانية: حيث جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدها وتتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحاً للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها.
- يتم تنفيذ وتسوية عقود المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي. حيث أن كل عقد تم شراؤه أو بيعه ينحل، في ابدى مدى عند تاريخ الاستحقاق، والجديد في أسواق العقود الآجلة هو إمكانية انحلال العقد في إحدى الحالتين: التسليم الفعلي أو المقاصة.^٩

^٤ Bertrand jacquillat et vivien levy –garboua, les 100 mots de la crise financière, Ed Puf, Paris, 2009, P24.

^٥ دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 39.

^٦ SNA, 1993. IMF. Working paper. PP. 8-9.

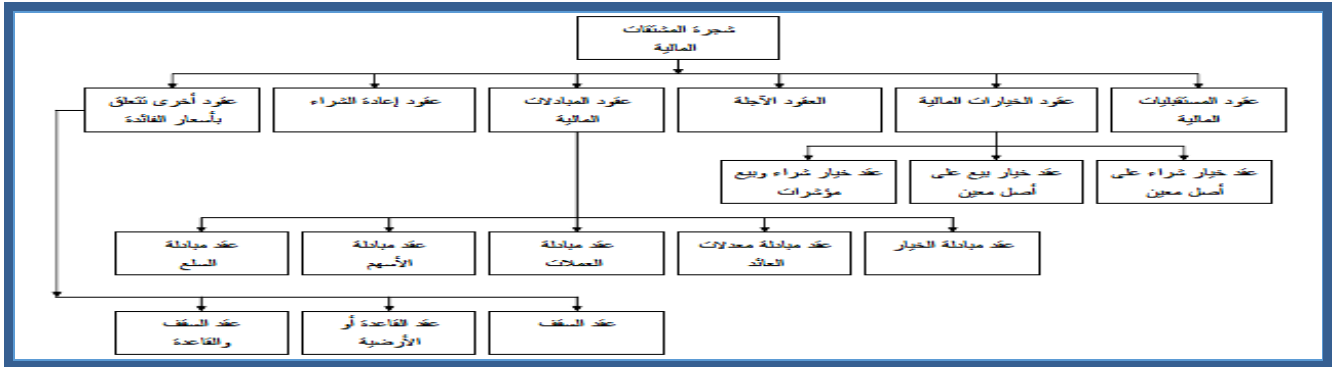
^٧ رضوان، سمير عبد الحميد، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، ط ١، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، ٢٠٠٥، ص ٦١.

^٨ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 39.

^٩ وسام ملاك، "البورصات والأسواق المالية العالمية"، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني، بيروت، ط ١، ٢٠٠٣، ص ١٢٩.

- بعض عقود المشتقات تنقسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، إلا أنه في الوقت نفسه قد يصعب أحيانا تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها.^{١٠}
 - تتغير قيمة المشتقات المالية استجابة للتغيير في سعر الصرف أو سعر الفائدة أو سعر الأوراق المالية أو أية مؤشرات ائتمانية أخرى بمعنى آخر ترتبط العقود المالية للمشتقات بسعر فائدة محدد أو سعر صرف أجنبي أو سعر سلعة ما أو مؤشر أسعار أو مؤشرات ائتمانية.
 - عدم وضوح القواعد المحاسبية: حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا يواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من أجل المحاسبة عن تأثيرات تلك الأنشطة، إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها.
 - تستخدم المشتقات المالية للتحوط ضد المخاطر نتيجة التغيير في أسعار تلك الأصول. كما تستخدم للمضاربة في الأسواق المالية.^{١١} كما تتيح عقود المشتقات المالية تحديد سعر السلعة، الصرف، الفائدة، الورقة المالية محل التعاقد.
- ٣-أنواع عقود المشتقات المالية: من الصعب جدًا حصر كافة أدوات المشتقات المالية التي قدمتها مراكز البحث والابتكار، فالهندسة المالية لا تتوقف عن صناعة المنتجات المالية الجديدة وتقديم الابتكارات المالية المستحدثة. والشكل رقم (٠٢) يوضح أبرز وأهم عقود المشتقات المالية المتعامل بها في البورصات المنظمة وغير المنظمة.^{١٢}

الشكل رقم (٠٢): مخطط توضيحي لأنواع عقود المشتقات المالية



المصدر: رزق عادل محمد، مرجع سابق، ص ١٠٣.

- ٤-أهمية عقود المشتقات المالية واستخداماتها : عقود المشتقات المالية لم يكن ظهورها وليد الصدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، فهي وليدة الحاجة واستجابة لمتطلبات السوق ، فهذه المنتجات لها أهمية اقتصادية تتمثل فيما يلي^{١٣}:

^{١٠} محمد عبد الباسط وفا، أساليب تلافي المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي، بحث مقدم في المؤتمر العلمي السنوي الأول لكلية التجارة، جامعة الزقازيق ، مصر، يومي ٢٦ و 27 أبريل ١٩٩٧، ص ٣٥٢.

^{١١} Yves Jégourel, marchés, produits et acteurs, les produits dérivés : outils d'assurance ou instruments dangereux de spéculation, cahier français n°361, 1 aout 2008, P40.

^{١٢} رزق، عادل محمد، مرجع سابق، ص ص ١٠٢-١٠٣.

^{١٣} منير ابراهيم الهندي، مرجع سابق، ص ١١.

أ. **التغطية ضد المخاطر "التحوط"**: كان التقلب الحاد في أسعار السلع والأوراق المالية في الستينيات من القرن العشرين، حجر الأساس لبذل جهود مكثفة من قبل المهندسين الماليين بهدف توفير أدوات مالية جديدة وتفعيل الأدوات المالية التقليدية المتاحة لمواجهة تلك الظاهرة. فعقود المشتقات المالية أداة جيدة للتغطية ضد المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرين والتي تشمل عادة ما يلي^{١٤}:

- مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية.

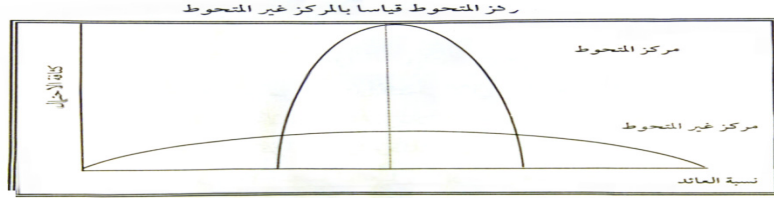
- مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية.

- مخاطر تقلب أسعار الفائدة.

- مخاطر تقلب أسعار السلع.

وذلك عبر نقل هذه المخاطر إلى طرف آخر، دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد^{١٥}. ويمكن توضيح مقدار العوائد بالنسبة للمتحوط عن غير المتحوط بالشكل الآتي^{١٦}:

شكل رقم (٠٣): العائد للمركز المتحوط قياساً بالمركز غير المتحوط



المصدر: حاكم الربيعي و اخرون، المشتقات المالية: "عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات"، ط١، دار اليازوري للنشر و التوزيع ، عمان، الاردن، ٢٠١١، ص ٦٨.

وتم تصنيف التغطية الى نوعين وهي^{١٧}:

التغطية الطويلة: وتتمثل في التغطية التي يلجأ إليها المشتري الذي يقوم بشراء عقد مستقبلي اليوم كإحلال مؤقت للشراء الفعلي الذي سيتم في المستقبل مع الاحتفاظ بالعقود لمدة معينة على أمل أن ترتفع قيمتها السوقية.

التغطية القصيرة: وهي تعني بيع عقد مستقبلي اليوم كإحلال مؤقت للبيع في المستقبل، كما تستعمل هذه التغطية لحماية الراغبين في الاقتراض في المستقبل والذين يتوقعون احتمال ارتفاع أسعار الفائدة المستقبلية وهذا ما يولد علاقة عكسية بين معدلات الفائدة المستقبلية والقيمة السوقية للعقد.

ب. **عملية المراجعة**: تتم عملية المراجعة عن طريق الدخول بشكل متزامن في كمعاملات في سوقين أو أكثر، حيث تكون المضاربة ممكنة وذلك عندما يصبح هناك عدم توافق بين الأسعار، أي حدوث فرق في سعر الأصل معين بين سوقين أو أكثر، فهناك يتم الشراء من السوق الذي يكون فيه سعر الأصل منخفضاً ثم بيع الأصل في نفس الوقت في السوق الذي يكون فيه سعر الأصل مرتفعاً وهكذا...

فمن خلال عملية المراجعة يقوم المستثمرون بعمليات بيع وشراء لعقود مختلفة في آن واحد وذلك من أجل الاستفادة من فروقات الأسعار في مختلف الأسواق، فعملية المراجعة تتم عن طريق الملاحظة والمتابعة اليومية لتحركات الأسعار لمختلف العقود.^{١٨}

¹⁴ Yves Jégourel, OpCit, P40.

¹⁵ هندي منير ابراهيم، مرجع سابق، ص ١٢.

¹⁶ حاكم الربيعي و اخرون، المشتقات المالية: "عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات"، ط١، دار اليازوري للنشر و التوزيع ، عمان، الاردن، ٢٠١١، ص ٦٨.

¹⁷ برودي نعيمة، الأسواق المشتقة ودورها في تغطية المخاطر المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقد مالية وبنوك ، كلية. ٢٠٠٥، ص ٤٦ - العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان ٢٠٠٤-٢٠٠٥، ص ٤٦.

ج. أداة لاستكشاف السعر المتوقع في البورصة الحاضرة: تزود عقود المشتقات المالية المتعاملين بمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في البورصة الحاضرة في تاريخ التسليم، فهي أداة جيدة لاستكشاف مستوى السعر^{١٩}.

د. إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية: تتميز عقود المشتقات المالية، بكون تكلفة الاستثمار فيها منخفضة جداً ولا تتجاوز نسبة الهامش المنصوص عليها، وهذا يتيح للمتعاملين فرصة أكبر لتخطيط التدفقات النقدية مستقبلاً وتحقيق التوازن المنشود بين السيولة والربحية^{٢٠}.

هـ. إتاحة فرص استثمارية للمضاربين (عملية المضاربة): يدخل المضارب طرفاً في عقود المشتقات المالية بغرض تحقيق الربح، من خلال الاستفادة من ميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي، إذ يكفي أن يدفع الضارب في عقود المستقبلات المالية سواء كان مشترياً أو بائعاً قيمة الهامش المطلوب، وفي عقود الخيارات المالية أن يدفع المشتري قيمة علاوة الخيار^{٢١}.

تصلح الأدوات المشتقة كوسيلة للمضاربة حيث يقوم المستثمرون بالمضاربة إما على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها من خلال عملية مراقبة التغيرات السعرية، فيلجأ المستثمرون إلى بيع أو شراء تلك العقود، إذ تتم هذه العمليات خلال فترة زمنية قصيرة، إذ يكون الغرض من المضاربة هو تحقيق أرباح رأسمالية، فالمضارب لا يرغب في امتلاك الأصل إنما هدفه هو انتهاز الفرصة بتحقيق الربح، فمثلاً من خلال عملية المضاربة على العقود المستقبلية يهدف المستثمرون إلى استغلال الفرصة لتحقيق الأرباح من خلال التغيرات التي تطرأ على أسعار العقود المستقبلية ويلجأ المستثمرون إلى هذه السوق لما توفره من مميزات وهي:

✓ **الرفع المالي (Leverage):** ف شراء عقد مستقبلي قيمته مليون دولار لا يكلف سوى دفع مبلغ لا يتجاوز بضعة آلاف من الدولارات تستخدم كهامش مبدئي، إذ يمكن أن يكون هذا الهامش ضمان خطابي من البنك، أو ورقة مالية تودع لدى السمسار عكس ما يحدث في السوق الحاضر والتي تتطلب فيها عملية شراء تغطية جزء كبير من قيمة الصفقة.

✓ **سهولة إبرام الصفقات:** فالمستثمر الذي يتوقع ارتفاع أسعار الفائدة وبالتالي انخفاض أسعار الأصول المالية كالسندات، قد يصعب عليه بيعها في السوق الحاضر، ولكن في المقابل بإمكانه أخذ مركز قصير على عقد مستقبلي على تلك السندات بسهولة، كما يمكنه التخلص من ذلك بسهولة وذلك باتخاذ مركز مضاد على عقد مماثل.

و. **انخفاض التكاليف:** تعد تكاليف المعاملات في سوق المعاملات الآجلة أقل مقارنة بتكلفة المعاملات في السوق الحاضرة.

ز. **تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد:** يتميز التعامل في بورصات المشتقات المالية بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على البورصات الحاضرة أن تنافسها فيه. وهذا الانخفاض له أثره على سيولة البورصة، حيث تصبح البورصة أكثر كفاءة، مما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر مقارب للسعر العادل.

وأيضاً يساهم التعامل بعقود المشتقات المالية في تنشيط بورصة الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه^{٢٢}.

^{١٩} برودي نعيمة، مرجع سابق، ص 47.

^{٢٠} Srivastava, Sandeep "Informational Content of Trading Volume And Open Interest – An Empirical Study of Stock Options Market In India" (2003, December), Electronic Version From <http://www.nseindia.com>.

^{٢١} هندي منير إبراهيم، مرجع سابق، ص ١٨.

^{٢٢} نفس المرجع، ص ٢٠.

^{٢٣} نفس المرجع، ص ٢١.

ح. **سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية:** نظرًا لمرونة عقود المشتقات المالية وسيولتها الجيدة، فهذا يجعلها أكثر جاذبية في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.^{٢٣}

ط. **تحقيق سمة الكمال للبورصة:** يتحقق الكمال للبورصة لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغباتهم، سواء من حيث العائد أو المخاطرة. وبالرغم من كون الكمال على الصورة السابقة أمر يستحيل تحقيقه، فإن عقود المشتقات المالية أصبح من الممكن الاعتماد عليها في تكوين توليفات (تشكيلات) من عقود المشتقات المالية وأوراق مالية متداولة في البورصة الحاضرة، في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة. لا تحققها أي ورقة مالية متداولة في البورصة الحاضرة.^{٢٤}

٥- **الانتقادات الموجهة للمشتقات المالية:** بالرغم من نجاح أسواق المشتقات المالية وانتشارها خلال العقود الماضية إلا أنه يتم توجيه العديد من الانتقادات لاستخدامها. ومن أهم هذه الانتقادات مايلي^{٢٥}:

إن المشتقات المالية ليس لها قيمة اقتصادية، فالمشتقات المالية لا تخول حاملها ملكية أصول اقتصادية، كما لا يسهم في جلب المدخرات التي تعتمد عليها الشركات المساهمة في تمويل اقتراحاتها الاستثمارية كالأسهم والسندات. تعتبر أسواق المشتقات في الأساس أسواقًا للمضاربة، حيث لأن ارتفاع نسبة الرفع المالي جعلت مزايا أسواق المشتقات قاصرة على المضاربين وعلى المستثمرين المحافظين الذين يرغبون في تغطية مراكزهم الاستثمارية. إضافة إلى ربح طرف في المشتقات هو خسارة للطرف الآخر. ولعل أهم ما يميز بين المشتقات والمقامرة بالإضافة إلى بعض الأفراد الآخرين بطريقة غير مباشرة، بينما تمتد الفائدة من استخدام المشتقات المالية لتطال المؤسسات والأفراد غير المشاركين في التعامل بالمشتقات المالية.

لقد أدى التعامل بالمشتقات المالية في العقود الآجلة الأخيرة إلى إفلاس الكثير من المؤسسات المالية الكبيرة، وكذلك في إلحاق خسائر ضخمة في المؤسسات المالية، والشركات، صناديق الاستثمار، المؤسسات الحكومية. ولعل السبب يعود إلى المبالغة أو عدم المعرفة بتداول المشتقات أو لغياب الرقابة على تداول المشتقات المالية حدث في الأزمة الحالية.

٦- **مخاطر استخدام عقود المشتقات المالية:** بالرغم من أن التعامل في أدوات المشتقات المالية، يستهدف الحد من المخاطر الناتجة عن تقلبات في معدلات العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع، إلا أنها في حد ذاتها هي أدوات مولدة للمخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة وغير محتملة وهذا في حالة ما أسيء استعمالها أو نتيجة لجهل بتعقيدها، ومنه فهناك مجموعة من المخاطر المحيطة بالتعامل بعقود المشتقات المالية والتي لا بد من أخذها بعين الاعتبار، والمتمثلة فيما يلي^{٢٦}:

- **المخاطر الائتمانية "Credit Risk":** هي المخاطر المتمثلة في الخسائر الناتجة عن نكوث أحد الأطراف عن الوفاء بالتزاماته الناشئة عن أحد عقود المشتقات المالية. ويعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر انتشارًا في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصات المنظمة، الأمر الذي يقتضي اهتمام المتعاملين في البورصات غير المنظمة بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها. هذا ويطلب عدد كبير من البنوك المركزية في المرحلة الحالية، البنوك الخاضعة لها،

^{٢٣} هندي منير ابراهيم، مرجع سابق، ص ٢٢.

^{٢٤} نفس المرجع، ص ٢٣-٢٤.

^{٢٥} مؤيد عبد الرحمن الدوري و سعيد جمعة عقل، ادارة المشتقات المالية، اثره للنشر و التوزيع، الاردن ط١، ٢٠١٢، ص ٣٦-٣٧.

^{٢٦} رضوان سمير عبد الحميد، مرجع سابق، ص ٣٣١-٣٣٣.

بتقديم تقارير تتعلق بأنشطتها المالية في الاسواق المشتقات، باعتبار ان ذلك يمثل امتدادا لدورها الرقابي. كما تقوم بعض البنوك بتكوين مخصصات لمواجهة الخسائر الناتجة عن عدم سداد بعض العملاء للقروض الممنوحة لهم لتمويل التعامل في المشتقات.^{٢٧}

- **مخاطر السيولة:** هذه المخاطر تتحقق عند عدم تمكن البائع من الحصول على ثمن الأوراق المالية محل التعاقد في موعدها مما قد يضطره إلى الاقتراض أو تسهيل بعض أصوله حتى يتمكن من مقابلة التزاماته اتجاه الغير .وكذلك يتعرض المشتري لذات المخاطر عند قيامه بالوفاء بثمن الأوراق المالية التي تعاقد على شرائها دون أن يتمكن من حيازة الأوراق المالية المتعاقد عليها في موعدها .في هذه الحالة أيضًا قد يضطر إلى اقتراض الأوراق المالية محل التعاقد أو الدخول في عقد جديد.

- **مخاطر الإحلال:** هذه المخاطر لا تتعلق بإخفاق أحد الأطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الالتزام مطلقاً، وهو الأمر الذي يضطر معه الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته اتجاه الغير مع تحمله لخسائر جسيمة والتي تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر الأوراق المالية المتعاقد عليها في البورصة الحاضرة.

- **المخاطر التشغيلية (المخاطر الرقابية):** يقصد بها المخاطر الناجمة عن ضعف نظم الإشراف و الرقابة الداخلية على العاملين في البنوك و غيرها من المؤسسات المتعاملة في سوق المشتقات، وكذا المخاطر الناتجة عن عدم سلامة السياسات الخاصة بالإدارة.^{٢٨}

- وتنشأ المخاطر التشغيلية من خلال عمليات المقاصة والتسوية نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية، والإخفاق في إجراء عمليات المقاصة والتسوية بكفاءة عالية الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في البورصة لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش.

- **المخاطر القانونية "Legal Risk":** ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي، يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقاً لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة.^{٢٩} كما ترجع هذه المخاطر إلى كون هذه العقود ليست ملزمة قانونياً في حالة عقود الخيارات، وبمعنى آخر ليس لها قوة التنفيذ وتصبح عملية الالتزام أكثر صعوبة إذا كانت العقود دولية.

- **المخاطر السوقية "Market Risk":** كل تغير في حركة الأسعار في البورصة الحاضرة يقترن بتغير مماثل في بورصات عقود المشتقات المالية باستثناء الفوارق الطفيفة في الأسعار الناتجة عن حساسية البورصة، وهذا يؤدي إلى إضعاف المركز المالي للشركة والناشئ عن مركزها في المشتقات.^{٣٠}

ويزيد احتمال التعرض لمخاطر السوق كلما كان هناك احتكارية من صانعي السوق، حيث يقومون بعمليات الشراء والبيع على نطاق واسع، ولذلك يمكنهم التأثير بدرجة أكبر على أسعار الأوراق المالية وعلى توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، الأمر الذي قد يفضي إلى تقلب أسعار بعض تلك الأوراق بشكل حاد. ومما يزيد من هذه

^{٢٧} مؤيد عبد الرحمن الدوري و سعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص ٣٩.

^{٢٨} نفس المرجع، ص ٣٩.

^{٢٩} نفس المرجع، ص ٤٠.

^{٣٠} رضوان سمير عبد الحميد، مرجع سابق، ص ٣٣١-٣٣٣.

المخاطر ترابط الأسواق المالية بدرجة كبيرة، وسهولة انتقال المخاطر من سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى (أزمة المكسيك ١٩٩٤ دليل عن ذلك).^{٣١}

- **المخاطر التنظيمية:** يتمثل هذا النوع من المخاطر بالخسائر الناجمة عن غياب توثيق العقد وغياب الرقابة الداخلية لمنع المشاكل الناجمة عن القصور المنظم في إبرام وتنفيذ العقد أو تلك المتعلقة بإعداد التقارير المالية.^{٣٢}

بالرغم من الحلول التي أنت بها المشتقات المالية التقليدية، والتي ساهمت في تسيير الامثل للمخاطر المالية التي تواجه الاستثمارات في الأسواق المالية العالمية، الا ان لهذه الوسيلة جانب مظلم أظهرت مدى خطورته أزمة سبرايم ٢٠٠٧ وتداعياتها.

ولكن الدور التي تلعبه الابتكارات المالية من مشتقات مالية جلي في تسيير امثل والتحوط من تقلبات أسعار المواد الأولية بما في ذلك أسعار برميل النفط، مما يساعد بشكل كبير الى إعادة الاستقرار الى أسعار البترول المتذبذبة والتأثير الإيجابي على التوجه العام لها، وهذا ماسيتم تناوله بشيء من التفصيل في العنصر الموالي، والذي خصص لدراسة سبل التحوط من تقلبات أسعار البترول باللجوء الى الأسواق الآجلة.

ثالثا: تقلبات أسعار النفط ووسائل التحوط في الأسواق الآجلة «Marché à terme»

١. **التقلبات في أسعار البترول:** إذا قمنا بتحليل إحصائي طويل المدى، سنلاحظ بوضوح اختلال بين متوسط نمو الطلب على البترول (croissance moyenne de la demande) والمقدر ب ٠.٩٦٢ ٪ مقابل متوسط نمو العرض المقدر ب ١.٠١٤ ٪، بالإضافة إلى توجه تصاعدي في أسعار برميل البترول بنسبة +٦.٠٦٧ ٪ بمتوسط سنوي خلال الثلاثين سنة الماضية).^{٣٣}

بحيث وصل سعر البرنت إلى ٢٨.٤ دولار في ٢٠٠٠، أما سنة ٢٠٠١ انخفض ليصل إلى ٢٤.٥ دولار، كما شهد توجه تصاعدي ليصل إلى مستوى ٣٨.٣ دولار سنة ٢٠٠٤ وإلى ٥٤.٤ دولار في ٢٠٠٥ ومن ثم إلى ٦٥.٢ دولار في ٢٠٠٦، ووصل إلى أعلى مستوى له سنة ٢٠١٢ بما يساوي ١١١,٦ دولار*، ولكن سرعان ما تهاوت أسعار البترول لتصل إلى ٥٢,٨٧ دولار سنة ٢٠١٥ لتضع العديد من الدول ذات الاقتصاد الريعي في وضع حرج (على غرار الجزائر التي سجلت الميزانية والخزينة عجز قدر ب ٥٣.٨ مليار دولار سنة ٢٠١٦)، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (١): أسعار البرنت ببورصة لندن الفترة الممتدة (١٩٧٨-٢٠١٢)

^{٣١} مؤيد عبد الرحمن الدوري و سعيد جمعة عقل، مرجع سابق ص ٣٨.
^{٣٢} رضوان سمير عبد الحميد، مرجع سابق، ص ٣٩.

ERROR: syntaxerror
OFFENDING COMMAND: --nostringval--

STACK:

1007
10370
10