

العنوان:

دور المشتقات المالية في تغطية مخاطر الأسواق المالية دراسة حالة البنك الفرنسي BNP-PARIBAS

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر (أكاديمي) في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية وإدارة المخاطر

إشراف الأستاذ:

- بن دقفل كمال

إعداد الطالبة :

- بوزيدي كريمة

لجنة المناقشة:

د. بن عبد الرحمن إلياس رئيسا

أ. بن دقفل كمال مشرفا

أ. بن البار محمد مناقشا



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر و تقدير

" ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين "

سورة النمل الآية 19.

الحمد لله العظيم الحي القيوم ذو الجلال والاکرام كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه له الفضل والشكر والثناء الحسن، نحمده ونستعين به، والصلاة والسلام على خاتم الأنبياء والمرسلين نبي الهدى والرحمة سيدنا وحبينا محمد صلى الله عليه وسلم وعلى آله وصحبه أجمعين.

أتقدم بجزيل الشكر والامتنان الى أستاذي الفاضل بن دقفل كمال الذي لم يخل بجهده في تقديم نصائحه القيمة والتي كانت لي عوناً في إتمام هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر الى السادة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم بتخصيص جزء من وقتهم لقراءة ومناقشة هذا العمل. إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل وبالنصح والإرشاد والدعم.

الإهداء



إلى النبع الذي لا يعرف الجفاف وإلى الحب الذي لا يعرف الخداع،
إلى التي مهدت لي سبيل العلم والمعرفة، رمز التضحية والعطاء أُمي
الحبيبة .

إلى من زرع في قلبي حب العلم والمعرفة وضحي بالكثير إلى فضاء، و
بحر الحنان أبي الغالي.

إلى من كان لي نبعا للحب والوفاء من قاسمني الأيام الصعبة وكان لي
فيها السند المتين زوجي العزيز و لذلك أقول لك من كل قلبي شكرا يا
نعمة الله علي.

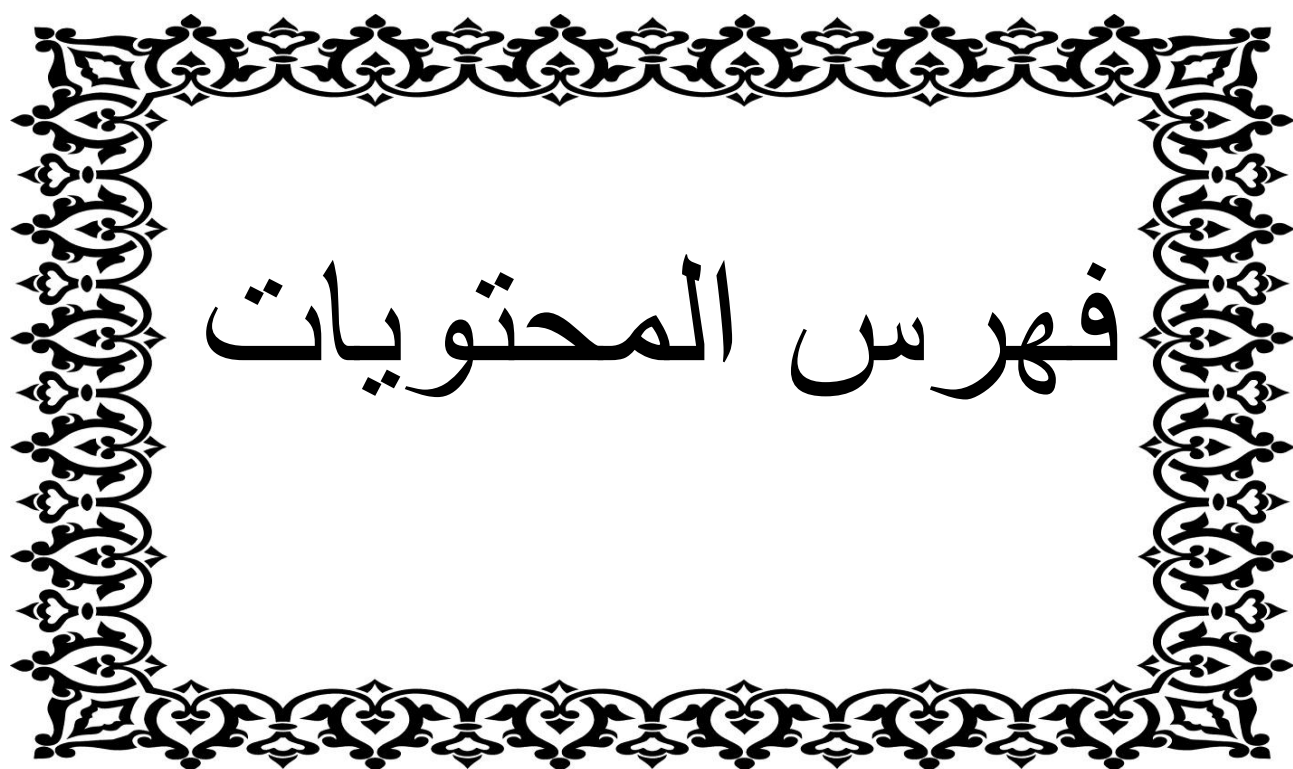
إلى عائلة زوجي كل باسمه خاصة والدي الكريمين أبي و أُمي أطال الله
في عمرهما.

إلى الأعمدة التي أضل أرتكز عليها للصمود، أخوتي وأخواتي وأزواجهم
خاصة أخي العزيز الذي طالما كان لي شمعة مضيئة في طريقي للوصول
إلى حلم يراني في هذا المكان إلى نبض قلبي شهيد الواجب الوطني "
رابح" رحمه الله.

إلى زينة حياة الدنيا الكتاكت: محمد مالك الرحمان، صابر أيوب، رابح،
سندس، سلسبيل إسرائ، رتاج، آدم مهدي، عامر.

إلى كل طلاب العلم دون استثناء إلى من احتواهم القلب دون أن
يحتويهم القلم رفيقات دربي: سليمة، أحلام، فاطمة الزهراء، زهرة.





فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
	كلمة شكر و عرفان
	الإهداء
	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول
	فهرس الأشكال
أ-ز	مقدمة عامة
40-9	الفصل الأول: عموميات حول المشتقات المالية وخصائصها
9	تمهيد الفصل
10	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المشتقات المالية.....
10	المطلب الأول: تعريف المشتقات المالية.....
13	المطلب الثاني: ظهور المشتقات المالية وحجمها.....
17	المطلب الثالث: أهمية وخصائص مميزة للمشتقات المالية.....
21	المبحث الثاني: أنواع المشتقات المالية وفوائدها
21	المطلب الأول: أنواع المشتقات المالية.....
26	المطلب الثاني: دور المشتقات المالية
27	المطلب الثالث: فوائد المشتقات المالية.....
29	المبحث الثالث: المتعاملون بالمشتقات المالية واستخداماتها
29	المطلب الأول: المتعاملون بالمشتقات المالية
31	المطلب الثاني: استخدامات المشتقات المالية
36	المطلب الثالث: مخاطر استخدامات المشتقات المالية.....
40	خلاصة الفصل.....
83-42	الفصل الثاني: المخاطر المالية
43	تمهيد الفصل.....
43	المبحث الأول: مداخل أساسية لتعريف بالمخاطر.....

44	المطلب الأول: تعريف المخاطر.....
46	المطلب الثاني: أنواع المخاطر.....
51	المطلب الثالث: متطلبات ادارة المخاطر
56	المبحث الثاني: تحليل المخاطر المالية وإدارتها.....
56	المطلب الأول: ادارة المخاطر
60	المطلب الثاني: المسببات الرئيسية للمخاطر وتصنيفها
65	المطلب الثالث: تقسيمات المخاطر وأساليب التعامل معها.....
69	المبحث الثالث: التغطية وطرق قياس المخاطر.....
69	المطلب الأول: تعريف التغطية وضرورتها.....
72	المطلب الثاني: الاعتبارات الأساسية للتغطية.....
75	المطلب الثالث: طرق قياس مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
83	خلاصة الفصل
117-84	الفصل الثالث: الأسواق المالية ومكانة الأوراق المالية فيها
85	تمهيد الفصل.....
86	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
86	المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية.....
89	المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية.....
91	المطلب الثالث: تقسيمات الأسواق المالية
96	المبحث الثاني: الأوراق المالية وتداولها
96	المطلب الأول: تعريف الأسهم وخصائصها.....
100	المطلب الثاني: أنواع الأسهم
103	المطلب الثالث: تعريف السند وخصائصه.....
105	المطلب الرابع: أنواع السند.....
109	المبحث الثالث: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

109	المطلب الأول: فئة المستثمرين
111	المطلب الثاني: فئة المصدرين
114	المطلب الثالث: فئة الوسطاء
117	خلاصة الفصل
152-119	الفصل الرابع: دراسة حالة البنك الفرنسي BNP.PARIBAS
119	تمهيد الفصل
121	المبحث الأول: التعريف بالبنك الفرنسي BNP.PARIBAS
121	المطلب الأول: ماهية البنك
124	المطلب الثاني: ميزانية البنك
128	المطلب الثالث: نشاطات البنك
130	المبحث الثاني: طبيعة المخاطر التي يتعرض لها البنك BNP.PARIBAS
130	المطلب الأول: خطر القروض
132	المطلب الثاني: خطر السوق
134	المطلب الثالث: خطر السيولة و الخطر التشغيلي
140	المبحث الثالث: تغطية مخاطر السوق لدى البنك BNP.PARIBAS
140	المطلب الأول: أدوات تغطية مخاطر السوق
145	المطلب الثاني: كيفية تحديد فعالية تغطية مخاطر السوق باستعمال عقود المشتقات المالية
149	المطلب الثالث: قياس فعالية تغطية مخاطر السوق باستعمال عقود المشتقات لدى البنك محل الدراسة
152	خلاصة الفصل
154	الخاتمة العامة
	قائمة المراجع

A decorative rectangular border with intricate, repeating floral and geometric patterns in black ink, framing the central text.

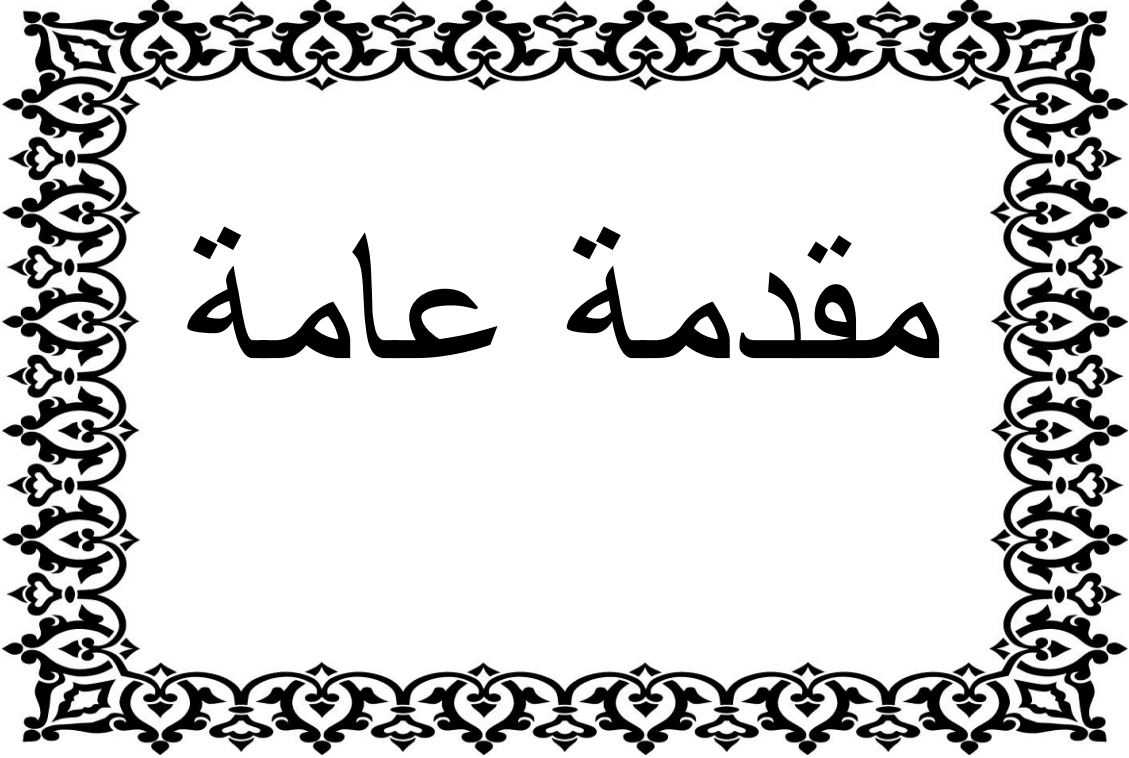
فائمة الجداول

الصفحة	قائمة الجداول	الرقم
15	تطور حجم المشتقات المالية (1998-2009)	01
22	الفروقات بين العقود الآجلة والمستقبلية	02
108	أهم الفروقات بين الأسهم و السندات	03
125	مساهمي البنك	04
131	محفظة قروض البنك.	05
133	مخاطر السوق	06
142	تطورات الأدوات محل التغطية لدى BNP Paribas من 1999 إلى 2005.	07
143	تطورات عقود المشتقات المستعملة من طرف البنك من 1999 إلى 2004.	08
144	قيم عقود المشتقات لسنة 2005	09
149	المجاميع اللازمة لتقدير معادلة الانحدار و المجاميع اللازمة لحساب معاملي الارتباط و التحديد.	10



فائمة الأشكال

الرقم	قائمة الاشكال	الصفحة
01	تطور القيمة الاسمية (Notional Value) للمشتقات المالية خلال الفترة 1998-2009 و ذلك حسب إحصائيات بنك التسويات الدولي .	16
02	أنواع المشتقات المالية	25
03	أنواع المخاطرة	51
04	خطوات إدارة المخاطر	55
05	عملية إدارة المخاطر	59
06	أهم مسببات المخاطر	62
07	مقارنة بين التغطية الكفو و غير الكفو	75
08	العلاقة بين المتعاملون في السوق الأولي و السوق الثانوي	93
09	أنواع أسواق المال	95
10	الأوراق المالية	99
11	سعر سهم BNP Paribas مقارنة مع Cac 40 و Dj stox50 و Djsistox BANK	127
12	المعدل الشهري لسعر السهم BNP Paribas منذ جانفي 2012	127
13	تطور التوزيعات بالأورو بالنسبة للأسهم من 1998 إلى غاية 2013.	134
14	لمصدر: التقرير السنوي 2013 لبنك BNP Paribas، ص 305.	136

A decorative rectangular border with intricate, repeating geometric and floral patterns in black ink, framing the central text.

مقدمة عامة

مقدمة :

لقد تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية في العقدين الأخيرين من القرن الماضي سواء في ناحية حجم التعامل بهذه الأدوات الجديدة، أو من ناحية اتساع عدد المشاركين في أسواق المشتقات.

و لقد تسارعت ثورة المشتقات بظهور ظاهرة عالمية الأسواق و هو ما يعرف بعصر

" العولمة " التي أدت إلى حد كبير عن التحرير المتسارع لأسواق المال العالمية و إزالة القيود التي تحد في نشاط المؤسسات المالية و انتقال رؤوس الأموال مستفيدة من ثورة المعلومات و الاتصالات العالمية المتطورة ، فضلا عن التنافس المحموم بين المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها و ما ترتب عليه من تسابق بينها لابتكار أحدث المنتجات و الأدوات المالية و طرحها في الأسواق و ما صاحبها من عوامل الإغراء للمستثمرين و المتعاملين للإقبال عليها ، و كان من هذه الأدوات " المشتقات المالية " كأدوات صاحب ظهورها تعاضم تقلب أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات الأجنبية كأدوات جديدة غير الأدوات للمضاربة و التحوط ومن ثم أولتها الجهات الرسمية و المهنية عناية فائقة سواء من الناحية التشريعية و القانونية التي تنظم أحكام التعامل بهذه الأدوات أو من ناحية وضع المعايير المحاسبية التي تنظم الجوانب الخاصة بالاعتراف بها و بتقييمها و الإفصاح عنها ، إن التطورات العديدة في عالم المال و الاستثمار ، كان من أهمها : النمو الهائل في استخدام أدوات الهندسة المالية المتمثلة بالمشتقات المالية ، و ذلك نتيجة لعوامل عديدة مشتركة حدة المنافسة بين المشروعات الاقتصادية المختلفة ، و تزايد الدور الذي تلعبه الأسواق المالية ، و كذلك التطور الهائل في تكنولوجيا المعلومات و استخداماتها المختلفة ، مما أصبح معه من الصعب تصور قراءة الظواهر المالية من دون إعطاء الاهتمام ، مع

الأقل لما يشكله التعامل بأدوات المشتقات من آثار على عوائد و مخاطر الاستثمارات على مستوى القطاعات الاقتصادية المختلفة .

حيث بدأ التعامل بها نتيجة تزايد مخاطر الأسواق المالية ويرجع نموها إلى درجة إقبال المؤسسات المالية على التعامل فيها لتتنوع خدماتها المالية ولذلك بدأ التعامل بالمشتقات لتقليل المخاطر بين اتفاقية المتعاقدين إلا أن هذه ترد عنه بعض العيوب نتيجة تزايد اللجوء إلى عقود المشتقات من طرف بنوك ومؤسسات مالية في تغطية مخاطر السوق.

ومن هنا تتجلى معالم إشكالية بحثنا التي يمكننا صياغتها في السؤال الجوهرى التالي:

ما مدى تأثير استخدام المشتقات المالية على تغطية مخاطر الأسواق المالية؟

وينطوي السؤال الجوهرى على عدة تساؤلات فرعية نذكر منها:

- ماهية المشتقات المالية؟
- ماهي الخصائص المميزة للمشتقات المالية؟
- من هم المتعاملون بالمشتقات المالية؟
- ما المقصود بالمخاطر؟
- ماهي المسببات الرئيسية للمخاطر؟
- ماهية الأسواق المالية؟

فرضيات الدراسة:

كإجابة مؤقتة للتساؤلات السابقة تقوم دراستنا على مجموعة من الفرضيات التي تقوم من خلال هذه الدراسة على اختبار صحتها وهي:

✓ تحتوي المشتقات المالية على عدد كبير من الأدوات والتي يصعب عدها، وهي تحتوي على خسائر هائلة وغير محتملة على الرغم من أنها إحدى أدوات التغطية ضد المخاطر.

✓ المشتقات المالية هي العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الأصل المعنية أي الأصول التي تمل موضوع العقد.

✓ المخاطر عبارة عن نهج أو مدخل عالمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسارة العارضة المحتملة، وتصميم الإجراءات من أجل تقليل المخاطر.

✓ من بين مسببات الخطر مجموعة من العوامل التي تؤدي إلى زيادة معدل تكرار الخطر.

✓ كما تعرف الأسواق المالية بأنها أماكن التي نجمع فيها طلبات بيع وشراء الأوراق المالية بمختلف أنواعها .

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في ضرورة إظهار مسببات ومعايير ودور المشتقات المالية في تغطية مخاطر الأسواق المالية.

كما تكتسب هذه الدراسة من خلال وضع أدوات مالية التي تعمل في ظل المؤسسات المالية وذلك نتيجة انفتاحها على الاستثمارات الأجنبية، مما ينعكس بشكل كبير على الوضع التنافسي لهذه البنوك، والمؤسسات المالية أكثر مما هو عليه في الوقت الراهن، فضلا عن اعتبارات المخاطر المالية تمس كل المتدخلين في السوق فيتم اللجوء إلى عقود المشتقات لتقليل المخاطر.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة بصورة عامة إلى الإجابة عن التساؤلات الوارد في الإشكالية وكذا اختبار مدى صحة هذه الفرضيات، فهي تهدف في جانبها النظري إلى التعرف بالمشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر الأسواق المالية وكذلك التعريف بتغطية المخاطر وإدارة المخاطر والأسواق المالية وأوراق المتداولة فيها.

بينما تهدف في جانبها التطبيقي إلى محاولة معرفة كيف تتم عملية تغطية مخاطر بنوك بواسطة المشتقات المالية.

حدود الدراسة:

تقتصر حدود الدراسة على تقديم دور المشتقات المالية في تغطية مخاطر الأسواق المالية.

بإضافة إلى الدراسة الميدانية للبنك الفرنسي BNP. PARIBAB بما في ذلك من مخاطر التي يتعرض لها ومدى قدرة وفعالية التغطية بهذه الأدوات.

أسباب اختيار الموضوع:

هناك عدة أسباب دفعتنا في هذا الموضوع نذكر منها على وجه الخصوص:

- الغموض واللبس الذي يكشف الأدوات المالية المشتقة خاصة بعض الجدل الدائر حولها.
- إبراز الانعكاسات التحرير المالي على الأسواق العالمية.
- لفت انتباه السوق المالية الجزائرية إلى ضرورة توفير ميزة التنوع الاستثماري من خلال توفير احتياجات المستثمرين من المبتكرات المالية المماثلة في المشتقات المالية.
- ارتباط موضوع البحث مع تخصص الطالب وهو إدارة المخاطر.

منهج الدراسة:

من أجل معالجة موضوع الدراسة وقصد إثبات صحة الفرضيات من عدمها سوف يتم الاعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي.

فالمنهج الوصفي يتم استعماله في مختلف المفاهيم والتعاريف.

أما المنهج التحليلي يتم استخدامه في الجداول والتقارير والتحليل كما يتم الاعتماد على منهج دراسة حالة في دراسة ميدانية.

أقسام الدراسة:

تم تقسيم البحث في إطار يرتبط بطبيعة الموضوع وينسجم مع الأهداف التي يرمي إلى تحقيقها وفق الخطة التالية:

• الفصل الأول:

يعتبر مدخل ضروري للموضوع، حيث نتناول فيه مفاهيم عامة حول المشتقات المالية وأنواع المشتقات من بينها (عقود أجلة - عقود مستقبلية - عقود الخيارات - عقود المبادلات) ومخاطر استخدام المشتقات المالية من (مخاطر انتمائية - مخاطر السيولة - مخاطر السوقية - المخاطر التنظيمية - مخاطر التشغيل - المخاطر القانونية - مخاطر الرفع المالي - مخاطر التسوية) ومعرفة المتعاملون بالمشتقات المالية.

• الفصل الثاني:

فيضم في مبحثه الأول مفاهيم عامة حول المخاطر المالية وأنواعها ومتطلباتها وتناول في المبحث الثاني إلى معرفة إدارة المخاطر والمسببات الرئيسية للمخاطر وتصنيفاتها، وكذلك تقسيمات المخاطر وأساليب التعامل معها.

كما تناول المبحث الثالث إلى تعريف التغطية والاعتبارات الأساسية لها وطرق قياس مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

• الفصل الثالث:

تناول في المبحث الأول مفاهيم حول الأسواق المالية ووظائفها وتقسيماتها ثم تناول في المبحث الثاني الأدوات المالية وتداولها من تعريف الأسهم والسندات وأنواعها وخصائص كل



واحد منها وفي المبحث الثالث يتم التعرف على المتعاملون بالأوراق المالية وتضم :
(فئة المستثمرين - فئة المصدرين - فئة الوسطاء)

• الفصل الرابع:

يتضمن دراسة حال البنك الفرنسي BNP. PARIBAS حيث نتناول في المبحث التعريف بالبنك الفرنسي BNP. PARIBAS من حيث النشأة و ميزانية البنك و نشاطاته كما تم تناول في المبحث الثاني طبيعة المخاطر التي يتعرض لها البنك BNP. PARIBAS من خطر القرض و خطر السوق و خطر السيولة و الخطر التشغيلي أما في المبحث الثالث يتضمن تغطية مخاطر السوق لدي بنك BNP. PARIBAS حيث تم اللجوء إلى أدوات تغطية و تحديد فعاليتها مخاطر السوق باستعمال عقود المشتقات و قياس فعالية تغطيتها.

الدراسات السابقة :

دراسة محمود سحنون وسميرة محسن بعنوان :

مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، الدراسة عبارة عن مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية في 21 أكتوبر 2009 حيث ركزت الدراسة أن عقود المشتقات المالية هو تغطية مخاطر السوق المتمثلة في تقلبات أسعار الفائدة، أسعار الصرف، وتقلبات أسعار الأسهم .

إلا أنها لتتخصص في ذلك، بل استخدمت أيضا في المضاربة حتى من طرف المستعملين الذين يفتقدون للفهم العامل هذه الأدوات، بسبب تعقدها . وهو ما أدى إلى تسببها في الأزمات في كثير من الأحيان.

وتوصلت الدراسة إلى أن المشتقات المالية شهدت هجوما مستمرا باعتبارها أدوات المضاربة، وبالتالي فهي تعرض المستعملين إلى مستويات من المخاطرة لا يمكن تحملها .

ومما أن المشكلات المعروفة أمام الجمهور، والتي تعرضت لها مجموعة من المنشآت، قد سلطت الأضواء اللازمة على النتائج الناشئة عن سوء استخدام المشتقات.

في حين أن المشتقات تحقق للمصارف العديد من المزايا ، فإنها يجب أن تستخدم بأسلوب متدبر. يتطلب ذلك النظر ليس إلى إيجابيات الاحتياط فحسب، وإنما إلى المخاطر المرتبطة بأدوات المشتقات.

دراسة بن عيسى عبد القادر بعنوان:

أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية، عبارة عن مذكرة لنيل شهادة الماجستير محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية للمشتقات المالية و كذا التعرف على أهم استخداماتها ومخاطرها و مدى مساهمتها في احداث الأزمة. حيث توصلت الدراسة إلى أن الأسواق المالية كغيرها من الأسواق يكون العرض والطلب فيها على الأوراق المالية، وكذلك أدت المضاربة بالأدوات والمشتقات المالية إلى حدوث الأزمة المالية العالمية ولا تزال تداعياتها مستمرة خلال الفترة القادمة.

الفصل الأول

عموميات حول المشتقات المالية وخصائصها

تمهيد

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المشتقات المالية.

المبحث الثاني: أنواع المشتقات المالية وفوائدها.

المبحث الثالث: المتعاملون بالمشتقات المالية
واستخداماتها.

خلاصة الفصل الأول

تمهيد:

لقد تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية في العقدين الأخيرين من القرن الماضي، سواء من ناحية حجم التعامل بهذه الأدوات الجديدة أو من ناحية اتساع عدد المشاركين في أسواق المشتقات، حيث شكلت التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة خطراً كبيراً على المؤسسات، الأمر الذي أدى إلى ظهور ابتكارات مالية لتحويل المخاطر إلى مشتقات مالية وقد أتاحت ظروف أفضل لتغطية ضد المخاطر، مقارنة بالوسائل التقليدية التي قد ستحيل استخدامها لتغطية ضد التغيرات السعرية وفي مقدمتها التأمين.

ورغم أن التعامل بالمشتقات يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع، إلا أنه وبحكم طبيعة هذه الأدوات وارتباطاتها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها.

ويتم تناول في هذا الفصل ثلاث مباحث هي كما يلي:

- **المبحث الأول:** مفاهيم عامة حول المشتقات المالية.
- **المبحث الثاني:** أنواع المشتقات المالية وفوائدها.
- **المبحث الثالث:** المتعاملون بالمشتقات المالية واستخداماتها.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المشتقات المالية

أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة، فالتغير في أسعار السلع والتضخم وأسعار الفائدة وأسعار صرف العملات تطلب البحث عن منتجات مالية جديدة، أقل تكلفة وأدنى مخاطر عائد، ويطلق على هذه الأدوات المالية الجديدة بالمشتقات المالية.

و قصد التعرف أكثر على المفاهيم الأساسية للمشتقات المالية يتم تقسيم المبحث إلى ثلاث مطالب هي:

- تعريف المشتقات المالية .
- ظهور المشتقات المالية و حجمها .
- أهمية و خصائص مميزة للمشتقات المالية .

المطلب الأول : تعريف المشتقات المالية

تعددت التعاريف التي أعطيت للمشتقات المالية لأهميتها و توسع نطاق استعمالها ، و فيما يلي بعض التعاريف :

أولا : التعريف الأول :

المشتقات المالية هي أدوات مالية يتم اشتقاقها من أصل نقدي و يمكن شراؤها و بيعها و تداولها بطريقة مماثلة للأسهم أو أية أصول مالية أخرى، يعتمد تسعير و أداء المشتقات المالية مثل المستقبلات ،الخيارات، المقايضات بشكل كبير مع الأصل محل التعاقد، تتم المتاجرة بالمشتقات في الأسواق المنظمة (البورصة) أول مباشرة عبر الهاتف أو الكمبيوتر و ذلك في الأسواق غير المنظمة (OTS) .¹

1-Reuters Financial Glossary ,Publisher by PEARSON Education ,Reuters ltd ,second edition,2003,p60.

ثانيا : التعريف الثاني :

بأن الورقة المالية التي تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية للورقة المالية أخرى محددة مثل: السهم العادي أو السندي و بالتالي فليس للمشتقات المالية حقوق مالية مباشرة على أصول حقيقية (Real ASSETS) ¹.

ثالثا: التعريف الثالث:

يقصد بالمشتقات المالية العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الأصل المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية...وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماد على أداء الأصل موضوع العقد، ومن أهم المشتقات: عقود الاختيار، العقود المستقبلية، عقود المبادلات²

رابعا: التعريف الرابع:

و يمكن تعريفها كذلك بأنها عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية ³ ، و تحدد قيمتها يقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها .

خامسا: التعريف الخامس

هي عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق في عقود أساسية لأدوات استثمارية (أدوات مالية - عملات أجنبية - سلع) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية (Financial engineering)⁴

1- محمود صبح، الابتكارات المالية، القاهرة، مصر ، ط 1 ، 1998، ص 102 .

2- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 05.

3-حمود بن سنجور بن هاشم، صالح كامل وآخرين، الصناعة المصرفية العربية وعالم التمويل الحديث، اتحاد المصارف العربية، 1995، ص 85.

4-حمد مطر، أدوات الاستثمار، الإطار النظري والأدوات العلمية، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 1999، ص 85.

سادسا: التعريف السادس

المشتقات المالية " هي أي عقود تؤدي في أن واحد إلى نشوء أصل مالي المنشأة ما ومطلوب مالي أو أداة ملكية للمنشأة أخرى، حيث يؤدي ذلك إلى تحويل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية، التي نتجت عنها هذه المخاطر، مع أنها عقود تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيم واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها"¹

سابعا : التعريف السابع :

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الثاني ، أو المرتبط كأسهم أو السندات أو السلع ،ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات ، العقود الأصلية ، عقود المقايضة و عقود الخيارات و غيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة .²

ثامنا : التعريف الثامن :

المشتقات المالية هي عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية أخرى (أسهم وسندات وعقارات و عملات أجنبية والذهب والسلع ...) وتكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة بالإضافة إلى السعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري.

ويمكن تعريفها بأنها استثمارية جديدة و متنوعة، و يطلق عليها هذا الاسم أنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم و السندات، و تعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات، و يمكن تحديد مفهوم الأدوات المشتقة بأنها عبارة عن عقود مالية تتعلق بعمليات خارج

1- عادل رزق، عالم الإدارة الإستراتيجية للاستثمار، اتحاد المصارف العربية، بيروت ن 2006، ص ص 74 - 75.

2- أحمد صالح عطية ، مشاكل المراجعات في أسواق المال ، دار الجامعة ، 2003 ، ص 211.

الميزانية الخاصة بالبنوك، تتحد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الأصول أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.¹

المطلب الثاني : ظهور المشتقات المالية و حجمها

أولا : ظهور المشتقات المالية :²

إن التحديث في الأوراق المالية أخذ أبعادا واسعة إلى درجة إثراء أجزاء خاصة بهذا التحديث تعنى بتحليل المشتقات المالية وبالمقابل فإن التعامل بالمشتقات المالية في الأدوات المالية أخذ هو الآخر أبعادا واسعة تقل أهمية من الاختراعات و الابتكارات الصناعية خاصة في الاقتصاديات المعاصرة حيث أصبحت تشكل الصناعة المالية مساهمة عالية الناتج القومي الخام.

أدركت العديد من المؤسسات المالية بأن الأساليب القديمة في التعامل لم تعد مربحة ، كما أن بعض المنتجات لم تعد تلقى قبلا ، فضلا عن تدني كفاءة الوسطاء الماليين في تعبئة الادخار بالأدوات المالية التقليدية ، كما أن التقدم التكنولوجي المتمثل بالتطور الهائل في خزن و استرجاع المعلومات وإنجاز الحسابات المعقدة و الدقيقة ، حفز نحو اللجوء إلى تحديثات تعظيم الربح المتحقق في الصناعة المالية ، و تقلقل من المخاطر التي طالما كانت صفة ملازمة للأسواق المالية ، و تعد شريحة المستثمرين المتحويين من أكثر المهتمين بالمشتقات المالية ، بل و أصبح تحليل أساليب التحوط ركنا مهما في تحليل الاستثمار و لعل أهم المبررات الدافعة للتحديث هي:

¹Shelogh heffer man «Modern banking in theory and practice » new york ,1998 ,PP172-173.

2-عبد الكريم أحمد قندوز ، المشتقات المالية ، دار الوراق ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2014 ، ص ص 82-83.

1. تجنب مخاطر تقلب الفائدة: إذ يعد تقلب الفائدة التي تؤثر في الأطراف المتعاملة في السوق المالية، بصورة تقلب تكلفة أو تقلب عائد مما يؤثر بالنتيجة في أداء سوق المال.
2. تجنب القواعد التنظيمية: من أهم القواعد التنظيمية الاحتياطي المطلوب على الودائع، القيود على سعر الفائدة المدفوع للودائع ...
3. التقدم التكنولوجي: حيث حدث تطور هائل في الأساليب الفنية لتقديم الخدمات المالية و أدى هذا التقدم إلى تخفيض ملموس في تكلفة الخدمات و القدرة على استحداث أوراق مالية مربحة للمؤسسات.

ثانيا : حجم المشتقات

يتم تبادل المشتقات عموما في نوعين من الأسواق المالية :

الأسواق المنظمة (organized exchanges) و الأسواق المفتوحة (غير المنظمة) (over –the–counter) الجدول (01) و الشكل (04) يبينان القيمة الإجمالية للأصول التي تتعلق بها المشتقات (Notional value) و يظهر التضاعف الربع بحجم أسواق المشتقات ، حيث ارتفعت من أقل من 100 ترليون دولار سنة 1998 إلى أكثر من 400 ترليون دولار نهاية 2006 إلى أكثر من 600 ترليون دولار أمريكي خلال سنة 2009 أي أنها تضاعفت 6 مرات خلال فترة عقد واحد و هذا النمو يتجاوز بمراحل نمو أي نوع من الأصول المالية الأخرى .¹

1- ساسي بن إبراهيم السويلم ، التحوط في التمويل الإسلامي ، ورقة مناسبات ، رقم 10، المعهد الإسلامي للبحوث التدريب ، البنك الإسلامي لتنمية ، جدة ، المملكة العربية السعودية ، 2007 ، ص 31 .

الفصل الأول عموميات حول المشتقات المالية وخصائصها

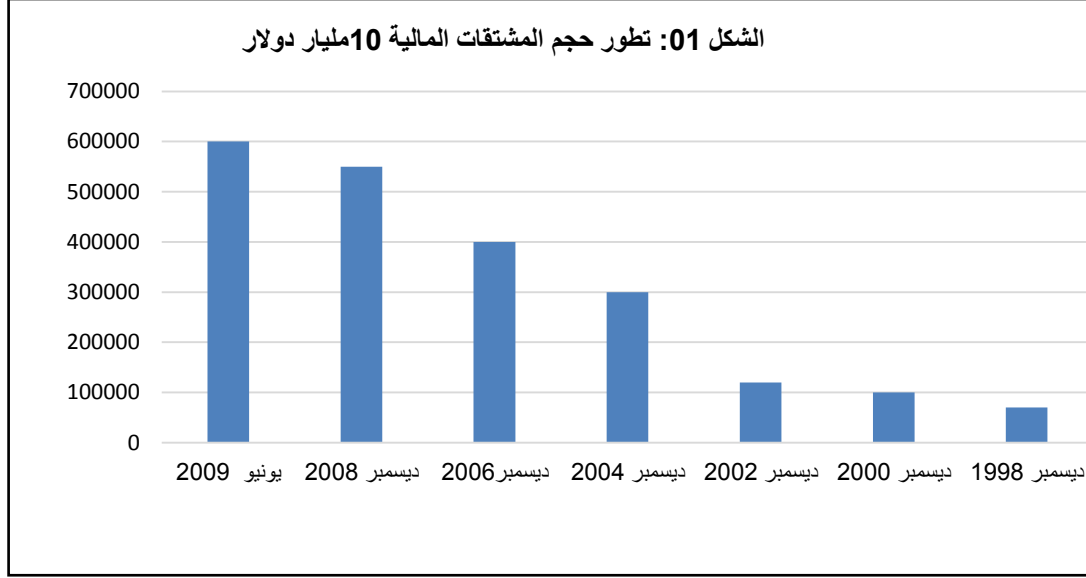
جدول (01) : تطور حجم المشتقات المالية (1998-2009) (بالمليار دولار أمريكي)

2009/12	2008/12	2006/12	2004/12	2002/12	2000/12	1998/12	
604621.7	54370.9	418131 4	258627.9	141665.2	95199.5	80309.4	اجمالي العقود
48774.6	44199.6	40270.9	29289.0	18447.9	15665.7	18011.1	عقود صرف أجنبي
437199.6	385895. 8	291581. 5	19051.9	101657.7	64667.6	50014.7	عقود أسعار الفائدة
6618.9	6159.1	7488.0	4385.0	2308.7	1890.5	1488.1	عقود الأسهم
3729.3	3820.3	7115.0	1443.4	923.1	662.3	408.0	عقود السلع
1171.6	19951.1	2812.5	558.5	402.4	248.5	136.6	عقد أجنبية ومبادلات

المصدر : بنك التسويات الدولي 2010 .

الفصل الأول عموميات حول المشتقات المالية وخصائصها

الشكل (01) : يوضح تطور القيمة الاسمية (Notional Value) للمشتقات المالية خلال الفترة 1998-2009 و ذلك حسب إحصائيات بنك التسويات الدولي .



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق الذكر، ص 85 اعتمادا على أرقام بنك التسويات الدولي

متطلبات نجاح سوق للمشتقات المالية:¹

يوجد في الحقيقة مجموعة من المتطلبات الواجب توفرها لضمان وجود سوق ناجحة للمشتقات المالية و أهمها :

1- وجود مناخ استثماري ملائم:

- سوق يتمتع بالإفصاح والشفافية والعدالة.
- سيولة مرتفعة.
- سوق نشط لإدارة المالية الأساسية المحددة.
- استقرار أسواق الصرف الأجنبي.

1- عبد الكريم أحمد قندوز ، مرجع سابق الذكر ، ص 85-86 .

2- وجود البيئة الأساسية لتنظيم وحماية السوق:

- قوانين وقواعد تحدد حقوق ومسؤوليات الأطراف المختلفة.
- جهة رقابية تعمل على تطبيق القوانين والقواعد من أجل حماية المستثمر.
- آليات ملزمة لتنفيذ القوانين.
- وجود تنظيم بالسوق يكفل حماية العدالة بين كافة الأطراف:
- وجود قواعد عضوية بالبورصة ونظم تسمح بسهولة التداول، والرقابة اللحظية والرقابة على إدارة المخاطر.
- وجود جهة للمقاصة والتسوية، تعمل على خفض مخاطر الائتمان.
- وجود إجراءات تتبع في حالات الخلاف أو عدم الوفاء بالالتزامات أو تنفيذ عمليات غير قانونية.
- صياغة نماذج عقود المنتجات بصورة تحد من التلاعب.

المطلب الثالث: أهمية وخصائص مميزة للمشتقات المالية

أولاً: أهمية المشتقات المالية

وتظهر أهمية المشتقات من خلال فوائد عدة منها:

- 1- إبداع طرق جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية والتي يمكن من خلالها عزل أو إدارة المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الأدوات المالية التقليدية بحيث يمكن إدارة كل مخاطرة بشكل مستقل وبكفاءة أعلى.
- 2- دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنوعاً الأمر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات.

3- تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنويع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة من عوائد استثمارية ورسوم وعمولات وخدمات وغيرها وذلك من خلال قيام المصارف بعمليات التحوط والمضاربة وصناعة الأسواق وتكوين مراكز مالية.

4- قيام مدير المالية في الشركة بمبادلة التدفق المتمثل بمدفوعات على التزامات ذات أسعار فائدة ثابتة بأداة ذات أسعار فائدة متغيرة والغرض من هذه العملية هو أما تقليل نسبة الالتزامات ذات الفائدة الثابتة وزيادة التزامات ذات الفائدة المتغيرة في الهيكل المالي للشركة أو لتقليل عبئ مدفوعات الفائدة الثابتة إذا ما انخفضت أسعارها.

5- شراء المستثمرين ممن يرغبون في اقتناء حقوق ملكية معينة لخيارات أو لصكوك شراء الأسهم لكي تتاح لهم الفرصة المستقبلية لشراء الأسهم بسعر لا يساوي سوى جزء من سعرها السائد مستقبلاً - وذلك بعد تحسين أوضاع الشركة آنذاك - ولكن هناك مخاطرة فقدان قيمة الخيارات أو الصكوك ككل إذا ما انخفض أسعار الأسهم في السوق مستقبلاً إلى مستويات متدنية تقل عن مستوى سعر الشراء المحدد في الخيار أو الصك.

6- تقليل التكاليف لكل من المصدرين (Issuers) و المستثمرين في الأدوات المشتقة مع رفع عوائد الاستثمار و تنوعها إلى جانب توسيع مجموعة البدائل التمويل و الاستثمار لهم و تقليل مخاطر الخسارة .¹

1-حاكم الربيعي و اليازوري و آخرون ، المشتقات المالية ، دار اليازوري العلمية ، ط1 ، عمان ، الأردن ، 2011 ، ص 21-22.

ثانيا : الخصائص المميزة للمشتقات المالية¹

يمكن حوصلة خصائص المشتقات المالية في النقاط التالية :

❖ **طبيعة العمليات خارج الميزانية :** حيث جرى التطبيق العلمي على إثبات قيم الأدوات المالية كالأسهم و السندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدها و تتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة، و هذا ما يجعل المجال مفتوحا للتعويض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها .

❖ **التعقيد:** نظرا لأنه غالبا ما يتم تصميمها للوفاء بأغراض خاصة للمستخدم النهائي لها ، لذا ففي معظم الأحيان يكون غموض حول كيفية استخدام أولا بعينها ، و كيفية تقييمها ، و كيفية المحاسبة عنها ، و هل يمكنها تحقيق الأغراض الاقتصادية أم لا ؟

من ناحية أخرى قد تتعرض المؤسسة لمخاطر فهم شروط و آثار مشتقات خاص ما يعرضها إلى نتائج وخيمة .

❖ **السيولة:** بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية ، إلا أنه في الوقت نفسه يصعب أحيانا تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها و المراكز المرتبطة بها .

عدم وضوح القواعد المحاسبية : لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات ، و يرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع و

1-محمد عبد الباسط وفا ، أساليب تلاقي المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي ، بحث مقدم في المؤتمر العلمي السنوي الأول لكلية التجارة ، جامعة الزقازيق / 26-27 أبريل 1997 ، ص 352 .

الفصل الأول عموميات حول المشتقات المالية وخصائصها

النمو المتلاحق في مجال ابتكار و استخدام الأدوات المالية المشتقة ، و الذي لا يواكب استجابة محاسبة مماثلة و سريعة من أجل المحاسبة عن تأثيرات تلك الأنشطة ، إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة و بين الاستجابة تجاه التغيير عن الآثار المحاسبة الناتجة عنها .¹

1- عطية أحمد محمد صلاح ، أنشطة التحوط : دليل على بطئ الاستجابة المحاسبية لمتغيرات الواقع الاقتصادي ، مجلة البحوث التجارية كلية التجارة ، جامعة الزقازيق ، المجلد السابع عشر العدد الثاني ، جويلية 1995، ص 417.

المبحث الثاني: أنواع المشتقات المالية و فوائدها

تعرضنا في المبحث الأول من الفصل السابق إلى ماهية المشتقات المالية، و عرفنا خلاله بأن لها أنواعا مختلفة تتمثل أساسا في عقود الخيارات (options) و العقود المستقبلية (futures) و العقود الآجلة (Forwards) و عقود المبادلة (Swaps) أو مزيج من اثنين من العقود و هو ما يسمى بمشتقات المشتقات (Derivatives in Derivatired) مثل عقود المبادلة الخيارية (Swaption) .

و قد يكون موضوع هذه العقود منتجات و سلع حقيقية (Real commodities) أو مؤشرات معينة مثل سعر الصرف (Exchange rate) أو سعر الفائدة (Interest Rete) أو أوراق مالية (Securities) من أسهم و سندات أو عملات أجنبية (Foreign cuneney) أو حتى تدفق نقدي ما .

المطلب الأول : أنواع المشتقات المالية¹

1- عقود الخيارات Options

الخيار هو عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار و الآخر بائع الخيار (ممرر الخيار) و بموجب هذا العقد يكون لمشتري الخيار الحق في شراء أو (البيع) إذا ما رغب من بائع الخيار (محرر الخيار) أصلا معينا بتاريخ محدد في المستقبل أو خلال فترة زمنية معينة محددة مسبقا عند التعاقد ، و ذلك مقابل قيام مشتري الخيار بدفع علاوة أو مكافئة معينة لبائع الخيار (محرر الخيار) عند التعاقد يوجد نوعين من الخيارات :

1- سعيد جمعة عقل ، مرجع سابق الذكر ، ص 29-30 .

أ- خيار الشراء Call option

خيار الشراء يعطي مشتري (خيار الشراء) الحق وليس الالتزام بشراء الأصل محل العقد إذا ما رغب من محرر الخيار خلال فترة تنتهي في تاريخ معين وسعر محدد مسبقا عند التعاقد، وعلى محرر الخيار أن يلتزم بتنفيذ الاتفاق.

الجدول رقم(02):أهم الفروقات بين العقود الآجلة والمستقبلية

حيث تتم التفرقة من خلال الجدول

الآجلة	المستقبلية
غير منظمة	المتاجرة بها تكون منظمة
تتعامل به المؤسسات فقط	يتعامل بها البنوك والأفراد
لا تنتقل من مالك لآخر	تنتقل من مالك إلى آخر بفارق في الهامش
المتاجرة بها تكون عن طريق الهاتف أو الفاكس	يتاجر بها في بيئة تنافسية لها فعالية العرض والطلب
التسوية تكون في تاريخ محدد	التسوية تكون يومية
سعر التسليم هو السعر الآجل	سعر التسليم هو السعر الحالي
تكون حسب طلب الزبون (غير نمطية)	هي أدوات معيارية (نمطية)
يتاجر فيها في البورصات الموازية	يتاجر بها في البورصات المنظمة
ليس لها سوق ثانوية	تقدم لها خدمات السوق الثانوية

المصدر : حاكم الربيعي و اليازوري و آخرون ، مرجع سابق الذكر ، ص 344.

بيع الأصل محل العقد عندما يطلب المشتري (خيار الشراء) ذلك في مقابل العلاوة (المكافأة) التي حصل عليها عند التعاقد .

ب- خيار البيع Put Option

خيار البيع يعطي مشتري (خيار البيع) الحق و ليس الالتزام في بيع الأصل محل العقد إذا ما رغب إلى بيع الخيار (محرر الخيار) في خلال فترة تنتهي في تاريخ معين و بسعر محدد عند التعاقد ، و على محرر الخيار أن يلتزم بتنفيذ اتفاق بشراء الأصل محل التعاقد عندما يطلب مشتري (خيار البيع) و ذلك مقابل العلاوة المكافأة التي حصل عليها من مشتري (خيار البيع) مقدما عند التعاقد و قيم تداول الخيارات في الأسواق المنظمة و غير المنظمة .

2- العقود الآجلة Forward contract

العقد الآجل هو اتفاق بين طرفين - أحدهما المشتري و الآخر البائع - لشراء أو بيع كمية محددة من الأصل محل التعاقد و يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري الأصل في وقت محدد في المستقبل سعر يتفق عليه وقت التعاقد .

و العقود الآجلة هي عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطهما كما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية التي قد تلائم غيرهما ، و يتم التعامل بهما في الأسواق غير المنظمة فقط .

3- العقود المستقبلية Future contract

العقد المستقبلي هو اتفاق ملزم بين الطرفين - البائع و المشتري - على شراء أو بيع أصل معين في المستقبل بسعر محدد مستقبلا عند التعاقد على أن يتم تسليم الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق في المستقبل ، و نظرا لأن طرف العقد قد لا يعرفان بعضهما

البعض فإن البورصة (السوق المنظمة) التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها توفر آلية عن طريق بيت التسوية تلزم فيها كل الأطراف من الطرفين بإيداع نسخة معينة تتراوح ما بين 10-15 بالمئة من إجمالي قيمة العقد ولا يتم استرداده إلا عند تصفية العقد مما يعطي ضمانا لكلا الطرفين بأن العقد سوف يحترم و حماية ما المشاكل التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر بالوفاء بالتزاماته .

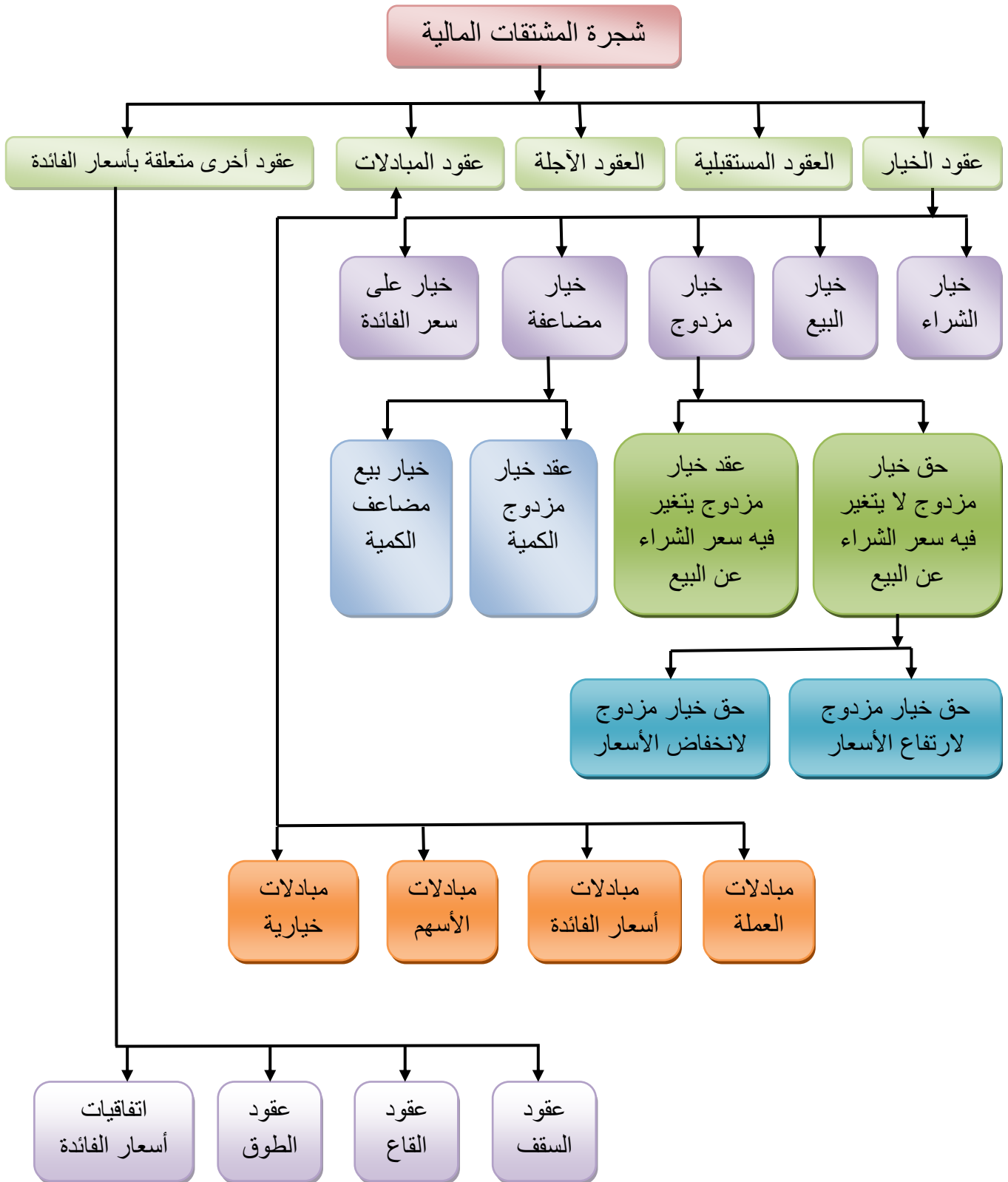
و يتم إجراء تسوية يومية من قبل بيت التسوية بين طرفين العقد تتعكس التغيرات التي قد تحدث على سعر العقد ، حيث أن الفرق في السعر يضاف إلى حساب الطرف الرابح و يخصم من حساب الطرف الخاسر .

4- المبادلات (المقايضات) Swaps

عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية محددة ، و يلتزم الطرفان بموجب العقد إما على مبادلة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما للطرف الآخر و ذلك دون التزام أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول في العقد ، أو بمبادلة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يملكها و ذلك دون الإخلال بحق كل منهما لتلك الأصول ، و يرتبط بالتدفقات النقدية التي دخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة أصول مثل : العملات الأجنبية و الأسهم ، و يتم تداول المبادلات في الأسواق غير النظامية فقط .

الفصل الأول عموميات حول المشتقات المالية وخصائصها

الشكل رقم (02) : يبين لنا أنواع المشتقات المالية



المصدر : سمير عبد الحميد رضوان ال حسن ، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر ، دار النشر للجامعات ، مصر ، 2001 ، ص 143.

المطلب الثاني : دور المشتقات المالية

1- إدارة المخاطر Risk Management

تعتمد قيمة المشتقات أساسا على قيمة الأصول محل التعاقد في السوق الفوري (الحاضر) لذلك تستخدم المشتقات لتقليل أو زيادة المخاطر الناتجة عن تقلبات أسعار الاستثمار في الأصول محل التعاقد في السوق الحاضر ، مثلا إن شراء أصل ما من السوق الحاضر و بيع عقد مستقبلي أو شراء (خيار السوق) يقلل من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر ، فإذا انخفض أسعار هذه الأصول فإن سعر العقد المستقبلي سوف ينخفض تلقائيا و عندها يمكن المستثمر من شراء الأصل محل التعاقد بسعر منخفض و يحقق المستثمر أرباحا تعوضه عن الخسائر الناتجة عن شراء الأصل من السوق الحاضر ، هذا النوع من المعاملات يدعى بالتحفظ (التغطية Hedging) ، كما توفر أسواق المشتقات فرصة للمستثمرين الذين يرغبون في تقليل أو إلغاء المخاطر التي يتعرضون لها عن طريق نقلها أن توزيعها إلى المضاربين الذين يرغبون في زيادة درجة المخاطر التي يتعرضون لها طمعا في تحقيق أقصى قدر ممكن من الأرباح .

2- اكتشاف المخاطر

تساعد أسواق العقود الآجلة و العقود المستقبلية في توفير معلومات عن أسعار الأصول محل التعاقد في السوق الحاضر في نفس تاريخ تنفيذ العقد أي عند موعد الاستلام و تسليم الأصل محل العقد أن إجراء التسوية المالية و بصفة خاصة العقود المستقبلية ، كذلك تعتبر أسعار العقود الآجلة و العقود المستقبلية عن توقعات المستثمرين لأسعار الأصول محل التعاقد مما تتكون في السوق الحاضر بتاريخ انتهاء مدة صلاحية هذه العقود ، علما انه ليس بالضرورة أن يكون سعر هذه العقود مساوية لسعر الأصول في السوق الحاضر في ذلك التاريخ بسبب توفر عنصر عدم التأكد من حركة التقلبات السعرية ، و تجدر الإشارة

إلى أسواق عقود الخيارات لا توفر معلومات عن أسعار الأصول محل التعاقد في السوق الحاضر عند تاريخ تنفيذ عقد الخيار بطريقة مباشرة

وإنما توفر معلومات قيمة عن مقدار التذبذب في الأصول محل التعاقد بمعنى أنها توضح درجة مخاطر هذه الأصول في السوق الحاضر .

3- فوائد تشغيلية Operational Advantages

توفر أسواق المشتقات الفوائد التشغيلية التالية :

أولا : تعتبر تكلفة الاستثمار في أسواق المشتقات ضئيلة جدا و هذا لا يتجاوز قيمتها 15% من قيمة الاستثمار المباشر في الأصول محل التعاقد في الوقت الحاضر ، لذلك نلاحظ أن كثيرا من المستثمرين لا يفضلون شراء الأصول مباشرة من السوق الحاضرة و إنما شرائها من أسواق المشتقات مثلا باستخدام عقود الخيارات بشراء (خيار الشراء) لأنها توفر للمستثمرين فيها الاستفادة من مزايا الرفع المالي و كذلك تخفف كم عائد مرتفعا على الاستثمار .

ثانيا : إن أسواق المشتقات هي أكثر سيولة من الأسواق الحاضرة .

ثالثا : تعتبر أسواق المشتقات أكثر كفاءة من الأسواق الحاضرة .

المطلب الثالث : فوائد المشتقات المالية

على الرغم من مرور أكثر من ربع قرن على التعامل المنظم بهذه الأدوات المالية المستحدثة إلا أن الكتاب و المتعاملين بها لازالوا ينقسمون و بصورة واضحة إلى فريقين متعاكسين ، ففي حين يصر الفريق الأول على الحذر من التعامل بهذه الأدوات الجديدة و عدم التعامل معها إطلاقا بسبب المخاطر الكبيرة التي تصاحبها ، حتى أن البعض يعرفها على أنها الأدوات التي عند استعمالها تسبب الخسائر الكبيرة ، فهناك فريق آخر أكثر تفاؤلا

حيث يرى بأن هذه الأدوات تعد مفتاحاً لحل العديد من المشاكل و المصاعب التي تواجه المتعاملين في الأسواق المالية من خلال إمكانية استعمالها في إدارة المخاطر بصورة فعالة نظراً للمرونة العالية و التنوع الكبير فيها ، ومن أبرز هذه الفوائد ما يلي :

- إن التعامل بالمشتقات المالية أو ما يسمى بأدوات الهندسة المالية يكون أقل كلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم و السندات...
- يمكن للمؤسسات المالية و المصرفية و المستثمرين عموماً التحوط من المخاطر المحتملة و ذلك باستخدام أموال أقل مما لو اقتنت موجودات تظهر في الميزانية .
- تقليل التكاليف للمصدرين و المستثمرين و ترفع من العوائد و توسع مجموعة بدائل التمويل و الاستثمار و تقلل الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها .
- تدعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية و المصرفية لزيائنها و تساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعاً .¹

1-هاشم فوزي دباس ، الهندية المالية و أدواتها ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ، عمان الأردن ، 2008 ، ص 110 .

المبحث الثالث : المتعاملون بالمشتقات المالية و استخداماتها

يعتبر الهدف الرئيسي من استخدام عقود المشتقات هو تقليل المخاطر، إلا أنها في الحقيقة هي التي عظمت المخاطر ثم عملت على إدارتها تحت مسمى هندسة المالية.

وهذا ما سوف نتطرق إليه من خلال هذا المبحث إلى:

• المتعاملون بالمشتقات المالية.

• استخدامات المشتقات المالية.

• مخاطر استخدام المشتقات المالية.

المطلب الأول: المتعاملون بالمشتقات المالية

يمكن تصنيف المتاجرين بالمشتقات كما يلي :

1- المتحوطون Hedgers

يعتبر الهدف الرئيسي من للأسواق الآجلة هو ضمان آلية كفاءة و فعالة لإدارة مخاطر تقلبات الأسعار¹ ، و يهتم المتحوطون بالإقلال من المخاطرة التي يواجهونها بالفعل² حيث أن المتحوطون في أسواق المشتقات هم المستثمرون في عقود المشتقات و هم إما مشترون أو بائعون لتلك العقود³ ، و تظهر الحاجة إلى التحوط في جميع أنواع التجارة و الأعمال ، فالمقترض الكبير بحاجة لحماية نفسه من انخفاض أسعار الفائدة و أسعار الأسهم ، و منتج الحبوب و اللحوم المعلبة و المجوهرات بحاجة إلى أسعار منتجاتهم من تقلبات أسعار الثمينة و السلع و ذلك بتثبيت التكلفة .

1-ماهر كنج شكري و مروان عوض ، المالية الدولية العملات الأجنبية و المشتقات المالية ، معهد الدراسات المصرفية ،

عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2004 ، ص 313.

2-سعيد جمعة عقل ، مرجع سابق الذكر ، ص 34 .

3-طارق عبد العال حماد ، مرجع سابق الذكر ، ص 29 .

2- المضاربون Speculators

المضاربون هم من لا يملكون محل التعاقد و لا يرغبون في امتلاكه و الدافع من تعاملاتهم في أسواق المشتقات فهو اغتنام الفرص لتحقيق الأرباح¹ و يمكن تعريف المضاربة على أنها عدم سعي المضارب لامتلاك أو تملك أو تسليم أو تسلم ، فالمضارب هو التاجر الذي يأمل في الربح من حركة الأسعار لأداة محل تعامله و أنه لا مصلحة للمضارب في تسليم أو تسلم ، وقد ذهب علماء الاقتصاد إلى القول بأن المضاربة محل خلاف و دل كبير و أن أسواق الخيارات و العقود قد لقيت نقدا عنيقا و اتهاما للأنشطة المضاربة بأنها لا تخرج عن كونها قمار² ، فالمضارب يسعى إلى حل المخاطر التي يسعى المتحوطون تجنبها ، فلا يهتمهم استلام أو تسليم الأصول المتعاقد عليها و ينصب جل اهتمامهم على الاستفادة من تقلبات الأسعار خلال أقصر فترة ممكنة ، فيعملون على شراء الأصول المتوقع ارتفاعها و بيع تلك المتوقع أن تنخفض أسعارها³.

3- المراجحون Arbitragers⁴

تنشأ المربحة عندما يبيع الأصل بأسعار مختلفة في الأسواق المتعددة ، و المراجحون هو الأشخاص الذين يقومون بمعاملات المربحة ، و هم يشترون الأصل بسعر منخفض من سوق (أ) و يبيعون في نفس الوقت بسعر أعلى في سوق (ب) و بذلك يحققون الأرباح .

و يمكن توضيح مفهوم المربحة Arbitragers من خلال المثال التالي :

افتراض أن سهم IBN يتم تداوله في بورصة الأسهم في لندن و نيويورك و افترض أن سعر سهم IBN هو 172 دولار في نيويورك ، و في لندن 100 جنيه إسترليني في الوقت الذي كان فيه سعر الصرف للجنيه الإسترليني يساوي 1.75 دولار وهكذا يتمكن المراجحون

1- سعيد جمعة عقل ، مرجع سابق الذكر ، ص 34 .

2- سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سابق الذكر، ص 33 - 34.

3- ماهر كنج شكري ، ومروان عوض ، مرجع سابق الذكر ، ص 314 .

4- سعيد جمعة عقل ، مرجع سابق الذكر ، ص 35 - 36 .

من شراء 1000 سهم IBN من بورصة نيويورك و يبيعها في بورصة لندن و بذلك يحصل على ربح عديم المخاطرة .

سعر سهم IBN في لندن = 100 جنيه إسترليني * 1.75 = 175 دولار

شراء من بورصة نيويورك = 1000 * 172 = 172000 دولار

عند البيع في بورصة لندن = 1000 * 175 = 175000 دولار

الربح 3000 دولار

و في غياب تكلفة المعاملات مع ملاحظة أن تكاليف المعاملات من شأنها أن تقضي على الربح بالنسبة للمستثمر الصغير الا أن بيوت الاستثمار الكبرى تكون تكاليف المعاملات عليها صغيرة جدا ، لذلك بأنها تجد فرصة للمراجعة و تحاول استغلالها إلى أقصى درجة ممكنة ، و هذه الفرصة لا يمكن أن تصمد طويلا فمع قيام المراجعين بشراء اسهم IBN في نيويورك ، و بالمثل عندما يبيعون هذه الأسهم في لندن ، فإن سعر السهم سوف ينخفض ، بسرعة كبيرة سيتوازن السعر و يتعادلان في البورصتين و تنتهي فرصة المراجعة .

المطلب الثاني : استخدامات المشتقات المالية

أولا: التغطية ضد المخاطر¹

تمثل أهم الوظائف الاجتماعية للعقود المستقبلية ، و لتوضيح الفكرة نفترض حالة مستثمر أخذ مركزا طويلا في السوق الحاضر على سهم ما أي اشترى السهم من سوق الأوراق المالية بسعر 50 دولار ، و يخشى أن تنخفض قيمته عندما يقرر بيعه ، و قد تحققت توقعات المستثمر ، إذ انخفض سعر السهم إلى 30 دولار ، ومن ثم فقد منه بخسارة قدرها

1- منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، 2003 / ص 20.

20 دولار ، و نفترض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد خيار بيع ، و ذلك فور شراءه السهم ، و يعطيه الحق في بيع السهم المحرر بسعر التنفيذ المحدد في العقد (خمسون دولار ، أي بذات السعر الذي اشترى به السهم) و تاريخ تنفيذ هو ذاته التاريخ المقرر أن يباع فيه السهم ، مقابل مكافأة قدرها ثلاثة دولارات ، هنا يصبح المستثمر مالكا لمحفظه تتكون من السهم و عقد خيار يتم تصفية كل منهما في سوق مستقل .

و عليه فإنه في ظل افتراض انخفاض سعر السهم إلى 30 دولار سوف تقتصر خسائر المستثمر أي مشتري العقد على قيمة المكافأة التي حددها المحرر ، كيف ؟ في تاريخ التنفيذ و الذي من المفترض أنه التاريخ المقرر أن يباع فيه السهم يقوم المستثمر بتصفية مركزه الطويل أي بيع السهم في السوق الحاضر بسعر 30 دولار محققا خسارة 20 دولار ، كما يقوم بتسوية مركز قصير ، أي مركزه في سوق عقود الخيارات ، و هي تسوية نقدية، فالمحذر ملزم بقبول شراء السهم من مشتري العقد - المستثمر - بسعر التنفيذ أي 50 دولار ، و طالما أن سعر السهم في السوق في تاريخ التنفيذ هو 30 دولار ، وهو ما يعادل الخسارة التي تعرض لها المستثمر في السوق الحاضر ، و لما كانت المكافأة 3 دولارات التي يدفعها مشتري العقد للمحدد غير قابلة للرد سواء نفذ العقد أو لم ينفذ فإن المكاسب الصافية للمركز القصير (عقد الخيار) تصبح 17 دولار بخسارة صافية على المركزين معا تساوي ثلاثة دولارات أو ما يعادل قيمة المكافأة .

ثانيا: أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر¹

من أبرز وظائف عقود المشتقات كذاك أنها تزود المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر بين تاريخ التسليم ، لذا يقال أنها أداة جديدة لاستكشاف السعر ، أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون السعر في السوق الحاضر تاريخ التسليم ، و لتوضيح كيف تلعب المشتقات المالية هذا الدور ، نفترض

1- عبد الكريم أحمد قندوز ، مرجع سابق الذكر ، ص ص 89 - 90 .

أننا اكتشفنا أن الظروف الاقتصادية تشير إلى احتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد يتوقع معها هبوط أسعار الأوراق المالية ، هنا عليك أن تفاضل بين التعامل في السوق الحاضر من خلال البيع على المكشوف أو التعامل في سوق المشتقات ببيع عقد مستقبلي أو عقد خيار على مؤشر السوق ، و من المتوقع أنك ستفضل السوق الذي يحقق لك أكبر عائد في الاستثمار ، وهو بالطبع سوق المشتقات ، طالما أنك سوف تحقق معه أكبر بفضل الرفع المالي الذي يتسم به التعامل ، تدفعه عند التعاقد و هو مبلغ ضئيل مقارنة بقيمة الصفقة ، هذا فضلا عن انخفاض تكلفة المعاملات التي يتميز بها التعامل في تلك الأسواق .

ثالثا : إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية

نفرض حالة حكومة دولة خليجية تبيع البترول بعقود مستقبلية ، و قد أبرمت عقد بسعر 25 دولار للبرميل تسلم في شهر نوفمبر (مركز قصير) ، و كان المشتري هو شركة الخطوط الجوية العربية ، و الآن لو أن سعر البرميل قد انخفض في تاريخ التسليم إلى 20 دولار للبرميل ، حينئذ ستقوم الحكومة المعنية ببيع البترول في السوق الحاضر لمن يرغب في الشراء أيا كان ذلك بسعر السوق 20 دولار للبرميل ، و لكن ماذا عن العقد المستقبلي ؟

سوف يترتب على تسويقه تحقيق أرباح تعوض البائع (الحكومة الخليجية) عن انخفاض في حصيلة بيع البترول نتيجة انخفاض أسعاره .

فرغم أن المشتري (شركة الخطوط الجوية العربية) سيقوم هو الآخر بتغطية احتياجاته من البترول في السوق الحاضر في تاريخ التسليم بسعر 20 دولار فإنه لن يتسنى التزامات العقد ، فوفقا للقواعد المقامة و التسوية في سوق العقود المستقبلية يصبح المشتري ملتزما بسداد الفرق بين السعر الذي التزم به في العقد و السعر في السوق في تاريخ التسليم ، و هو ما يعادل 05 دولار للبرميل ، و هو سعر البرميل كما هو منصوص عليه في العقد :

20 دولار حصلت عليها من بيع البترول في السوق الحاضر بالسعر الجاري ، و 05 دولار حصلت عليها من تسوية العقد المستقبلي في سوق العقود المستقبلية .

رابعاً: إتاحة فرص استثمارية للمضاربين

يدخل المضارب طرفاً في العقد بغرض تحقيق الأرباح ، و ليس تأمين تملك الأصل على أساس تأمين التملك بهم من يرغب في شراء الأصل بغرض الاستخدام أي مهمة من سعى إلى تغطية مركز سيأخذه في لسوق الحاضر مستقبلاً ، و هي تغطية ضد مخاطر ارتفاع الأسعار ، كما لا يدخل المضارب طرفاً في العقد لضمان بيع الأصل بسعر يضمن له حصة محددة مهما تغير سعر الأصل السوق الحاضر ، إذ أنها أيضاً مهمة من يمتلك أو سيمتلك الأصل و يرغب في بيعه مستقبلاً أي مهمة من يرغب في تغطية مركز سيأخذه في السوق الحاضر مستقبلاً ، و هي تغطية ضد مخاطر انخفاض الأسعار.¹

خامساً : إدارة و تخطيط التعامل على الأصول محل التعاقد²

يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة لمعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه ، فتكلفة المعاملات لعقد مستقبلي قسمته مليون دولار لا يتجاوز 100 دولار، وهو معدل تكلفة يبلغ 0.01 % من قيمة العقد ، و تكلفة المعلومات تأثر على سيولة السوق ، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة مما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل ، كما يسهم التعامل بالعقود على تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليها ، و ذلك بزيادة حجم التداول عليه يرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة ، و تقل كثيراً عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر.

1-منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق الذكر، ص 22.

2-عبد الكريم أحمد قندوز ، مرجع سابق الذكر ، ص 92 - 93 .

سادسا : سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية

ميزة أخرى لعقود المشتقات هي سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية ، نظرا لمرونتها إضافة إلى سيولتها المتميزة ، فلو أن مستثمرا ما يرغب في استثمار ما يعادل مليون دولار في محفظة جيدة التنوع ، فيمكنه شراء تشكيلة من الأسهم الفردية التي تحقق له ما يريد هذا البديل قد يتطلب تنفيذه وقتا طويلا ، كما ينطوي على قدر كبير من تكلفة المعاملات ، يقابل ذلك بديل آخر يلخص المستثمرين تلك المشكلات و هو الاستثمار من خلال عقد خيار أو عقد مستقبلي على أحد المؤشرات ، و ليكن مؤشر ستاندر أندبور 500مثلا .

سابعا : مميزات أخرى

يتحقق الكمال لسوق (Market completeness) لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أصنافهم ، سواء من حيث العائد أو المخاطر ، و على الرغم من أ، الكمال على هذا النحو هو أمر يستحيل تحقيقه ، فإنه يفضل عقود المشتقات أصبح من الممكن عمل توليفات من عقود المشتقات و أوراق مالية متداولة في السوق الحاضر في ظلها يحقق المستثمر مستويات مزيدة من العائد و المخاطر لا تحققها أي ورقة مالية متداولة.

المطلب الثالث: مخاطر استخدام المشتقات المالية

على الرغم من أن وجود المشتقات المالية أصلا كان التحوط وإدارة المخاطر ، إلا أن ذلك لم يمنع من تنشأ هذه الأدوات المالية فرصة استثمارية ومضاربة على نحو ما رأيناه سابقا ، و يقابل ذلك أن ينتج عن هذه الأدوات كذلك مخاطر عالية جدا ، و قد أثبت الواقع أن المشتقات المالية يمكن أن تكون أكثر الأدوات المالية مخاطرة ، و فيما يلي أهم المخاطر التي تتطوي عليها المشتقات المالية :¹

1- المخاطر السوقية Market Risk

تظهر المخاطر السوقية نتيجة لتقلب أسعار المشتقات المالية في الأسواق إذ أن هذه الأدوات تكون حساسة بشكل كبير لظروف السوق ، و بذلك فإن أي تغير و لو كان بسيط في قيمة الموجود الضمني كل التعاقد قد يؤدي إلى تغيير أكبر في قيمة أداة الهندسة المالية ، و تعد المخاطرة السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في المشتقات المالية مراقبتها و قياسها ، على الرغم من أن القياس الدقيق هذا النوع من المخاطر يعد صعبا و معقدا لاسيما مع هذه الأدوات نظرا لتقلب أسعارها الكبيرة ، و يستطيع المتعاملون في الغالب التعامل مع هذه المخاطرة إما على أساس التعرض الصافي أو التعرض المتبقي لمحافظة هذه الأدوات كل و تضم محفظة المتعامل في الغالب العديد من المراكز التي يقابل بها المخاطر مما يؤدي إلى تخفيض كبير في مجمل خاطر المحفظة و يترك هامشا من المخاطرة المتبقية لكي تغطيها كما يترتب على المتعاملين في أثناء إدارته للمخاطرة السوقية أن يحدد بشكل دقيق المركز الصافي للمحفظة ، و ينظر المتعامل عادة إلى المخاطرة الأساسية التي تتعرض لها محفظة المشتقات المالية ككل ، وليس إلى العقود المنفردة التي تتألف منها المحفظة ، إذ يتم تبويب تلك المخاطر إلى العناصر المسببة لها بهدف تقديرها

1-هاشم فوزي دباس العبادي ، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات المالية ، الوراق للنشر ، 2008 ، ص

كميا و إدارتها ، ولأن المخاطرة السوقية تتأثر بالعديد من العوامل بصورة مباشرة أو غير مباشرة عن طريق التأثير في سعر الموجود الضمني فإن إمكانية تحديد العناصر المسببة لها تعد أمرا معقدا وصعبا ، لذلك تبقى إمكانية التعرض لهذا النوع من المخاطر كبيرة و مؤثرة بالنسبة لمتعاملين في هذه الأدوات ¹ ، كما يمكن القول بأنها المخاطر الناجمة عن التحركات العكسية في القيمة السوقية لأصل ما (السهم أو السند أو القرض أو العملة أو السلعة) أو عقد مشتق مرتبط بالأصول السابقة ، أو هي مخاطر تعرض المراكز المحمولة داخل ميزانية المؤسسة و خارجها لخسائر نتيجة لتقلب الأسعار في السوق . ²

2- المخاطر الائتمانية Credit Risk

مخاطر الائتمان هي المخاطر التي قد تتجم عن تخلف أو عجز الطرف الآخر للأدلة المالية عن الوفاء بالتزاماته تجاه البنك ³ مما يؤدي الى حدوث خسائر اقتصادية للمصرف تمتد إلى تكاليف الفرصة الضائعة و المصاريف المتعلقة بمتابعة القروض المتغيرة .

و يمكن لإدارة المصرف التقليل من هذه المخاطر من خلال انتهاج سياسة اقراض متحفظة، غير أن ذلك بالمقابل يؤدي إلى عدم الربحية، ومن الصعب تقدير المخاطر بدون الفحص الدقيق لمكونات محفظة القروض ، و يمكن التخفيف من هذه المخاطر بانتهاج و تطبيق المعايير الائتمانية السليمة و انتهاج سياسة تسعير الائتمان على أساس المخاطر و الهيكله الفعالة للقرض كما يمكن تقليل مخاطر الائتمان من خلال التنويع، حيث شرائح القروض و كذلك قطاعيا و جغرافيا ذلك التنويع يحمي المصرف من تكديس المخاطرة ⁴.

1- عبد الكريم أحمد قندوز ، مرجع سابق الذكر ، ص 96 .

2- بالعزوز بن علي ، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية ، مجلة الباحث ، عدد 07 ، 2009 - 2010 ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر ، ص 333.

3- التقرير السنوي لعام 2008، هيئة سوق رأس مال الفلسطينية ، ص 32 .

4- علي بدران ، الإدارة الحديثة للمخاطرة المصرفية في ظل بازل 2، المحاسب المجاز ، العدد 23، الفصل الثالث ،

2005 ، ص 11 .

3- المخاطر التنظيمية¹

يتمثل هذا النوع من المخاطر بالخسائر الناجمة عن غياب توثيق العقد وغياب الرقابة الداخلية لمنع المشاكل الناجمة عن القصور المنظم في ابرام وتنفيذ العقد أو تلك المتعلقة بإعداد التقارير المالية .

4- مخاطر التشغيل (المخاطر الرقابية) Operational Risk

يقصد بها المخاطرة عن ضعف نظم الإشراف والرقابة الداخلية على العاملين في البنوك وغيرها من المؤسسات المتعاملة في سوق المشتقات ،وكذا المخاطر الناتجة عن عدم سلامة السياسات الخاصة بالإدارة.

ومن أمثلت ضعف الرقابة الداخلية ونظم العمل، السماح لمسؤول واحد بالبنك بممارسة دور السمسار القيام بتسوية المعاملات في نفس الوقت، إذ أنه من الضروري ألا يجمع شخص واحد بين الدورين معا للحيلولة دون التلاعب وإخفاء الخسائر التي يمكن التعرض لها.

5- 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 وفقا لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة ، مثل هذه المخاطر يمكن أن تنشأ عن عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس أو إدخال تغييرات عكسية في قانون الضرائب ، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت الاستثمار في أنواع معين في الأدوات.

1-سعيد جمعة عقل ، مرجع سابق الذكر، ص ص 39 - 40 .

6- مخاطر الرفع المالي

وهي مخاطر الأدوات المشتقة أيضا ، أثر الرفع المالي العالي المشترك بين جميع هذه الأدوات ، فالمستثمر يودع ببساطة 10% (في بعض الأحيان 5% أو حتى 2%) من قيمة العقود التي يشتريها أو يبيعها ، و يمكنه أن يربح أو يخسر 10مرات أكبر لو أنه اشترى أو باع الأصل محل التعاقد .

7- مخاطر التسوية

وهي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها و يتجلى أحد أشكالها في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها أنيا أو في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ ، إذ قد تمتد مدة التسوية إلى أيام معدودة ، مما ينجم عن ذلك تعرض أحد أطراف العقد للخسارة نظرا لإمكانية تغيير الأسعار بسرعة خلال تلك المدة ، ولا سيما في يوم التنفيذ ذاته ، و يمكن تقليل مخاطر التسوية في المشتقات المالية بدرجة كبيرة باستعمال شروط التسويات في الاتفاقيات الشاملة ، و هذا يؤدي إلى تقليل مخاطر التسوية للاتفاقيات التي تتم بنفس العملة و تبقى مخاطر كبيرة تتمثل في مشكلة التسديد بأكثر من عملة واحدة¹ .

1- عبد الكريم أحمد قندوز ، مرجع سابق الذكر ، ص 97- 98 .

خلاصة الفصل الأول

نستخلص من خلال قراءتنا لهذا الفصل:

- أن المشتقات المالية هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر بتنفيذ التزاماته، هذا الأصل قد يكون سهم أو سند أو أداة استثمارية أخرى.

- إذا كانت أية معاملة مالية تتطوي على مخاطرة ، فإن السعي إلى التحوط ضد المخاطر أو إدارتها يعتبر مطلباً ملحا وليس هناك شك أن جميع المستثمرين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة ، و يجد هؤلاء المستثمرون بغيتهم في أسواق المشتقات و التي تمكن أولئك الراغبين في تقليل المخاطر من تحويلها إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطرة .

- حيث تبين مما تقدم أن المشتقات المالية التي كان هدفها الرئيسي هو تقليل المخاطر ، إلا أنها في الحقيقة هي التي عظمت المخاطر ثم عملت على إدارتها تحت مسمى الهندسة المالية ، فهي التي أنشأت المشكلة من أجل البحث لها عن علاج ، فدورها الأساسي هو تحويل المخاطر من مستثمر لآخر أو من مجموعة من المستثمرين إلى أخرى دون أن يقتضي ذلك بيعاً للأصول محل العامل ، حيث يجري بيع المخاطر من الذين يخافون من نتائجها إلى الذين يسعون في طلبها و لديهم الرغبة في تحملها مقابل الثمن الذي يتقاضونه مسبقاً .

الفصل الثاني

المخاطر المالية

تمهيد

المبحث الأول: مداخل أساسية لتعريف بالمخاطر.

المبحث الثاني: تحليل المخاطر المالية وإدارتها.

المبحث الثالث: التغطية وطرق قياس المخاطر.

خلاصة الفصل الثاني

تمهيد:

إن جوهر العمل التجاري والاستثماري هو التعرض للمخاطر، فأى عملية تجارية أو استثمارية تنطوي تحت الوظائف لها مستويات مختلفة من المخاطر، الوظيفة الأساسية للإدارة تحديد المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها هذا العمل، وذلك لفهم مستوى المخاطر التي ترغب الثقافة المؤسسية في تحمله وتقرير طبيعة ومدى المخاطر التي تكون المنشأة على استعداد لمواجهتها ومراجعة ضد القرار بانتظام أن موقف المنشأة من الخطر يمكن أن يكون موقفاً كارهاً للخطر أو متجهاً للخطر ولكن يجب أن يحدد باستراتيجياته واضحة.

إن تعيين الخطر هو مطلب سابق لتطوير إستراتيجية واضحة، وهذا يتطلب سابق بدوره لإدارة ناجحة لمستوى الخطر الملازم لأنشطتها أو لتوضيح ما سبق تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث هي:

- **المبحث الأول:** مداخل أساسية لتعريف بالمخاطر.
- **المبحث الثاني:** تحليل المخاطر المالية وإدارتها.
- **المبحث الثالث:** التغطية وطرق قياس الخطر

المبحث الأول: مداخل أساسية لتعريف بالمخاطر

تعتبر الأنشطة و الاقتصادية بشكل عام عرضة لشتى أنواع المخاطر و لعل المعاملات المالية أكثرها تعرضاً لتأثيراتها ، وقد قامت عدد من العلوم الاجتماعية منها علم الإحصاء و علم الاقتصاد و علم الإدارة المالية و التأمين بدراسة موضوع المخاطر الذي له خصوصياته التي ينفرد بها ، ومع كل التعقيدات النظرية التي تكتنفها دراسة المخاطر ، فإن معناها لا يخرج عن جميع هذه العلوم .

وقصد التعرف على هذا المصطلح تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب و هي :

- تعريف المخاطر .
- أنواع المخاطر .
- متطلبات إدارة المخاطر .

المطلب الأول: تعريف المخاطر

يمكن تعريفها بأنها عدم التأكد من حتمية حصول العائد أو من حجمه أو من ومنه أو من انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة¹.

يعرف طارق عبد العال حماد إدارة المخاطر على أنها:

" عبارة عن منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحثية عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة و تصميم و تنفيذ إجراءات من شأنها تقليل من إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى²."

1- زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي ، دار وائل ، عمان ، الأردن ، 1998 ، ص 65 .

2- طارق عبد العال حماد ، إدارة المخاطر ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2003 ، ص 51 .

كما يعرفها البعض بأنها : عملية الأخذ بالمخاطر المحسوبة ، و هي وسيلة نظامية لتحديد المخاطر و ترتيب أولوياتها و تطبيق الاستراتيجيات للتقليل من المخاطر ، هذه الوسيلة تتضمن كل من الوقاية من المخاطر المحتملة و الاكتشاف المبكر للمشاكل الفعلية¹.

كما يمكن النظر إلى تعريف المخاطر من عدة زوايا:²

1- المعنى الاقتصادي للمخاطرة:

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

2- المعنى المالي للمخاطرة :

تعرف المخاطرة من المنظور المالي بأنها إمكانية حدوث انحراف في المستقبل ، بحيث تختلف النواتج المرغوب في تحقيقها عما هو متوقع ، أو عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي .

1- كميون أنيتا ، تحسين الضبط الداخلي : دليل عملي لمؤسسات التمويل الأصغر ، شبكة التمويل الأصغر ، واشنطن ، دليل تقني رقم 1 ، 2000 ، ص 6 .

2- بلعوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث ، جامعة الشلف، العدد السابع، 2010/2009، ص ص 331-332.

3- من منظور التأمين :

هو احتمال التعرض لواقعة معينة مع توصيفها عقديا (عقد التأمين) مع أنها خطر يوجب التعويض عنه ، أو هو حادث مستقبل محتمل الوقوع لا يتوافق على إدارة الطرفين¹ الذين تم بينهما هذا التعريف ينطوي على المزايا التالية²:

- إدخال العنصر الاحتمالي في وقوع الخطر و ليس التأكد و هو بذلك يمكننا من استخدام أسلوب القياس الكمي للخطر بطريقة رياضية بعيدة عن الأهواء و الاعتبار الشخصية.
- يترتب على وقوع الخطر خسارة احتمالية ، و هذا المعنى أدق من أن الخطر هو احتمال وقوع الخسارة .
- هذه الخسارة مادية تصيب الثروة أو الدخل .
- الإطار العام للخسارة يكون نتيجة وقوع أخطار شخصية أو في الممتلكات أو أخطار المسؤولية المدنية قبل الغير .

4- من المنظور القانوني

هو احتمالية وقوع حادث مستقبلا ، أو حلول أجل غير معين خارج إدارة المتعاقدين قد يملك الشيء بسببه ، أو يحدث ضرر منه³.

5- من المنظور الرقابي:

من وجه النظر الرقابي تعرف المخاطرة بأنها تمثل الآثار الغير المواتية الناشئة عن أحداث مستقبلية متوقعة أو غير متوقعة تؤثر على ربحية المصرف أو المؤسسة ورأسمالها.

1- إبراهيم أبوانجا ، التأمين في القانون الجزائري ، الجزء الأول ، الطبعة الثالثة ، ديوان المطبوعات الجزائرية ، الجزائر ، 1992 ، ص 56-57 .

2- مختار محمود الهانسي ، إبراهيم عبد النبي حمودة ، مبادئ الخطر و التأمين ، الإسكندرية ، الدار الجامعية ، 2001 ، ص 12 .

3- بلعزوز بن علي ، مرجع سابق الذكر ، ص 331 .

نستخلص من كل ما سبق أنه:

- هناك اختلاف أكيد في معنى المخاطرة .
- هناك اختلاف في اتجاه المخاطرة و المقصد الذي يستهدف منها و في هذا الإطار يمكن تقديم تعريف عام للمخاطرة على أنها " الخسارة الجزئية أو الكلية التي تتعرض لها نتيجة أحداث مستقبلية غير مواتية " .

المطلب الثاني : أنواع المخاطر

ترتبط المخاطر عموما بعدم اليقين بنتائج الأحداث المستقبلية في حين يجري الكثير من المستثمرين و المقرضين تقييمات ذاتية (أي غير موضوعية للمخاطرة) فقد قام الأكاديميون بوضع مقاييس إحصائية تنتسب للمفهوم الإجمالي العام المعروف باسم بيتا، ووفقا لهذه النظرية فإن المخاطرة الكلية المرتبطة باستثمار ما تتكون من عنصرين:¹

1- المخاطر المنتظمة :

وهي المخاطر العامة التي تؤثر على عوائد كافة الأوراق المالية بغض النظر عن المنشأة المصدر لتلك الأوراق أو الصناعة التي تنتمي إليها ، لذلك فهي تعرف باسم مخاطر السوق و يكون مصدر هذه المخاطر التغيرات التي تطرأ على الظروف الاقتصادية و السياسية و الاجتماعية .

و نظرا لأن مصدرها أو تخفيضها بتنويع مكونات المحفظة (أي بتنويع مخصصات المحفظة على أوراق مالية تصدرها عدة منشآت)².

و لهذا لمخاطر مصادر عدة يمكن إدراج البعض منها في ما يلي :

1- طارق عبد العال حماد ، التحليل الفني و التحليل الأساسي للأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2006 ، ص 11.

2- منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، منشآت المعارف / الإسكندرية ، 1999 ، ص 256 .

- مخاطر سعر الفائدة :

تعتبر مخاطر التغيير في سعر الفائدة من المخاطر المنتظمة لأن تأثير هذا التغيير ينعكس على كل الأوراق المالية بغض النظر عن طبيعة الورقة أو الشركة المصدرة لها ، و كقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق ، انخفضت القيمة الورقية للأوراق المالية المتداولة و العكس صحيح ، و من المتوقع بالطبع أن يكون الارتفاع أو انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية تأثير على معدل العائد الذي يحققه المستثمر¹، وتكون هذه العلاقة عكسية بين أسعار الفائدة و أسعار الأوراق المالية الناتجة عن كون سعر الفائدة في السوق هو سعر الخصم المستخدم في حساب القيم الحالية للأوراق المالية ، و هكذا تميل كافة الأوراق المالية إلى التحرك في اتجاه معاكس للتغيرات الحاصلة في مستوى أسعار الفائدة².

- مخاطر السوق :

حيث تنشأ نتيجة الاتجاهات الصعودية و النزولية التي تطرأ على سوق المال لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية في الدولة أو في دول أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقة وثيقة³.

- مخاطر القوة الشرائية

من المعروف أن القوة الشرائية للنقود تنخفض بفعل ارتفاع معدلات التضخم وتصل مخاطرة القوى الشرائية إلى أقصاها في الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل المدخرات و الودائع و السندات و غيرها من العقود التي تدفع فوائد ثابتة⁴ و على عكس ذلك فالأسهم العادية تغير وسيلة للاحتياط من مخاطر انخفاض القوة الشرائية للنقود و ذلك أن العائد

1- منير إبراهيم هنيديس ، الأوراق المالية و أسواق رأسمال ، مرجع سابق الذكر ، ص 258 .

2- طارق عبد العال حماد ، التحليل الفني و التحليل الأساسي للأوراق المالية ، مرجع سابق الذكر ، ص 16 .

3- منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأسمال ، مرجع سابق الذكر ، ص 258 - 259 .

4- طارق عبد العال حماد ، التحليل الفني و التحليل الأساسي للأوراق المالية ، مرجع سابق الذكر ، ص 17 .

عليها ليس ثابت و بذلك فإن ارتفاع هذا العائد يمكن أن يعوض عن انخفاض القيمة الحقيقية للاستثمارات .

- المخاطر الضريبية

تؤثر الضرائب على العوائد التي يحصل عليها المستثمر لأنها تقطع على التوزيعات و العوائد ، بينما تخضع الأرباح الرأسمالية لمعدل ضريبة أقل مقارنة بالعوائد الأخرى لهذه الاستثمارات فمثلا في الولايات المتحدة الأمريكية فإن أكبر معدل الضريبة على الدخل الحقيقي 39.6% بينما معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية 20 % لذلك فمن الأفضل للمستثمر أن يخضع للضريبة على الأرباح الرأسمالية بدلا من الضريبة على الدخل¹.

- المخاطر السياسية

تكون بعض القرارات السياسية أثر كبير على الوضع الاقتصادي بشكل عام فتغير معدلات الضرائب أو سعر صرف العملة أو تغيير سياسة التجارة الخارجية يؤثر على أرباح الشركات و بالتالي في الأوراق المالية التابعة للشركات التي تعمل في ظل أوضاع اقتصادية و سياسية مضطربة ، فإنه من المستحيل التنبؤ بالأحداث السياسية المستقبلية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية .

- مخاطر السيولة

ترجع مخاطر السيولة إلى عدم التأكد من إمكانية استرداد أو تسهيل الاستثمار دون خسارة تذكر في القيمة، فبعض الاستثمارات أكثر سيولة من غيرها، فكلما كان الاستثمار أكثر سيولة كلما كان من السهل الشراء والبيع دون خسارة في السعر.²

1- طارق عبد العال حماد ، بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2002 ، ص 205.

2 -المرجع نفسه ، ص200.

- مخاطر العملة الأجنبية

يؤدي الاستثمار في شركات أجنبية بالمستثمر بالوقوع في مخاطر تغير أسعار الصرف حيث أن العائد المحقق بالعملة الأجنبية قد يزداد و ينقص مع تغير أسعار الصرف لهذه العملة بالعملة المحلية .

فإذا ارتفع العائد بنسبة 10% و انخفض معه سعر صرف العملة المحلية بنسبة 10% مقابل عملة الدولة الأجنبية فهذا يعني أن المستثمر لن يحقق أي عائد .

2- المخاطر غير المنتظمة

وهي ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يعود لظروف المنشأة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة ، و نظرا لأن المخاطرة غير المنتظمة تحدث لعوامل مؤثرة على منشأة ما أو عدد قليل من المنشأة فإنه يمكن التنبؤ بها على نحو مستقل لكل منشأة على حدى .

- مخاطر النشاط

وهي حالة عدم التأكد المصاحبة لمبيعات الشركة و إيراداتها ، فبعض الشركات أكثر خطورة من غيرها نتيجة لطبيعة القطاع الذي ينتمي إليه لذا يحدث تقلب كبير في المبيعات و الإيرادات المصاحبة لذلك .

- مخاطرة الرافعة المالية

تزيد الرافعة المالية لأي شركة مع زيادة استخدامها للتمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية ، و تقاس الرافعة المالية عادة بنسبة الديون إلى حقوق الملكية أو النسبة بين الديون و إجمالي الأصول ، ومع افتراض ثبات كافة الأمور و الأشياء الأخرى فإن قابلية عوائد حملة الأسهم للتباين تزيد مع استخدام المنشأة للرافعة المالية¹.

1- طارق عبد العال حماد ، التحليل الفني و التحليل الأساسي للأوراق المالية ، مرجع سابق الذكر ، ص 19 .

- مخاطر الإدارة

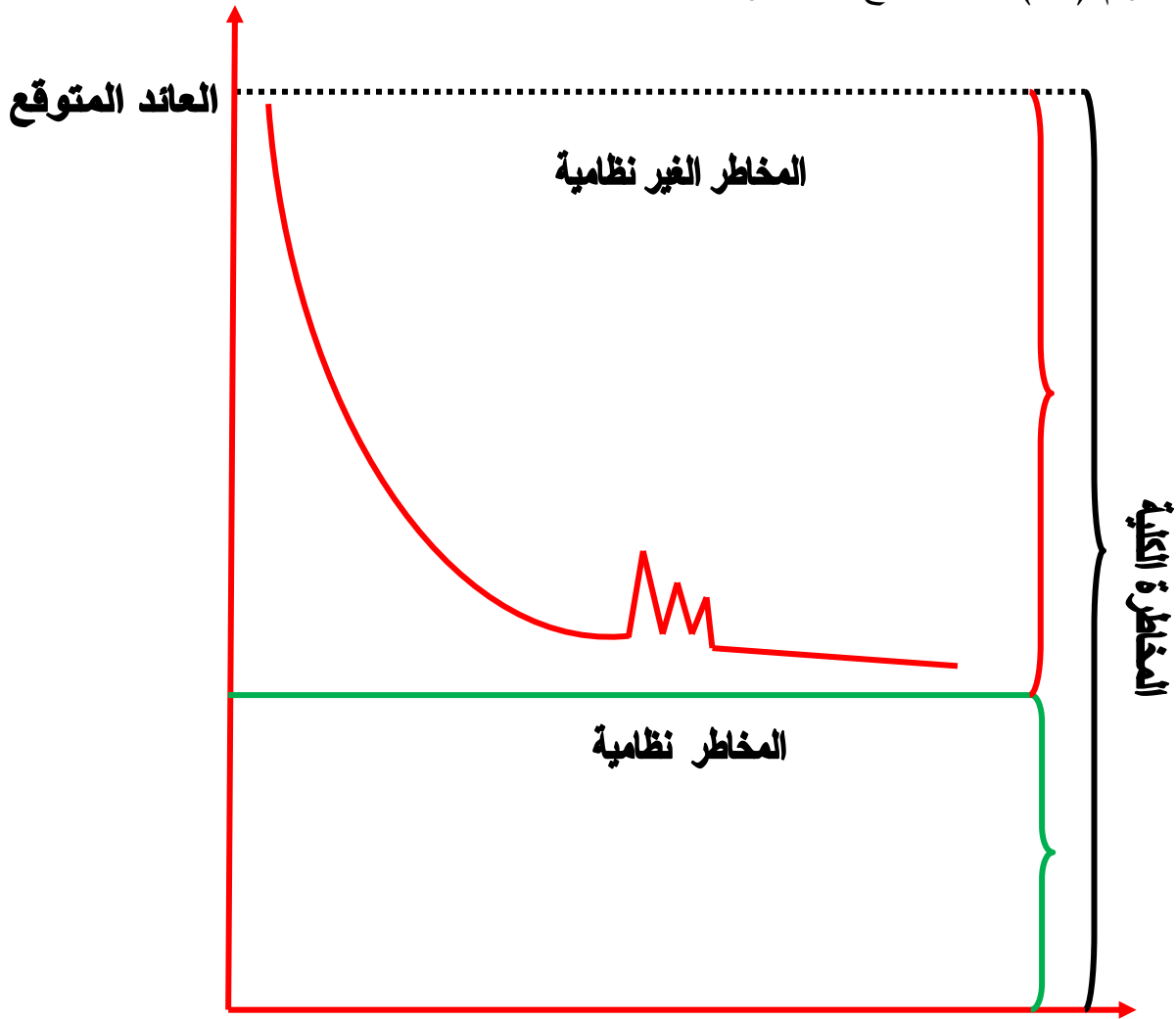
تنتج عن اتخاذ قرارات خاطئة من شأنها أن تؤثر على أرباح الشركة و استمراريتها .

- مخاطر الصناعة

تتعرض المنشآت العامة في نفس الصناعة أو في عدة صناعات متفاوتة إلى المخاطر التي تمس هذا الفرع من الاقتصاد دون المخاطر الناتجة عن ظروف خاصة بصناعة ما ، فعلى سبيل المثال أدى نقص المطاط إبان الحرب العالمية 2 إلى تعرض شركات صناعة إطارات السيارات الأمريكية لمشاكل و مصاعب كبيرة حيث توصلت إلى إنتاج المطاط الصناعي¹.

1-مرجع سابق الذكر ،ص 23 .

الشكل رقم (03) :تبيين أنواع المخاطرة



المصدر : حسين بلعجوز، رابح بوقرة ، إدارة المخاطر المصرفية بإشارة إلى حالة الجزائر ، جامعة محمد بوضياف ، المسيلة ، الجزائر ، بحث غير منشور .

المطلب الثالث : متطلبات إدارة المخاطر

يقصد بالمخاطر في مجال الإدارة المخاطر الإستراتيجية " Startegic Risk " وهي مخاطر السعر التي تؤثر بالضرورة ، سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على مستوى أداء المنشأة و يأتي في مقدمة المخاطر الإستراتيجية مخاطر تغير سعر الفائدة ، و مخاطر تغير سعر الصرف ، و مخاطر أسعار السلع ، وقد بلغت تلك المخاطر شأنًا عظيمًا في السبعينيات من القرن الماضي ، فبعد أن كانت مخاطر تغير أسعار السلع هي المكون

الأساسي للمخاطر الإستراتيجية ، ظهرت في السبعينيات مخاطر تغير أسعار الفائدة و مخاطر تغير أسعار الصرف ، كما أصبحت مخاطر أسعار البترول ذات شأن ، و هي كلها مخاطر قد تركت بصمتها على أداء منشأة الأعمال .

و هناك مرحلتين لإدارة المخاطر الإستراتيجية و هي :

1- الوقوف على طبيعة المخاطر ¹:

تمثل القوائم المالية وملحقاتها مصدر خصبا للمعلومات عن طبيعة المخاطر التي ينبغي أن تكون الإدارة وخطاب مجلس الإدارة إلى المساهمين عن أبرز المتغيرات المؤثرة على نشاط المنشأة وهو مصدر ثري لتلك المعلومات.

وهناك كذلك قائمة الدخل ، التي تعطي معلومات عن تطور المبيعات و التكاليف المرتبطة بها ، وكذا مكونات الربحية ، و تتسم القوائم المالية ربح السنوية بالفاعلية ، إذ تسهم في الكشف المبكر عن المخاطر التي تتعرض لها المنشأة ، فالتغيير في حجم المبيعات و معدل دوران المخزون الذي تمثل المبيعات أحد مكوناته ، يزودان الإدارة بمؤشرات عن سوق منتجاتها ، فالاتجاه العكسي لتلك المؤشرات قد يحمل في طياته وجود منافسة سعرية ، أو قد يكشف عن انخفاض جودة المنتج، كما يكشف هامش مجمل الربح واتجاه حركة المصروفات البيعية و المصروفات الإدارية، إذا كان هناك تغير في أسعار المدخلات ، أو انخفاض في كفاءة الأداء .

كما يمكن الكشف عن مدى احتمال التعرض لمخاطر سعر الصرف ، و ذلك بتحليل تتعامل بها المنشأة شراء و بيع ، و حصة كل عملة، كما يمكن الكشف عن مدى التعرض لمخاطر سعر الفائدة و ذلك من واقع قائمة الدخل ، يكون ذلك بحساب معدل تغطية الفوائد مع ربح العمليات ، وإذا كان من الضروري الاعتماد أيضا على قائمة التدفق النقدي التي تكشف عن مدى سيولة و ربحية الشركة ، فالأرباح هي نتيجة بقيود دفترية ، ومن ثم ينبغي

1-منير إبراهيم هندي ، الفكرة الحديث في إدارة المخاطر ، مرجع سابق الذكر ، ص 80 .

الوقوف على مدى كون تلك الأرباح محملة بتدفقات نقدية ، و ذلك طالما أن الفوائد تدفع من التدفقات النقدية و ليس من الأرباح الدفترية .

كذلك تكشف قائمة الدخل بصدى جودة الأرباح المتولدة ، أي ما إذا كان الجانب الأكبر منها هو من ربح العمليات أم من أنشطة ثانوية ، ومن المؤكد أن لذلك أهمية ، إذ يزودنا بمؤشرات عن مدى إمكانية استيعاب المنشأة الارتفاع في أسعار الفائدة ، و ربما أيضا قدرتها على مواجهة الارتفاع في أسعار مدخلاتها ، هذه مجرد أمثلة لما يمكن أن تسهم به قائمة الدخل في مجال الكشف عن المخاطر التي تعرض لها المنشأة و حجم كل نوع منها ، و إذا كان لقائمة الدخل كل هذه المساهمات ، فإن ذلك يرجع إلى كونها قائمة تزودنا بمؤشرات عن الأداء منذ بداية السنة المالية حتى نهايتها ، كما أن الأرقام التي تتضمنها تتسم بالحركة ، حيث يمكن الوقوف على عناصر مختلفة لحظة بلحظة ، أما الميزانية العمومية فإن أرقامها تتسم بالثبات إذ تعكس المركز المالي في لحظة بعينها (Snapshot) ، ومع هذا تظل للميزانية العمومية بعض المنافع ، فصافي قيمة الأصول الثابتة يمكن أن يكون مؤشرا على مدى اقتراب تعرض المنشأة لمخاطر تغير أسعار أدوات ووسائل كما يكشف حجم الاستثمار في الأوراق المالية عن حجم التأثير المحتمل الذي يمكن أن تحدثه مخاطر سعر الفائدة على قيمة الأصول ، و تلقي نسبة الأموال المقترضة التي تدفع عنها فوائد ، نلقي الضوء على مدى التأثير الذي يحتمل أن تتركه مخاطر سعر الفائدة على أداء المنشأة ، و تزداد معرفتنا بمخاطر سعر الفائدة من تقرير مراقب الحسابات الذي يصاحب الميزانية العمومية ، و الذي يكشف عما إذا كانت القروض التي حصلت عليها المنشأة قصيرة أم طويلة الأجل ، وما إذا كان سعر الفائدة ثابتا أم متغيرا .

ومن المؤكد أن الوقوف على طبيعة المخاطر و حجمها له فوائده ، فهو يكشف عما إذا كانت تلك المخاطر في حجم يتطلب التغطية ضده أم أن المخاطر من حجم تفوق فيه تكلفة التغطية العائد المتوقع منها وإذا كانت التغطية واجبة حينئذ يركز التساؤل عن الإدارة الملائمة.

2- قياس حجم المخاطر¹

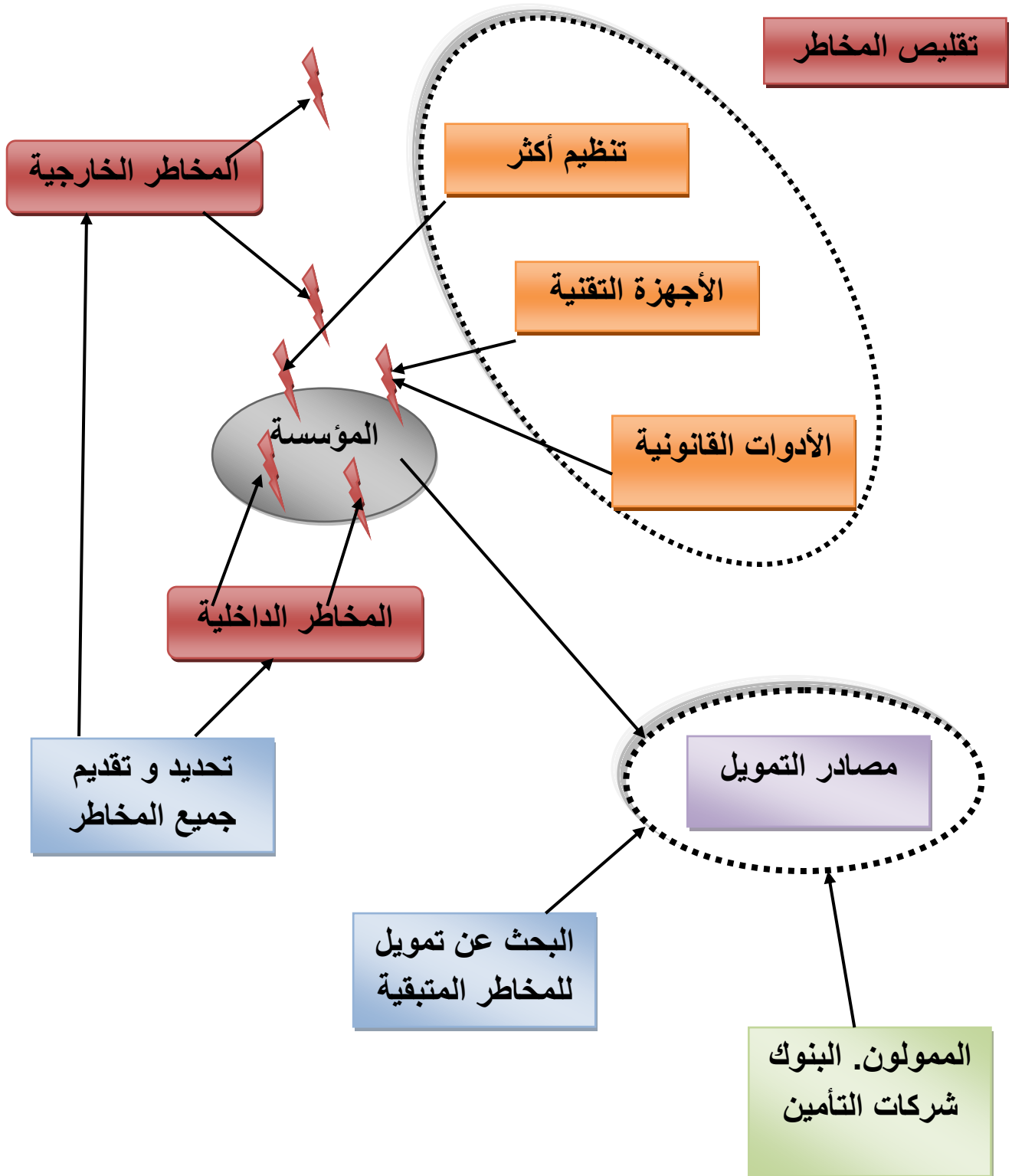
إن الوقوف على المخاطر التي تتعرض لها المنشأة لا يعني ضرورة التعامل معها ، إذ يتوافق الأمر على حجم تلك المخاطر و بالتالي مدى تأثيرها على أداء المنشأة ، بعبارة أخرى يصبح قياس حجم تلك المخاطر هو المرشد إلى ما ينبغي عمله ، فقد تتعرض منشأتين لنفس المخاطر ، لكن تعاملها مع تلك المخاطر يختلف ، فالمنشأة الصناعية التي تمثل القروض نسبة عالية من اجمالي مصادر التمويل لديها ، يتوقع لها أن تعطي اهتماما كافيا لمخاطر تغير سعر الفائدة ، و هو ما قد لا يتطلب الأمر مع منشأة تعمل في قطاع الخدمات حصلت على قروض لا تمثل فوائده الدورية سوى قدر ضئيل من التدفقات النقدية التي تحققها ، كذلك فإنه بينما تمثل مخاطر تغير أسعار البترول مصدر للإزعاج لشركة خطوط الطيران ، حيث يمثل الوقود ما يعادل حوالي 38% من تكاليف العمليات ، فإن منشأة لخدمة الحدايق قد لا تلقى الاهتمام لتلك المخاطر ، نظرا لضالة تكلفة البنزين أو الكيروزين المستخدم في الأدوات التي تشغلها .

وكما هو معروف توجد مقاييس متعددة للمخاطر في مقدمتها الانحراف المعياري و معامل الاختلاف اللذان يقيسان المخاطر الكلية ، و التباين و معامل بيتا اللذان يقيسان المخاطر المنتظمة ، وهناك كذلك الرفع التشغيلي الذي يقيس مخاطر تغير أسعار المنتجات ، والرفع المالي الذي يلقي الضوء على مخاطر سعر الفائدة ، و إلى جانب ذلك هناك الأمد (Duration) الذي يقيس مدى التعرض لمخاطر تغير سعر الفائدة .

ومن الأدوات الأخرى لقياس المخاطر و لعلمها هي الأكثر فاعلية ، و هو ما يسمى بإطار أو حدود المخاطر (Risk Profit) وفيه يتم الربط بين السعر أو التغير في السعر و مستوى الأداء ، مع ملاحظة أن الأداء يقاس بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوالدة عن العمليات الرئيسية للمنشأة ، و أيضا مع ملاحظة أنه في حالة استخدام التغير في السعر فإن بينه و بين الأداء لابد و أن تمر بنقطة الأصل .

1-المرجع نفسه ، ص 82 .

الشكل (04) : يبين خطوات إدارة المخاطر



Source : Bernard Barthelemy .Gestion des risques .Méthode d'optimisation Globale .
Edition d'organisation .2000.P18.

المبحث الثاني : تحليل المخاطر المالية وإدارتها

على ضوء الاهتمام المتزايد بقيمة أصحاب المصالح واعتبار المساهمين و المودعين من أهم هذه الأطراف بالبنك ، و خصوصية البنك في تحمله لمخاطر متعددو ذات آثار سلبية على باقي الأطراف ، فإن الاهتمام بإدارة تلك المخاطر يعتبر في حد ذاته الاهتمام بحماية أصحاب المصالح.

ومن هنا سنحاول التركيز على إدارة المخاطر بمختلف تفصيلها لأنها تمثل صلب الموضوع و لدراسة هذا المبحث فإننا سنتناول فيه المطالب التالية :

- إدارة المخاطر
- المسببات الرئيسية للمخاطر و تصنيفاتها
- تقسيمات المخاطر وأساليب التعامل معها

المطلب الأول: إدارة المخاطر

أولاً: مفهوم إدارة المخاطر

إدارة المخاطر عبارة عن منهج علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة و تصميم و تنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسائر أو التخفيف من الأثر المالي لها إلى الحد الأدنى¹.

كما أنها عملية منتظمة لتحديد المخاطر التي يوجهها العمل و تقييمها وفقاً للاحتمالات حدوثها و الضرر الذي يمكن أن تحدثه ، إضافة إلى تحديد المسؤولية عن معالجتها و

1- طارق عبد العال حماد ، إدارة المخاطر ، مرجع سابق، ص 51 .

ضمان سير العمليات و رفع التقارير إلى الجهة المسؤولة¹ و تنتج المخاطر من خلال الإدارة البيئية للمديرين و المحورة حول نقطتين اثنتين² :

1- الاختيار غير اللائق للزائن و لطريقة توزيع المخاطر على مستوى الميزانية و خارج الميزانية.

2- نمط وأسلوب تشكيل تصميم السيولة لمواجهة و الاستجابة دون تأخر المتطلبات المدفوعات نحو المودعين و المقرضين (حامل السند) .

وتهدف إدارة المخاطر إلى³ :

1- التأكد من استيفاء كافة المتطلبات القانونية و في كل الأوقات .

2- حصر إجمالي التعرض للمخاطر .

3- تحديد تركيز المخاطر و تلافيه

4- الهدف البسيط المتمثل في تفادي الإفلاس الذي إن حصل سيتضرر منه الملاك و الموزعين و باقي أصحاب المصالح ، و يعتبر هذا الهدف من المستويات الاجتماعية للبنك⁴

.

1-جوناثان تشاركهام ، ترجمة مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE) ، إرشادات لأعضاء مجالس إدارة البنوك ، المنتدى العالمي لحوكمة الشركات ، 2005 ، ص 9 .

2-Zuhayr mikdashi .la modilisation des marches bancaire et financieres defis et promesses.edition economica . paris .1990.P46.

3- سمير الخطيب ، قياس إدارة المخاطرة بالبنوك ، منهج علمي و تطبيق علمي ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، 2005 ، ص 20 .

4- طارق عبد العال حماد ، إدارة المخاطر ، مرجع سابق الذكر، ص 152.

تمر عملية إدارة المخاطر عموماً بأربعة مراحل أساسية¹ :

• **التعريف بالمخاطر** : حيث أن كل منتج أو خدمة يقدمها البنك تتطوي عليه عدة مخاطر ، ففي حالة منح قرض فإن هناك أربع أنواع من المخاطر (مخاطر الائتمان - مخاطر معدل الفائدة - مخاطر السيولة - و المخاطر التشغيلية) .

• **تقييم المخاطر** : كل نوع من أنواع المخاطر يجب أن ينظر اليه بأبعاده الثلاثة (الحجم - المدة - واحتمال حدوثه)

• **اتخاذ المخاطر بشأن المخاطر**: أو كما تسمى بمرحلة ضبط المخاطر و هي تتشكل من ثلاثة طرق أساسية (تجنب أو وضع حدود لبعض المخاطر إذا لم يكن البنك قادراً على تحملها و إذا كان تجنبها أقل من تكلفة إدارتها² ، وتقليل المخاطر وإلغاء أثرها) و على إدارة البنك أن توازن ما بين العائد على المخاطرة و التكاليف اللازمة لضبط تلك المخاطر .

• **المتابعة و التقرير عن وضعية المخاطر**: فعلى البنوك العمل على إيجاد نظام مراقبة قادر على تحديد وقياس المخاطر بدقة و بنفس الأهمية يكون قادر على مراقبة التغيرات المهمة في وضع المخاطر لدى البنك³.

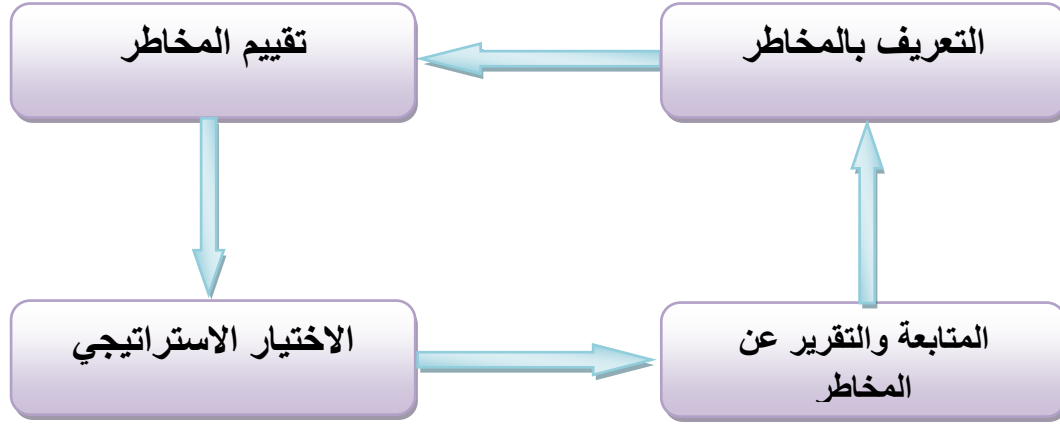
يمكن تمثيل تلك المراحل وفق الشكل الآتي :

34.p34. Lagouernance de l entieprise familile.group eyrolles.paris.2003.1-Paxal viemcel.

2-سمير الخطيب ،مرجع سابق الذكر ، ص 19 .

3-ابراهيم الكراسته ، أطر أساسية و معاصرة في الرقابة على البنوك و إدارة المخاطر ، معهد السياسات الاقتصادية (صندوق النقد العربي) ، أبو ظبي ، الامارات العربية المتحدة ، مارس 2006 ، ص 43.

الشكل (05) : يبين عملية إدارة المخاطر



المصدر: Pascal Vienot .op.cit.p35

عند تقييم مخاطر البنك ، ينبغي دراسة العناصر الآتية¹:

- 1- التطورات التي تطأ على الصناعة المصرفية و اتجاهات التكنولوجيا .
- 2- الربحية الحالية و المتوقعة .
- 3- هيكل إيرادات البنك و مدى تقلبها .
- 4- الوضع الاقتصادي و المرحلة الحالية .
- 5- التوقعات الخاصة بالبنك.

وينبغي أن تشمل إدارة المخاطر في كل بنك على ما يلي²:

1- رقابة فاعلة من مجلس الإدارة والإدارة العليا:

حيث ينبغي على المجلس اعتماد أهداف واستراتيجيات وسياسات إدارة المخاطر التي تتناسب مع الوضع الحالي له وطبيعة المخاطر التي يتعرض لها، و على الإدارة العليا القيام

1-ماجدة أحمد سلمي ، الرقابة المصرفية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية و معايير لجنة بازل ، مؤتمر تشريعات

عمليات البنوك بين النظرية و التطبيق ، جامعة اليرموك ، الأردن ، 20 - 24 ديسمبر 2002، ص 20 .

2-إبراهيم الكراسنة ، مرجع سابق الذكر ، ص ص 44 - 45 .

بتنفيذ التوجيهات الإستراتيجية للبنك التي أقرها المجلس و تحديد الصلاحيات و المسؤوليات المتعلقة بالإدارة المخاطر .

2- كفاية السياسات والحدود:

على المجلس والإدارة العليا بالبنك العمل على ضرورة أن تتناسب إدارة المخاطر مع المخاطر التي تنشأ في البنك وضرورة العمل على إتباع إجراءات سلمية لتنفيذ كافة عناصر إدارة المخاطر .

3- كفاية رقابة المخاطر وأنظمة المعلومات:

رقابة المخاطر تحتاج إلى نظم معلومات قادرة على تزويد الإدارة و المجلس بالتقارير .

4- كفاية أنظمة الضبط (الرقابة الداخلية):

لهيكل الرقابة الداخلية دور حاسم في ضمان حسن سير أعمال البنك على وجه العموم لها و إدارة المخاطر على وجه الخصوص .

المطلب الثاني : المسببات الرئيسية للمخاطر و تصنيفاتها

تعتبر الأنشطة الاقتصادية بشكل عام عرضة لشتى المخاطر و لعل المعاملات المالية أكثرها تعرضا و تأثيرا بها ، ولأن المعاملات في مجال عمل البنوك و المؤسسات المالية و الأفراد قد يكونوا من بين التي تحدث في هذه البنوك نتيجة المعاملات المالية و هذا ما سنتناوله في هذا المطلب .

أولا : المسببات الرئيسية للمخاطر

مسببات الخطر هي مجموعة من العوامل التي تؤدي إلى زيادة معدل تكرار الخطر أو زيادة احتمال حدوث الخسارة و يمكن أن تزيد من شدة الخسارة المادية عن تحقيق الخطر أو الاثنين معا ، أو هي مجموعة العوامل الطبيعية و العامة التي تؤثر تأثيرا مباشرا أو غير

مباشر في نتيجة القرارات التي يتخذها الأشخاص في حياتهم¹ فالمخاطر تنشأ بسبب عدم التأكد بشأن المستقبل .

إن التعرض للخطر قد ينشأ من احتمال التعرض لخسائر اقتصادية أو مالية أو اجتماعية أو بسبب تلف أو إصابة جسدية ، أو تأخير .

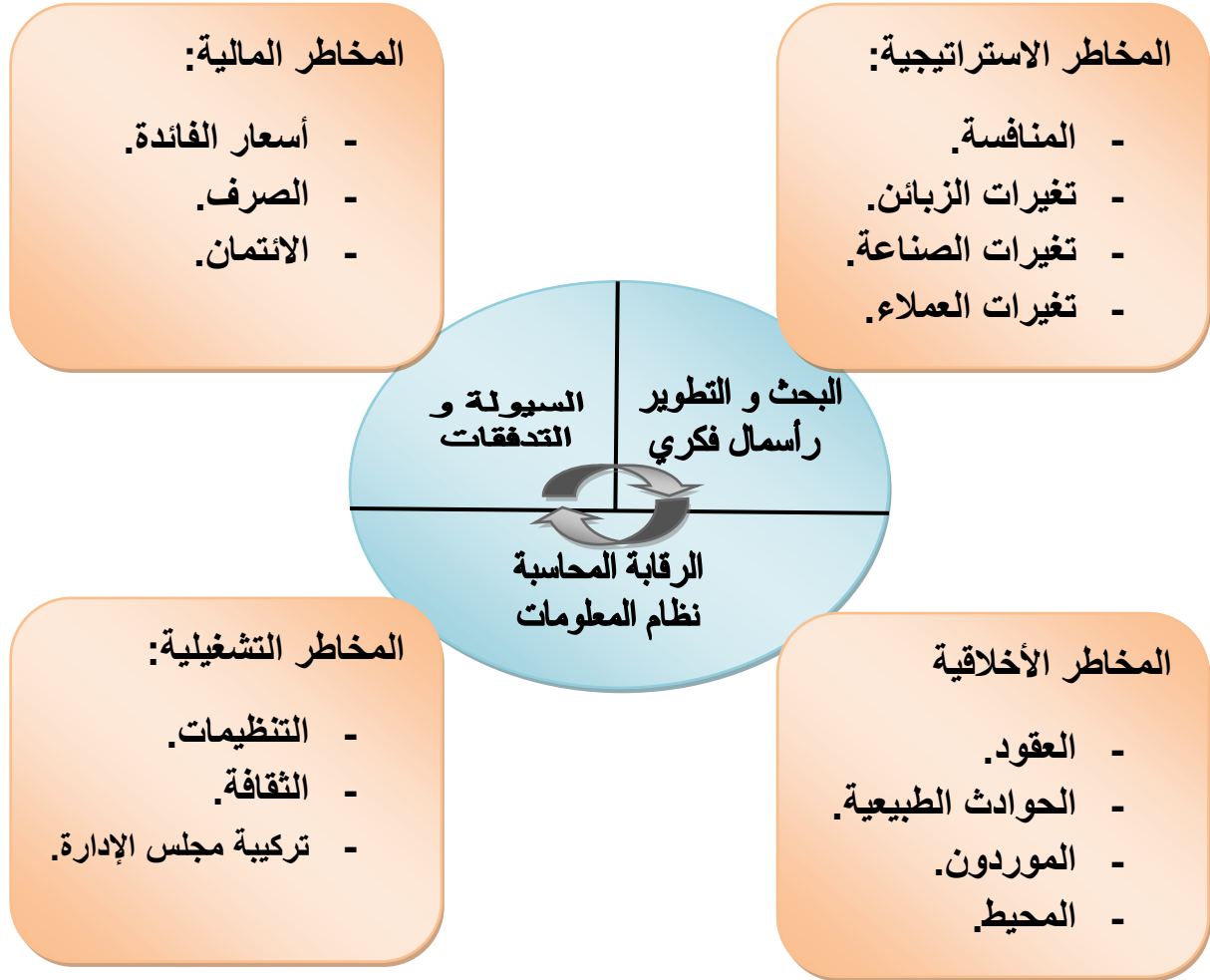
كما قد يكون السبب تغيرات في العلاقات بين الأطراف المعنية في مجال تزويد الأموال و تشغيلها و امتلاكها و صيانتها لا غرض عامة أو خاصة² .

فالمخاطر التي تواجه أي مؤسسة و أنشطتها يمكن أن تنتج من عوامل خارجية و داخلية، و يلخص الشكل التالي أمثلة لأهم الأخطار الناتجة عن هذه العوامل ، كما يوضح أن بعض الأخطار قد تنتج من عوامل داخلية و خارجية معا ، و بالتالي تظهر متداخلة في الرسم و يمكن تقسيمها أكثر إلى أنواع من الأخطار مثل: إستراتيجية المالية ، التشغيلية، البيئية .

1- عيد أحمد أبو بكر ، وليد إسماعيل السيفة ، إدارة الخطر و التأمين ، الأردن ، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع ، 2009 ، ص 21 .

2 - Reta R.Gallati . Risk Management and capital Adequacy .united states of America . the MC Gran – Hill companies .2003.P4.

الشكل (06) : يبين أهم مسببات المخاطر



المصدر : بلعزوز بن علي ، مرجع سابق الذكر، ص332.

ثانيا : تصنيفات المخاطر

تستخدم تصنيف مخاطر المؤسسة ، لتحديد الاثير الكلي للمؤسسة ، و عموما هناك طرق عديدة لتصنيف المخاطر ، نستعرض فيما يلي أهمها :

1- مخاطر المال و مخاطر الأعمال

يتم التمييز بين مخاطر الأعمال و المخاطر المالية ، فمخاطر الأعمال تأتي من طبيعة أعمال المؤسسة و تصل بعوامل تؤثر في منتجات السوق ، أما المخاطر المالية فمصدرها

الخسائر المتمثلة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية ، و تكون هذه المخاطر في العادة مصاحبة لنظام الاستدانة (الرافعة المالية) حيث أن المؤسسة المالية تكون في وضع مالي لا تستطيع فيه مقابلة التزاماتها من أصولها الجارية .

و ثمة طرق أخرى لتقييم المخاطر بين مخاطر عامة و أخرى خاصة ، فالأولى ترتبط بأحوال السوق أو الاقتصاد عامة بينما تتصل الثانية بمؤسسة بعينها أو بنوع معين من الأصول ، و بينما يمكن التحكم في آثار المخاطر الخاصة بأصل (استثمار) محدد خلال كبر و تنوع المحفظة الاستثمارية ، لا يمكن ذلك الاجراء إلا بالنسبة للمخاطر العامة ، غير أن بعضا من مكونات هذه المخاطر العامة في حكم المقدور عليه لتحقيق أثارها و استخدام أساليب لتحويلها¹.

2- المخاطر الاستاتيكية و المخاطر الديناميكية

يقصد بالمخاطر الديناميكية تلك المخاطر الناشئة عن حدوث تغيرات في الاقتصاد ، و تنشأ من مجموعتين من العوامل : المجموعة الأولى عبارة عن عوامل في البيئة الخارجية كالإقتصاد ، الصناعة ، المنافسون و المستهلكون ، و التغيرات التي تصيب هذه العوامل لا يكون بالإمكان السيطرة عليها ، و لكنها قادرة جميعا على إحداث خسارة مالية للمؤسسة ، أما العوامل الأخرى التي يمكن أن تحدث الخسائر و تشكل أساس المخاطر المضاربة ، وهي قرارات الإدارة داخل المؤسسة ، فالإدارة (مثلا) في كل منظمة خاصة تتخذ قرارات بشأن ما تنتجه و كيف تصول الإنتاج و كيف تسوق ما تم إنتاجه ، و إذا نتج عن هذه القرارات توفير سلع و خدمات يقلها السوق بسعر كاف سوف تحقق المؤسسة أرباحا ، أما اذا لم يحدث ذلك ، فقد تحقق خسارة .

و المخاطر الديناميكية تفيد في العادة المجتمع على المدى الطويل حيث أنها نتيجة لتعديلات و تسويات لتصحيح إساءة تخصيص الموارد ، و رغم أن هذه المخاطر الديناميكية

1- خان طارق الله ، جيب أحمد ، إدارة المخاطر : تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية ، ورقة مناسبات رقم 5 ، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب ، البنك الإسلامي للتنمية ، جدة ، المملكة العربية السعودية ، 2003 ، ص ص 28 - 29 .

قد تؤثر في عدد كبير من الأفراد ، إلا أنها تعتبر عموماً أقل قابلية للتنبؤ من المخاطر الاستاتيكية على اعتبار أنها لا تحدث بشكل منتظم¹ .

تتضمن المخاطر الاستاتيكية الخسائر التي تحدث حتى لو لم يحدث تغيرات في الاقتصاد فإن أمكن لنا تثبيت أذواق المستهلكين ، و النتائج و الدخل و المستوى التكنولوجي ، فإن بعض الأفراد سوف يعانون مع ذلك من خسائر مالية ، و تنشأ هذه الخسائر من أسباب بخلاف المخاطر الديناميكية ، لا تكون المخاطر الاستاتيكية مصدر للكسب بالنسبة للمجتمع ، و تتضمن الاستاتيكية اما تدمير الأصل أو حدوث تغير في ملكية نتيجة لعدم انقراضة أو الإخفاق الانساني ، و تميل الخسائر الاستاتيكية للحدوث بدرجة من الانتظام بمرور الوقت و نتيجة لذلك تكون قابلة للتنبؤ بوجه عام.

3- المخاطر البحثية و المخاطر المضاربة :

من أحسن الميزات بين المخاطر هو التميز بين المخاطر البحثية و المخاطر المضاربة موقفاً يحمل إمكانية حدوث إما خسارة أو مكسباً² و المقامرة مثال جيد للمخاطرة المضاربة ، ففي المقامرة يتم خلق مخاطرة بشكل متعمد على أمل تحقيق مكسب و الشخص الذي يراهن بـ 10 دولارات على نتيجة مباراة السبب يواجه احتمال خسارة يصاحبه احتمال مكسب ، و يواجه صاحب المشروع الخاص ، أو صاحب رأسمال مخاطرة مضاربة سعياً وراء الربح.

و المخاطر البحثية هي فئة من المخاطر تكون فيها الخسارة هي النتيجة الوحيدة الممكنة ليس هناك أي إمكانية تحقيق ربح ، و ترتبط المخاطر البحثية بأحداث أو عوامل خارجية عن سيطرة الطرف المعرض للخطر ، و لذلك فإن التعرض لها يكون عادة من دون إدراك و من أمثلة هذا النوع من المخاطر هو تعرض منزل شخصي للدمار نتيجة كارثة طبيعية ، ففي هذه الحالة لا يوجد هناك أي احتمال للاستفادة من الخطر.

1- طارق عبد العال حماد ، إدارة المخاطر ، مرجع سابق الذكر ، ص 25.

2- المرجع نفسه ، ص 26.

المطلب الثالث: تقسيمات المخاطر و أساليب التعامل معها.

أولاً: تقسيم المخاطر حسب طبيعتها

أ- مخاطر السوق :

مخاطر السوق هي المخاطر الناتجة عن التحركات العكسية في القيمة السوقية للأصل¹ ما (سهم - سند - قرض - عملة أو سلعة) ، أو عقد مشتق مرتبط بالأصول السابقة (علما أن السوقية للعقد المشتق ترتبط بعدة أمور ، منها سعر الأصل، محل التعاقد، و درجة تقلبه، أسعار الفائدة ،و مدة العقد ...) أو هي مخاطر تعرض المراكز المحمولة داخل ميزانية المؤسسة و خارجها لخسائر نتيجة تقلب الأسعار في السوق ، و هي تشمل المخاطر الناجمة عن تقلب أسعار الفائدة و عن أسعار الأسهم في الأدوات المالية المصنفة ضمن محفظة المتاجرة ، و الخاطر الناجمة عن تقلب أسعار السلع في مجمل حسابات المؤسسة².

ب- مخاطر الائتمان :

تعرف مخاطر الائتمان بوجه عام بأنها المخاطر الناشئة عن احتمال عدم وفاء أحد الأطراف بالتزاماته وفقا للشروط المتفق عليها³.

ج- مخاطر السيولة:

هي المخاطر المرتبطة باحتمال أن تواجه المؤسسة مصاعب في توفير الأموال اللازمة لمقابلة التزاماتها (مطلوباتها المستحقة)، وتظهر هذه المخاطر عندما لا تستطيع المؤسسة تلبية الالتزامات الخاصة بمدفوعاتها في مواعيدها بطريقة فعالة من حيث التكلفة، أي تتمثل في عجز المؤسسة عن تدبير الأموال اللازمة بتكلفة عادية.

1-Erik Banks and Richard Dunn.Practical risk management . an executive guide to avoidongSuprises and losses .john wiley sons ltd. England.2003.p15.

2-مجلس الخدمات المالية الإسلامية " المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية) التي تقتصر على تقديم الخدمات المالية الإسلامية " . ديسمبر 2005 ، ص26.

3- المرجع نفسه ص11.

د- مخاطر النماذج :

تتطوي الطرق والنماذج التي تستخدمها المؤسسة في قياس المخاطر أو إدارتها على احتمالات الخطأ، مما ينتج عنه مخاطر أخرى وبالتالي جعل البيئة التي فيها المؤسسة أكثر تعقيدا و مخاطرة بسبب حالة اللاتيقين.

هـ- مخاطر الملازمة:

يمكن للخسائر أن تنشأ و تتضاعف بسبب قضايا ملازمة المعاملات ، و هذا الخطر كثيرا ما يحدث عندما يطالب الطرف المقابل بتعويض مالي نتيجة معاملة معينة يعتقد أنها كانت أكثر عرضة للمخاطر مما كان معلنا عنه أو بسبب عدم الإفصاح الكافي عن اثارها المتوقعة أو الفشل في اتخاذ التدابير التحوطية الصحيحة¹ في هذه الحالة فإن الطرف المقابل قد يرفض المعاملة أصلا أو قد يرفع دعوى للحصول على تعويضات ، و في حين أن الإجراءات القانونية ليست دائما مضمونة لإعطاء فرصة للتسوية ، فإن احتمال أن ينتج عن ذلك تحمل خسارة يبقى قائما. على سبيل المثال إذا قام المصرف ببيع عقد مالي مشتق مركب ، دون تضمينه التحذيرات الكافية عن الخسائر المحتملة ، فإنه يتسمح للعميل إمكانية الحصول على تعويض في حالة نزاع قانوني.

و- مخاطر العمليات (التشغيل) :

تعتبر مخاطر التشغيل من المستجدات في عالم إدارة المخاطر الحديثة ، و هي تعني الخسارة الناتجة عن الفشل في النشاط الداخلي و إجراءات الرقابة ، يشمل هذا النوع المخاطر العلمية المتولدة من العمليات اليومية للمؤسسة ، و لا يتضمن عادة فرصة للربح ، فالمؤسسة إما أن تحقق خسارة و إما لا تحققها ، وعدم ظهور أية خسارة للعمليات لا يعني عدم وجود أي تغيير ، ومن المهم للإدارة العليا للتأكد من وجود برنامج لتقوية تحليل مخاطر العمليات و تشمل

1-Erik Banks and rishard dunn.opcit.p22.

مخاطر العمليات ما يلي: الاحتيال المالي (الاختلاس) - التزوير - تزييف العملات
السرقه و السطو - الجرائم الالكترونية¹.

ز - المخاطر القانونية :

و تعني مخاطر تحقيق خسائر نتيجة الفشل في العمليات القانونية .

ثانيا: أساليب التعامل مع المخاطر

هناك ثلاث أساليب يمكن استخدامها في التعامل مع المخاطر هي²:

1- تجنب المخاطرة :

يرفض الفرد أو المؤسسة أحيانا قبول خطر معين ، وينشأ ذلك نتيجة عدم الرغبة في مواجهة خسارة معينة مثال ذلك تجنب الاستثمار في وعاء ادخاري معين و تفضيل وعاء ادخاري آخر أقل خطورة ، و عدم شراء لتجنب حوادث السيارات ، و من أمثلة ذلك في المؤسسات المالية امتناع البنك عن منح القروض مرتفعة للمخاطر و ذلك لتجنب المخاطر الائتمانية ، أو عدم الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الآجل لتجنب مخاطر أسعار الفائدة.

و رغم أن تجنب الخطر يقلل من احتمال وقوع الخطر إلى الصفر إلا أنه قد يحرم المجتمع من انتاج السلع أو تقديم خدمات معينة لتجنب المسؤولية المهنية أو الخوف من الخسارة ، هذا بالإضافة إلى صعوبة تجنب الأخطار مثل : تفضيل السير على الاقدام لمسافات كبيرة لتجنب أخطار الطيران ،ورغم أن تجنب الخطر هو أحد أساليب مواجهة الخطر ، الا أنه يعد أسلوبا سلبيا و ليس ايجابيا في التعامل مع الأخطار ، و لأن التقدم

1-إبراهيم الكرانسة، مرجع سابق الذكر، ص ص 36 - 38 .

2 - رضوان سمير عبد الحميد، "المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها" ، دار النشر للجامعات ، مصر ، الطبعة الأولى ، 2005 ، ص ص 314 - 315 .

الشخصي و التقدم الاقتصادي كلاهما يتطلب التعامل مع الأخطار بطريقة إيجابية ، فإن هذا الأسلوب يعد أسلوباً غير مناسب في التعامل مع كثير من الأخطار¹.

2- تقليل المخاطرة:

أما في هذا الأسلوب فإن المؤسسة المالية ولتقليل المخاطر تقوم برصد سلوك القروض من أجل معرفة علامات التحذير لمشاكل التوقف عن الدفع مبكراً، و تقليل مخاطر أسعار الفائدة باستخدام سياسة إدارة الأصول و الخصوم و التي يجري تصميمها لذلك الغرض.

3- نقل المخاطرة:

إن شراء التأمين هو إحدى وسائل نقل المخاطرة من شخص لا يرغب في تحملها إلى طرف آخر (شركة التأمين) يبدي استعداداه لتحملها مقابل ثمن. هناك من أشار إلى خمسة طرق للتعامل مع المخاطر، فأضاف إلى العناصر الثلاثة السابقة ، اقتسام المخاطرة و الذي يعني قبول المخاطر و تحويل بعضها (أي أن هذه الاستراتيجية تجمع بين التجنب و النقل) ، بإضافة على التحوط و الذي يختلف عن التأمين في كونه نقل للمخاطرة مع التضحية بإمكانية الربح .

1- عبد العزيز فهمي هيكل ، مقدمة في التأمين ، دار النهضة العربية ، بيروت ، 1996، ص 747 .

المبحث الثالث: التغطية و طرق قياس المخاطر

تعد المخاطر من بين العناصر التي تؤخذ دوما بوصفها متغيرا مهما و حساسا عند اتخاذ القرارات المالية، و إذا ما عرف المستثمر كيف يقيس المخاطر بشكل صحيح فانه يستطيع أن يقيم و يميز بين الأصول المالية ذات المخاطر العالية أو المخاطر المنخفضة ، و هو ما يعني ضرورة الاهتمام بالطرق و الأساليب التي تقيس المخاطرة .

كما أن التغطية عبارة عن أداة لإدارة المخاطرة و يلجأ إليها المستثمرون لتقليل المخاطر، وهناك العديد من أدوات و أساليب التغطية المتاحة للمستثمرين تتفاوت في أقدميتها و في الوقت الذي يبدأ المستثمرون في اللجوء إلى كل منها ، و هذا ما سنتناوله في المطالب الثلاثة :

- تعريف التغطية و ضرورتها.
- الاعتبارات الأساسية للتغطية.
- طرق قياس مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

المطلب الأول: تعريف التغطية و ضرورتها.

أولا: تعريف التغطية:

- التغطية هي مركز مؤقت بديل عن مركز شوف يأخذه المستثمر مستقبلا على أصل معين ، كما يمكن تعريفها بأنها أسلوب لحماية قيمة أصل ما يملكه المستثمر إلى أن تتم تصفيته¹.
- التغطية هي المركز الذي يزيح خطر سعر مركز آخر، فالتغطية تقلل التعرض للمخاطر أو تلغيها إذا توفرت التدفقات النقدية المتساوية في الحجم ، و لكن المعاكسة لاتجاهات المخاطر المالية ، تكون التغطية ممكنة يجب أن يكون العائد في المشتق مرتبطا بالمركز

1-منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر ، مرجع سابق الذكر ، ص65.

المغطى ، و في الواقع كلما كانت المشتقات أكثر ارتباطا بعوائدها كلما كانت التغطية أكثر فعالية¹.

• مصطلح التغطية يستخدم للدلالة على تحديد المخاطر و تقليصها ، و هناك من يفرق بين التغطية و بين التأمين ، بأن التغطية هي تقليص الخسارة من خلال التنازل عن إمكانية الربح ، إما التأمين فهو دفع ثمن لتجنب الخسارة مع الاحتفاظ بإمكانية الربح². فالتغطية إذا هي اتخاذ تدابير وقائية للتصدي للمخاطر غير المحددة على الصعيد المالي و نستخلص من التعاريف السابقة أن الأسلوب الأساسي لانتهاج سياسة التغطية هي الدخول في معاملات موازية للمعاملة المالية الرئيسية سواء على صعيد الاستثمار في الأدوات المالية أو الديون الاستثمارية و ذلك لكي يتجنب صاحب المعاملة الرئيسية رغبة المخاطرة بوضع كافة استثماراته في سلة واحدة.

ثانيا: ضرورة التغطية³

في ظل ظروف السوق الكامل ، لن يكون لأي استراتيجية أو سياسة مالية تأثير على قيمة المنشأة ، و ذلك إذا ما كان المستثمر قادرا على أن يحقق لنفسه ما تحاول المنشأة ان تحقق له ، فإذا كان لقيام المنشأة بالاقتراض ميزة فإن المستثمر يمكنه أن يبني لنفسه محفظة استثمار تتضمن أموالا مقترضة تحقق له ذات المزايا التي تحقق من قيام المنشأة بالاقتراض نيابة عنه و إذا كان لسياسة التوزيع التي تلائمه ، دون أن يلقي بالا بما قرره المنشأة في هذا الشأن و طالما أن الأمر كذلك فلن يكون لأي من تلك السياسات التي تضعها المنشأة قيمة بالنسبة للمستثمر ، فالمستثمر يقدر السياسات التي تضعها المنشأة عندما تحقق له خدمة لا يستطيع أن يحققها لنفسه .

1- Yuh-Dauh lyuu. Financial Engineering and comûation.Principales.Mathematics . Algorithms.United Kingdom.cambridge university press.2004 .P224.

2- سامي بن إبراهيم السويلم ، التحوط في التمويل الإسلامي ، بنك التنمية الإسلامية ، معهد الإسلامي للبحوث و التدريب ، جدة ، نشر مكتبة الملك فهد الوطنية ، الطبعة الأولى ، 2008، ص66.

3- منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر ، مرجع سابق الذكر ، ص ص 30 - 31 .

و عند التخلي عن فروض السوق الكامل بما في ذلك افتراض عدم وجود ضرائب أو تكلفة للمعاملات أو تكلفة للإفلاس أو الوكالة ... و غير ذلك من الفروض اتضح أن المستثمر لا يمكنه أن يحقق لنفسه ما تستطيع المنشأة أن تحققه له ، ففي ظل هذه الظروف و هي ظروف السوق غير الكامل يصعب على المستثمر مثلا أن يفترض بنفس سعر الفائدة الذي يمكن أن تفترض به المنشأة و في ظل وجود تكلفة المعاملات يصعب على المستثمر أن يتجاهل سياسات التوزيع التي تضعها المنشأة ، و ذلك عندما يتعرض لقرار الاستثمار أن يتجاهل سياسات التوزيع الخاصة به ، هذا ما يرى هندي أنه في ظل وجود ضرائب يصبح للسياسات التي تضعها المنشأة قيمة بالنسبة لمستثمر و لا تختلف الصورة بالنسبة للسياسات و الاستراتيجيات المالية الأخرى فالتغطية التي تقوم بها المنشأة نيابة عن المستثمر ، لن يكون لها قيمة في ظل فروض السوق الكامل ، فالمستثمر مثلا يمكنه أن يبرم عقدا مستقبليا لتغطية ضد تعرض عائد استثمار سهم منشأة التي يستثمر فيها أمواله عرضة لمخاطر تغير أسعار البترول ، فانه يستطيع أن يحقق التغطية لنفسه ضد المخاطر ببيع أو شراء عقد آجال أو مستقبلي حسب الأحوال على تلك السلعة.

أما إذا عدنا لحقيقة أن السوق غير كامل فإن استخدام المنشأة لأدوات التغطية التي من بينها عقود المشتقات ، لابد و أن يكون له تأثير على قيمة المنشأة و على ثروة ملاكها بالتبعية ، وذلك أن فهم و تحديد طبيعة و حجم المخاطر التي تتعرض لها المنشأة ليس بدون تكلفة ، بل و ان تكلفتها مرتفعة بحيث يصعب على المستثمر الفرد أن يتحملها ، بينما تستطيع المنشأة ذلك فالجانب الأكبر من تكاليف التغطية هو من النوع الثابت ومن ثم قيام المنشأة بالتغطية نيابة عن كافة المستثمرين ، لابد و أن ينطوي على انخفاض في نصيب المستثمر الواحد من تلك التكلفة يضاف إلى ذلك أن إدارة المنشأة لابد و أن يكون لديها معرفة اكبر وتفهم أعظم لطبيعة المخاطر التي تتعرض لها ، و أفضل السبل لتغطية

ضدها ، المدى الذي يمكن أن تذهب إليه في هذا الشأن ، و كلها مزايا لا تتاح للمستثمر الفرد.

و هكذا إذن كانت سياسة التمويل سواء بالاقتراض أو بالأرباح المحتجزة لا تهتم المستثمر إذا كان السوق كاملا ، بينما تعتبر جوهرية بالنسبة له إذا كان السوق غير كامل فإن التغطية ضد المخاطر يسير أيضا على نفس الدرب ، فالتغطية يتوقع أن لا تكون لها ضرورة في ظل فرضية السوق الكامل ، إلا أن أهميتها تبدو جوهرية في ظل الواقع الذي يؤكد على أن افتراض كمال السوق هو ضرب من الخيال.

المطلب الثاني : الاعتبار الأساسية للتغطية

هناك ثلاث اعتبارات لها أهمية في إدارة المخاطر من خلال التغطية هي حجم التغطية ، و كفاءة التغطية و كلفة التغطية¹.

أولاً: حجم التغطية :

يقصد بحجم التغطية عدد الوحدات من أداة التغطية (عدد عقود المشتقات) اللازمة لتغطية مركز أخذه المستثمر في الوقت الحاضر، على وحدة واحدة من الأصل محل التغطية ، و هو ما يطلق عليه بنسبة التغطية (Hedge Ratio) فلو أن التغطية ضد مخاطر السعر التي تتعرض لها سندات أصدرتها شركة معينة بقيمة 100 ألف دولار، و تحتاج إلى عقدين مستقبليين على سندات حكومة (قيمة العقد الواحد 100 ألف دولار) بتاريخ استحقاق معين ، عندئذ تكون نسبة التغطية هي 2/1.

1- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر ، مرجع سابق الذكر، ص ص 74 - 76 .

ثانيا: فعالية التغطية:

تزداد فعالية التغطية كلما كان الارتباط قويا بين سعر الأصل محل التغطية في السوق الحاضر ، و سعره في عقد المشتقات المستخدم في التغطية ، و تقاس قوة الارتباط كما هو معروف بما يسمى معامل الارتباط ، أن معامل الارتباط يساوي الواحد الصحيح فهذا يعني أنه إذا ما استخدمت نسبة التغطية المناسبة فسوف تتم تغطية مخاطر السعر بالكامل، أما إذا كان معامل أقل من الواحد الصحيح ، فإن التغطية حتى لو استخدمت نسبة التغطية الملائمة لن يترتب عليها التخلص الكامل من مخاطر السعر إذا بقي جزء من المخاطر لن تتم تغطية يطلق عليه مخاطر الأساس.

و المعادلة التالية توضح العلاقة بين مخاطر السعر و مخاطر الأساس ، باعتبار أن المخاطر يتم قياسها بالتباين (Varince ó2) .

$$\text{مخاطر الأساس} = \text{مخاطر السعر} (1 - \rho^2)$$

حيث ρ^2 تمثل معامل التحديد (Cefficient of Determination) يساوي 75% فإن التغطية باستخدام عقد المشتقات المختار سوف تسهم في تجنب 75% من مخاطر السعر ، و يظل الاستثمار عرضة لمخاطر أساس قوامها 25%، أما مصدر مخاطر الأساس فهو ظروف العرض و الطلب في السوق الحاضر ، و التي تؤثر في سعر الأصل في ذلك السوق قد تختلف عن ظروف العرض و الطلب في سوق أداة التغطية المستخدمة ، ومن المؤكد إن المراجعة بين السوقين يمكن أن تجعل السعيرين قريبين من بعضهما البعض ، إلا أنه بسبب عوامل كثيرة من بينها تكلفة المعاملان ، سوف يظل الارتباط بين السعر في السوق الحاضر و السعر في عقد المشتقات أقل من الواحد الصحيح ، و يظل هناك دائما مكان لمخاطر الأساس.

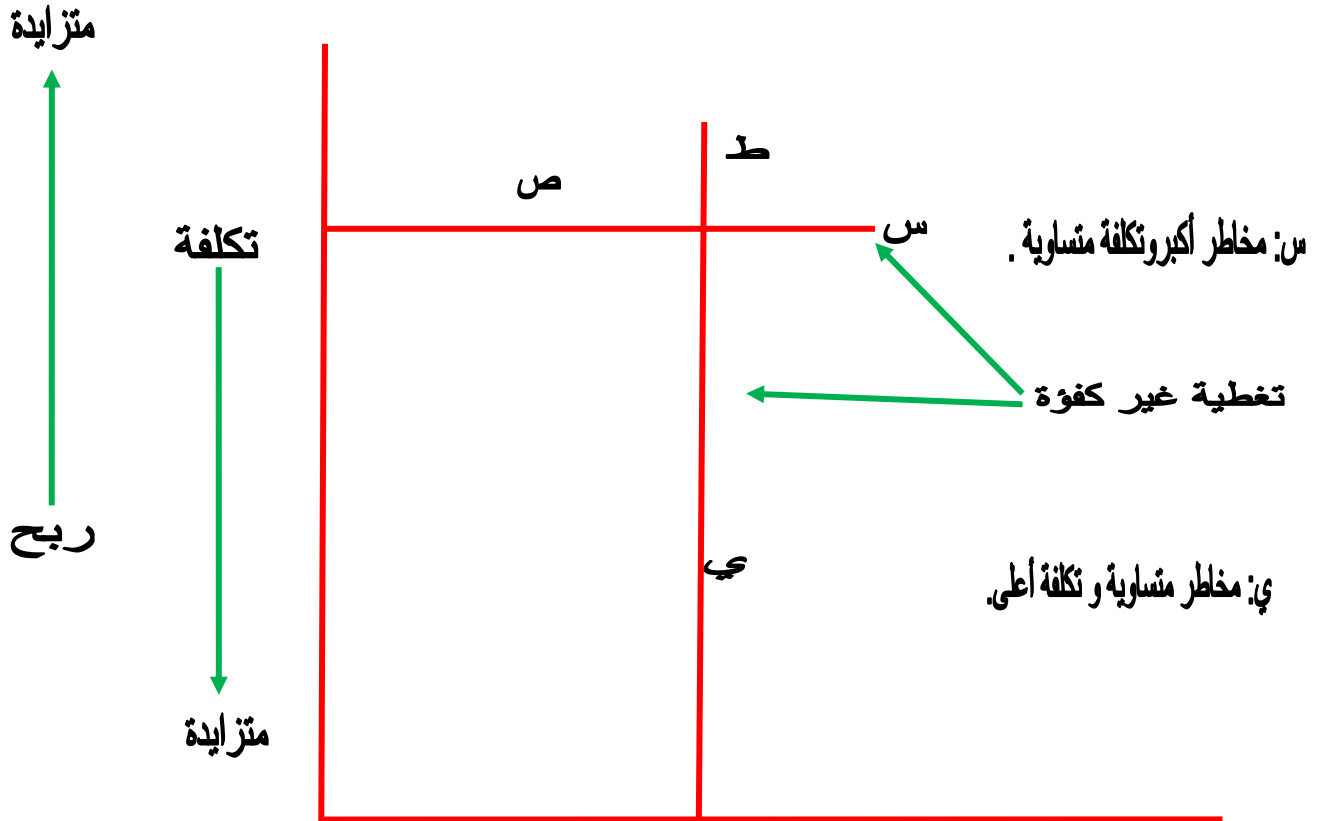
ثالثا: تكلفة التغطية :

تكشف الممارسة في كافة أسواق عقود المشتقات من أن تكلفة التغطية ضئيلة و لكنها غير مجانية على أي حال ، و هناك سببان يجعلان من غير الممكن أن تكون تكلفة التغطية مجانية ، و السبب الأول هو وجود تكلفة للمعاملات التي تشتمل على الهامش الذي يحققه صانع السوق ، إضافة إلى عمولة السمسرة وما شابه ذلك.

أما السبب الثاني فهو أن المخاطر التي يسعى المستثمر إلى التخلص منها لا بد أن تنتقل في ظل التغطية إلى طرف آخر ، و هذا الطرف الآخر عادة ما يمون مضاربا ، يسعى لتحصيل التكاليف التي سيتكبدها المستثمر ، بما في ذلك العائد الذي سيضع عليه نتيجة إغراق جزء من موارده في استيفاء متطلبات الهامش المبدئي المطلوب.

هذا و تمثل تكلفة التغطية و فاعلية التغطية ما يسمى بكفاءة التغطية و التي يمكن تعريفها بأنها الحد الأقصى لحجم المخاطر التي يمكن تخفيضها ، و ذلك في مقابل كل واحدة من وحدات التكلفة و عليه فغن التغطية المثالية هي تلك التي تحقق أقصى منفعة للمستثمر ، و يوضح الشكل التالي الفكرة الأساسية لكفاءة التغطية حيث يبدو أن مركز المستثمر (ص) أفضل من مركز المستثمر(س) ذلك أنه أكثر كفاءة منه رغم تساوي التكلفة ، أما مركز المستثمر (ط) فأعلى كفاءة من مركز المستثمر(ي) فالتكلفة التي يتكبدها اقل، في وقت يحقق فيه المستوى نفسه من الفاعلية ن و هكذا تبدوا المراكز التي أخذها المستثمر ص ، ط هي التي تحقق الكفاءة الأفضل .

الشكل (07): يبين مقارنة بين التغطية الكفوة و غير الكفوة



المصدر : المرجع نفسه ، ص76.

المطلب الثالث: طرق قياس مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

نكتفي هنا بالإشارة إلى خمسة نماذج لقياس المخاطرة ، لأهميتها من جهة و إمكانية تصنيفها من جهة أخرى و هذا ما سنتناوله من خلال هذا المطلب.

أولاً: الانحراف المعياري أو التباين:

يعرف الانحراف بأنه الجذر التربيعي لمجموعة مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي.

أما التباين فهو مربع الانحراف المعياري و يعتبر التباين أحد أفضل المقاييس المخاطرة، حيث كلما زاد التباين في النتائج المتوقعة لمتغيرها دل ذلك على تجانسها أو على تشتتها و يمكن تحديد الخطر المرتبط باستثمار معين من خلال معرفة التغيير في معدلات العائد،

حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات كلما زادت المخاطرة و لكن الغاية هي الانحراف المعياري، و يبقى التباين وسيلة تمكننا من بلوغ هذه الغاية¹.

و يعد الانحراف المعياري أحد مقاييس التشتت، فكلما زاد التشتت زاد الانحراف المعياري هذا الأخير يتم حسابه وفق الصيغة الموالية:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^{i=n} (R_i - E(R))^2}$$

حيث أن:

σ : الانحراف المعياري

P_i : احتمال حدوث العوائد.

R_i : العوائد المحتملة للسهم .

$E(R)$: متوسط القيمة المتوقعة للعوائد.

N : عدد العوائد المحتملة.

أما القيمة المتوقعة للعوائد فتحسب كما يلي:

$$E(R) = \sum_{i=1}^{i=n} P_i \cdot R_i$$

فالسهم الذي له انحراف معياري أكبر يكون مخاطرة أقل جاذبية.

و تجدر الإشارة إلى أن المعادلة السابقة تستخدم في حالة توافر بيانات مستقبلية متوقعة بمعنى أنها غير معروفة بدقة و لكن احتمالات حدوثها معروفة و يمكن تقدير احتمال حدوثها بناء على تجربة المؤسسة في الماضي و التغيرات التي تتوقع حدوثها في المستقبل أو بناء على تنبؤ متخذي القرار.

1-أحمد بوراس، الاستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطر ، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، عدد11، جوان 1999، ص189.

أما في حالة الاعتماد على المعلومات التاريخية ، فإن الانحراف المعياري يحسب وفقا للمعادلة التالية:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\sum_{i=1}^{i=n} \frac{(P_i \cdot \bar{R})^2}{N-1}}$$

حيث أن:

R: المتوسط الحسابي للعوائد التاريخية.

ثانيا: معامل الاختلاف

يعرف معامل الاختلاف بأنه حاصل قسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة للعوائد، أي أنه يشير إلى مخاطرة الوحدة الواحدة من العوائد و التي تؤدي إلى مقارنة ذات معنى¹.
و يحسب معامل الاختلاف وفقا للمعادلة التالية:

$$C.V = \frac{\sigma}{E(R)}$$

أو

$$C.V = \frac{\sigma}{R}$$

حيث :

C.V: معامل الاختلاف.

E(R) و $\bar{R}$: يمثلان متوسط القيمة المتوقعة للعوائد والمتوسط الحسابي للعوائد التاريخية على التوالي:

1-خليل حسن الشماع، الإدارة المالية، مطبعة الخلود، بغداد، الطبعة الرابعة، 1992، ص414.

و يفضل استخدام معامل الاختلاف في قياس المخاطرة في الحالات التي يعطي فيها الانحراف المعياري نتائج مظلمة، أي في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد الاستثمار البديلة.

و يعتبر معامل الاختلاف مقياسا للتباين النسبي، و الاعتماد عليه يساعد في التغلب على مشكلة عدم تساوي المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها ، حيث أنه يوجد قاعدة الانطلاق لإجراء المفاضلة بين مجموع أسهم ذات عوائد مختلفة المتوسطات ، فضلا عن هذا أن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم المخاطرة في الاستثمار الفردي، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة المخاطرة بين مجموعات استثمار ، حيث كل مجموعة تمثل عدد من الاستثمارات و ينظر لها كوحدة واحدة.

وتطبيق هذا المقياس يتم من خلال اختيار أو تفضيل الأسهم ذات معامل اختلاف اقل لأن ذلك يعني أقل خطورة.

ثالثا: شبه التباين¹

هناك العديد من مقاييس المخاطرة التي تطرقت إليها بعض الدراسات، حيث أعتبر "MAKOWTTZ" أن التباين في توزيع العوائد يعد أحد المقاييس الفعالة لذلك، شبه التباين قد واجه العديد من الانتقادات ، و لتفادي ذلك يتم استخدام ما يسمى شبه التباين الذي يركز على اهتمام المستثمر بتقليل التذبذبات في العوائد، و ذلك على اعتبار أن الانحرافات التي تكون أعلى من الوسط الحسابي للعوائد هي من الأمور المفضلة لدى المستثمر، إلا أن الواقع يشير إلى أن الانحرافات التي تكون أقل من الوسط الحسابي للعوائد هي التي تؤخذ في الحسبان في عملية اتخاذ القرارات.

1-أحمد بوراس، رجع سابق الذكر، ص190.

من أفضل المقاييس المستعملة لقياس التذبذبات في العوائد هو شبه التباين الذي يحسب وفق المعادلة التالية:

$$S.V = \sum_{i=1}^{i=K} P_i (R_i - E(R))^2$$

حيث أن :

S.V : شبه التباين.

R_i : قيم العوائد التي تقل عن القيمة المتوقعة.

K : عدد العوائد التي تقل عن القيم المتوقعة.

و القاعدة المطبقة في هذا المقياس هي أنه كلما قل شبه التباين لسهم ما، كلما قلت خطورته أي يتم اختيار الأصل المالي الذي له أقل شبه تباين.

رابعاً: معامل التحديد

يعرف معامل التحديد بأنه مربع معامل الارتباط، حيث أداة للتعرف على القوة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للسهم (عائد السهم) الذي يحدثه تغير في مستوى الأسعار في السوق.

ويحسب معامل التحديد وفق المعادلة التالية:

$$R^2 = \frac{\sum_{i=1}^{i=n} (P_i - E(R))(R_m - E(R_m))}{\sum_{i=1}^{i=n} (R_m - E(R_m))^2}$$

حيث أن:

R^2 : معامل التحديد.

$E(R)$: قيمة العوائد.

$E(R_m)$: معدل عائد السوق.

و يتراوح معامل الارتباط بين $1+$ و $1-$ وعليه فإنه كلما اقتربي قيمة معامل الارتباط بين $1+$ و $1-$ كلما كلن ذلك دليلا على أن الارتباط بين عائد السوق و عائد السهم هو ارتباط قوي كذلك عندما يكون معامل الارتباط موجبا، فإن هذا يعني وجود علاقة طردية بين عائد السوق و عائد السهم.

خامسا: معامل بيتا¹

يتمثل الانحراف المعياري للأصل المالي برقم مطلق ، و بما أن الأرقام المطلقة من الصعب تغييرها لذلك فإنه يتم استخدام بديل للخطر ، و هذا المقياس هو ما يعرف بمعامل بيتا، و معامل بيتا هو مقياس لدرجة تقلب مردود سهم معين في علاقته بمتوسط مردود عينة الأسهم الممثلة في السوق ككل، و مثل هذا السهم يميل مردوده إلى الحركة صعودا و نزولا و بشكل يتوافق مع حركة مردود السوق بشكل عام ، و التي يتم قياسها من خلال بعض المؤشرات.

ويُقاس معامل بيتا التباين بين عائد السهم و عائد السوق مقسوما على تباين عائد السوق، و الذي يحسب وفق الصيغة الموالية:

$$B = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)} = \frac{V_m \cdot \sigma_i \cdot \sigma_m}{\sigma_m^2}$$

1 _مرجع نفسه، ص191.

حيث أن:

B : معامل بيتا.

$Cov(R_i, R_m)$: التباين المزدوج بين عائد السهم " R_i " و عائد السوق " R_m "

$Var(R_m)$: تباين عائد السوق.

و يحسب التباين المزدوج وفق المعادلة الآتية:

$$Cov(R_i, R_m) = V_m \cdot \sigma_i \cdot \sigma_m$$

حيث أن:

R_m : معامل الارتباط بين عائد السوق و عائد السهم.

σ_i : الانحراف المعياري المتوقع لهم " i "

σ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق.

و يعتبر معامل بيتا من أهم المؤشرات المستخدمة للتنبؤ بالمخاطرة السوقية للسهم أو للمحافظة بما أنها تعتبر عن درجة حساسية السهم محل التقييم للمخاطرة السوقية ، إذ تستخدم كمؤشر مفيد سواء في عملية بناء المحفظة أو في عملية إحلال الأموال المكونة لها ، ففي الأحوال التي تظهر لديهم مؤشرات تنبؤ في انعاش محتمل في سوق رأسمال، فإنهم يعتمدون إلا إحلال أصول استثمارية ذات خاطرة مرتفعة نسبيا ، أو ذات معامل بيتا مرتفع محل أصول ذات معامل بيتا منخفض ، و ذلك طبقا لزيادة العائد المتوقع على الاستثمار في الأصول المالية، و العكس يحدث في حالة وجود معلومات تشير إلى انكماش في السوق و توقع هبوط عام في العائد السوقي للأوراق المالية، حيث يحاول المستثمر استبدال المحفظة ذات معامل بيتا المرتفع بأصل آخر ذي معامل بيتا منخفض، و ذلك لتخفيض خسارته إلى الحد الأدنى و يواجه معيار بيتا بالرغم من أهميته بانتقاد مزيف من المختصين

الفصل الثاني المخاطر المالية

الذين يشكون بمصداقيته، و ذلك لضعف الارتباط بين العوائد و المخاطرة بسبب طبيعة العوائد التي لا يمكن تقديرها بدقة.

خلاصة الفصل الثاني

لقد شهدت الاقتصاديات المعاصرة تطور ابتكارات مالية سمحت للمؤسسات المالية بتغطية المخاطر عن طريق استراتيجيات نختلف لكن هذه الاستراتيجيات حدودا أدت إلى عكس النتائج المتوقعة من وجود استراتيجيات التغطية أصلا والمتمثلة في الاستقرار وتقليل المخاطر أو إدارتها، بحيث تكون النتائج هي اضطرابات الأنظمة المالية وعدم فعالية هذه الاستراتيجيات.

كما أن الخطر هو الخسارة الجزئية أو الكلية التي تتعرض لها المنشأ نتيجة أحداث مستقبلية غير مواتية.

بإضافة إلى أن إدارة المخاطر هي نظام مكامل وشامل لتهيئة البيئة المناسبة والأدوات اللازمة لتوقع المخاطر المحتملة ودراستها وتحديدتها وقياسها وتحديد مقدار أثارها المحتملة على أعمال المؤسسة وأصولها وإيراداتها ووضع الخطط المناسبة لما يلزم ويمكن القيام به لتجنب هذه المخاطر أو لكبحها والسيطرة عليها وضبطها لتخفيف من أثارها إن لم يمكن القضاء على مصدرها التغطية هي مركز مؤقت بديل عن مركز سوق بأخذه المستثمر على أصل معين، فهي اتخاذ التدابير وقائية للتصدي للمخاطر غير المحددة.

كما تم تناول طرق قياس مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية حيث تمكن المستثمر من بناء قراراته على أسس سليمة، حيث توجد عدة طرق لقياس المخاطر المتمثلة في الانحراف المعياري أو التباين ، معامل الاختلاف، شبه التباين، معامل التحديد و معامل بيتا، فهذه الطرق ستمكن المستثمر من القياس الكمي للمخاطر والتي على أساسها يتخذ قراراته بالاستثمار أو عدم الاستثمار.

الفصل الثالث

الأسواق المالية ومكانة الأوراق المالية فيها

تمهيد

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

المبحث الثاني: الأوراق المالية وتداولها

المبحث الثالث: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

خلاصة الفصل الثالث

تمهيد:

يعد تحول الاقتصاد الرأسمالي من الاقتصاد المديونية القائم على الوساطة المالية إلى اقتصاد السوق المالية المؤسس على الوساطة المالية حدثا اقتصاديا بارزا في تاريخ المجتمعات الرأسمالية، وإلى وقت قريب كان التمويل من خلال الوساطة المالية هو السائد في أغلب المعاملات المالية، حيث أدت البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة دورا أساسيا في تمويل الأنشطة الاقتصادية مشكلة آنذاك نواة النظام المالي وحجر الزاوية لاقتصاد السوق.

وقد ساهم في دعم هذا النظام - أي الوساطة المالية - التطورات التكنولوجية المتلاحقة التي صاحبت مختلف مناحي الحياة الاقتصادية في شقها المالي، إذ ظل التطور المباشر يؤدي دوره بفعالية في تعبئة المدخرات و تمويل متطلبات التنمية الاقتصادية، غير أنه منذ منتصف السبعينيات و أوائل الثمانينيات من القرن العشرين و تحت ضغط التكاليف المرتفعة للنظام السابق بالنسبة للشركة، و سعي المدخرين وراء التوظيف الأكثر مردودية اتجه تمويل الاقتصاد الرأسمالي نحو تنشيط الأسواق المالية كآلية بداية لتمويل المشاريع، و بذلك قل نصيب البنوك و المؤسسات المالية المتخصصة في التمويل غير المباشر، و ازدادت نسبة التحويل المباشر ، الأمر الذي جعل طابع الأسواق للدول المتقدمة يتحول إلى اقتصاد السوق المالية، و نظرا لأهمية السوق المالية و لأجل فهم أكثر معمقا لهذا المصطلح سيكرس هذا الفصل على ثلاث مباحث من بينها:

- المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.
- المبحث الثاني: الأوراق المالية وتداولها.
- المبحث الثالث: المتعاملون في سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

السوق عادة هو المكان أو المؤسسات التي يلتقي عندها البائعون و المشترون غير أن وحدة المكان ليست شرطا أساسيا لقيام السوق، و على ذلك يختلف مفهوم السوق بالمعنى الاقتصادي عن المعنى التجاري، فكلما سوق بالمعنى التجاري تعني المكان التي تتجمع فيه السلع و يتم فيه نقل الملكية بعد إتمام البيع أو الشراء، أما السوق بالمعنى الاقتصادي فلا يقصد به لمكان معين، وإنما أسلوب إتمام عملية تجارية سواء كانت محلي أو دولي.

ولا يخرج مفهوم السوق المالي عن المعنى الاقتصادي للسوق، وهذا ما سنتناوله من خلال ما سيأتي في المطالب الثلاثة:

- تعريف الأسواق المالية.
- وظائف الأسواق المالية.
- تقسيمات الأسواق المالية.

المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية

تعرف الأسواق المالية **Financial Market** : على أنها أماكن تجتمع فيها طلبات بيع و شراء الأوراق المالية بمختلف أنواعها، و التي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول بين الأطراف المكونة للسوق¹.

و يمكن تعريف السوق المالية من حيث المدخل المؤسسي:

على أنها مجموع المؤسسات المالية و البورصات بمختلف أنواعها التي تتسبب من خلالها الأموال الفائضة من الأفراد و المؤسسات في الأسواق إلى من هم بحاجة إلى هذه الأموال لفترة زمنية معينة¹.

1نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا و البحوث التطبيقية، 1998، ص 27.

تعريف الأسواق المالية:

تمثل أسواق المال مكان التقاء عرض الأموال من خلال المدخرين بالطلب عليها من خلال المستثمرين، ويتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية وترتكز الأسواق المالية على المعاني الآتية:

- 1- أن سوق الأوراق المالية هو السوق التي تتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل مثل: السندات و الأسهم و القروض العقارية.
- 2- يجمع سوق الأوراق المالية المستثمرين لتلك الأوراق و البائعين و ذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها التجمع أو المكان الذي يتم فيه، و لكن يجب توفر قنوات اتصال مؤثرة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأسعار السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة².

وفي الواقع يشتمل تعبير السوق المالية على نوعين من الأسواق المالية هما:

أسواق النقد و أسواق رأسمال، و تختلف أسواق رأسمال أساسا في أجال استحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها، إضافة إلى طبيعة المؤسسات المالية العامة في كل من السوقين:

1- أسواق النقد Money Market:

تعرف أسواق النقد بأنها تلك الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية و قصيرة الأجل من خلال السماسرة و البنوك التجارية، و الجهات الحكومية و ذلك بالنسبة للأدوات المالية التي تصدرها الحكومة و هيئاتها المحلية³.

1- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الإدارة المالية، القاهرة، عالم الكتب، 2003، ص19.

2- عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق الذكر، ص28.

3- منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية، الإسكندرية، منشأة المعارف، 1995، ص6.

و تقاس أوضاع أسواق النقد بمستوى معدلات الفائدة قصيرة الأجل أو ما يسمى بمعدلات سوق النقد و ينطوي تحتها عدد كبير من المعدلات أبرزها معدل إعادة الخصم، معدل الفائدة على الاقتراض ما بين البنوك و معدل الفائدة على شهادات الإيداع¹.

2- أسواق رأسمال Capital Market

و تسمى غالبا سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، و هي سوق يتم فيها التعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم و السندات، و تؤدي هذه السوق دور كبير في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات و المشاريع الاقتصادية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها بطرح الأسهم على غرار شركات المساهمة أو بإصدار سندات دين و نفس الشيء يمكن أن يقال عن الحكومات في حال رغبتها في الحصول على الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي أو لتمويل الشيء يمكن أن يقال عن الحكومات في حال رغبتها في الحصول على الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي أو لتمويل مشاريع جديدة².

و تنقسم سوق رأسمال إلى أسواق العقود الآجلة و الأسواق الحاضرة (الفورية) ويقصد بأسواق العقود الآجلة تلك الأسواق " التي يتم التعامل فيها بأصول مالية (سندات ، أسهم، ومؤشرات...) من خلال عقود، اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق"³، وعادة ما يلجأ إليها المستثمرين للتغطية من مخاطر تغير أسعار الأصول محل التعامل أو بغرض تحقيق الأرباح الرأسمالية كما هو حال المضاربين.

أما الأسواق الفورية أو الحاضرة فيقصد بها الأسواق التي يتعامل فيها بأوراق مالية ذات استحقاقات طويلة الأجل يتم تسليمها فور إتمام الصفقة.

¹Wamis farag Abdel Aal, The Role of The financial Institution in Promoting capital flows and investment , journal of the Gulf and Arabian pemimula studus, Vol ,XXIV ,N1999,P180.

2-محفوظ جبار، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، الجزائر دار هومة، 2002، ص72.

3-منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية، مرجع سابق الذكر، ص6.

المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية

وجدت السوق المالية أساسا لإشباع رغبات و حاجات المتعاملين، ومن ثم فقد أصبحت ضرورة حتمية استلزمته المعاملات الاقتصادية و تعمل السوق المالية وفق مجموعة من الآليات على تحقيق التوازن بين قوى الطلب وقوى العرض فضلا عن إتاحة إمكانية إجراء كافة المعاملات و المبادلات، وتستمد الأسواق المالية أهميتها في الاقتصاديات الحديثة من وظائفها المتعددة الأوجه و التي يمكن إبرازها فيما يلي:

1- تعبئة المدخرات و تمويل الاستثمارات

للأسواق المالية دور مبالغ الأهمية في جذب الفائض من رؤوس الأموال غير الموظفة في الاقتصاد الوطني و تحويلها من مال عاطل إلى رأسمال موظف و فعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار في الأدوات المالية المتنوعة كالأسهم و السندات وفضلا عن ذلك تساهم السوق المالية في تمويل مخطط التنمية الاقتصادية و تسريع معدلات النمو الاقتصادي من خلال تعبئة رؤوس الأموال الضخمة التي تعجز الحكومات و البنوك التجارية على توفيرها لأسباب عديدة منها: مشاكل التضخم الناجمة عن الإصدار النقدي ومحدودية إيرادات بعض الدول، إلى جانب المخاطر التي قد تتعرض لها البنوك لاسيما عند منحها لقروض طويلة الأجل¹.

ويتميز التمويل عن طريق الأسواق المالية(البورصات) بطول آجاله و استمراريته، علاوة على انخفاض تكلفته، إذ أن ميزة السيولة و الرقابة على الأداء و الإفصاح و الأمان في عمليات التداول التي توفرها البورصات الكفوة تشجع المستثمرين على توظيف مدخراتهم مما ينعكس بالإيجاب على تخصيص الموارد المالية وإنعاش إنتاجية الشركات.

¹Ross Lenine. Financial Development and Economic Growth, Workingpaper N1679, Washington, world bank 1996, P22.

2- توفير السيولة

وهي أهم وظيفة تؤديها الأسواق المالية (البورصة) بعد وظيفة تجميع المدخرات، إن توفر البورصة سوق مستمر Continuous Market لتداول الأوراق المالية الأمر الذي يتيح للمستثمرين درجة عالية من السيولة.

و تشجيع ميزة المستثمرين في توظيف مدخراتهم في شراء الأوراق المالية من السوق الأولية أو من السوق الثانوية طالما أنه يمكن تحويلها بسهولة و بسرعة إلى نقدية دون تحمل خسائر معتبرة، لذلك تساهم سيولة البورصة في تدعيم الاستثمارات طويلة الأجل و توسيعها مما ينعكس بالإيجاب على المستوى الاقتصادي و المستوى المعيشي للأفراد¹.

3- تخفيض مخاطر الاستثمار و توفير المعلومات حول أداء الشركات

توفير السوق المالية للمستثمرين فرصا عديدة لتخفيض المخاطر من خلال إمكانية التنويع التي توفرها الأدوات الاستثمارية المتداولة فيها، حيث تمكن السوق المالية من تكوين محافظ استثمارية تضم مالية لقطاعات متعددة و شركات متنوعة، ولا يقتصر تنويع المخاطر على المستوى المحلي فحسب، ففي ظل تكامل و اندماج الأسواق المالية أصبح تنويع المخاطر على المستوى الدولي أمرا ممكنا²، و إلى جانب وظيفة تخفيض المخاطر، تساهم البورصة في توفير المعلومات حول أداء الفاعلين على إدارة الشركات، ومن شأن ذلك ساهم في تسعير العادل للأوراق المالية، إذ تلتزم قوانين السوق المالية الشركات المدرجة بالإفصاح Dischosure عن المعلومات المتعلقة بأدائها وعن الأوراق المالية التي ترغب في إصدارها مما يوفر للمستثمرين المعلومات الدقيقة لاتخاذ قرار الاستثمار.

1 -Levine,Sara SERVAS, Stack Market development, Long run growth,Working paper,N1582,World Book1996,P7'

2-إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، القاهرة، دار النهضة العربية، 2000، ص89.

المطلب الثالث: تقسيمات الأوراق المالية

تصنف الأسواق المالية معايير مختلفة، لكن رغم هذه التصنيفات تبقى الأسواق المالية في الواقع متداخلة ومن الصعب إيجاد فاصل تام بين مختلف هذه الأنواع.

1- السوق الأولية Primary Market

يقصد بالسوق الأولية التي تخلقها مؤسسة متخصصة تعرض فيها للجمهور لأول مرة أوراقا مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية¹، وكما أن السوق التي يتم فيها شراء و بيع أسهم و سندات الشركات المساهمة و السندات الحكومية و غيرها من الأوراق المالية التي تصدر لأول مرة لذلك تدعى هذه السوق سوق الإصدارات الجديدة².

2- السوق الثانوية Secondary Market

هي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها أي بعد توزيعها من طرف بنك الاستثمار³، وهي سوق مكمل للسوق الأولية لأن المتعامل لا يشتري ورقة مالية جديدة إلا إذا تأكد من القدرة على تصريفها عند الحاجة⁴.

فالسوق الثانوية هي مكان التقاء الباعة و المستثمرين للأوراق المالية التي سبق بيعها في السوق الأولية، و يمكن التمييز هنا بين الأسواق المنظمة و الأسواق غير المنظمة:

1-2- السوق المنظمة Organized Market

وهي البورصات التي تخضع للقوانين و القواعد التي تضعها الجهات الرقابية، و تتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، و التي تتحدد أسعارها من خلال قوانين العرض و الطلب و يجري التعامل في مكان مادي محدد، و يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفق

1- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأسمال، منشأة المعاريف، الإسكندرية، 1999، ص ص 83 – 84.

2- Jean Baneau, Jacu ehinc Delegoy, Gestion financiere, 10 edition paris, Dunad, 2001, P22.

3- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأسمال، مرجع سابق الذكر، ص 94.

4- Chistion ottavj, Monnaie et finance ment de l'économie Hachette, Paris, 1995, P238.

شروط تختلف من دولة إلى أخرى ، وعادة ما تتعلق بأرباح المؤسسة، حجم أصولها ، الحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام... إلخ¹.

2-2- السوق غير المنتظمة Unorganized Market

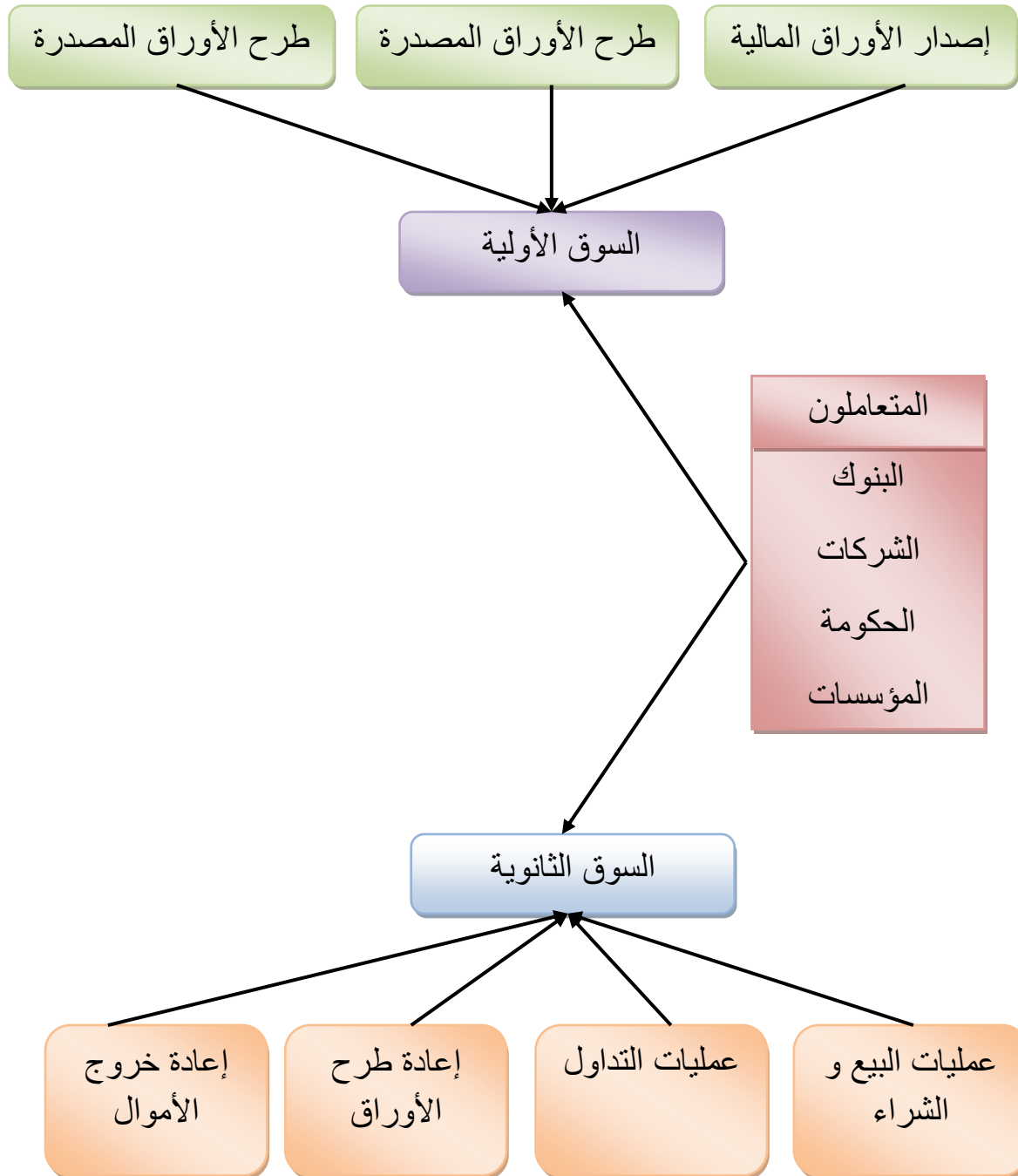
وتتضمن هذه السوق المعاملات التي تجري خارج البورصات، ولذلك تسمى بسوق المعاملات على المنضدة "over the counter" تميزها لها عن المعاملات التي تتم في السوق المنظمة، وعلى عكس السوق المنظمة أو البورصة لا تتوفر هذه السوق على مكان محدد لإجراء المعاملات، فهي شبكة إلكترونية مؤلفة من خطوط التلفون وأطراف الكمبيوتر التي تربط بين السماسرة و التجار و المستثمرين².

1-أحمد سعيد عبداللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص 07.

2-Erice Benhamou , thomas several, on the competition between ECNS, Stock Market and Mark er Makes ,WP Published by Alexandria fcairce Exchange, Egypt, December 1999.P2.

الفصل الثالث الأسواق المالية ومكانة الأوراق المالية فيها

الشكل (08): يبين العلاقة بين المتعاملون في السوق الأولي و السوق الثانوي



المصدر: شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور الإسلام، دمشق، دار الفكر، 2001، ص69.

3- السوق الثالثة The third Market

هي قطاع من السوق غير المنظمة، حيث تتم صفقات بيع و شراء الأوراق المالية خارج البورصة، ويتم التعامل من خلال بيوت السمسرة من علم أعضاء الأسواق المنظمة، وهذه البيوت على استعداد دائم لشراء أو بيع الأوراق المالية بأية كمية، سواء كانت هذه الأوراق مسجلة في تسعيرة البورصة أو غير مسجلة، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل: صناديق المعاشات Pension funds وحسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية Bank tusk Accounts إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي تنشط في السوق المنظمة¹.

4- السوق الرابعة The fourth Market

هو السوق الذي يتم التعامل فيه مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى و الهدف منها ابتعاد شركات التجارة و السمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة و عليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري ، ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصال الكترونية و تسمى Instiret حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل².

1- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأسمال، مرجع سابق الذكر، ص109.

2- عبد الغفار خنفي، الأوراق المالية (أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات) ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، ص 71.

الفصل الثالث الأسواق المالية ومكانة الأوراق المالية فيها

شكل (09): أنواع أسواق المال



المصدر: صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الإسكندرية، الدار الجامعية،

2002، ص23.

المبحث الثاني: الأوراق المالية وتداولها

تشكل الأسهم أحد أصناف الأوراق المالية الهامة في أسواق المالية، باعتبارها أداة مهمة في زيادة رأسمال المؤسسات، أداة لرفع القدرة التمويلية وزيادة استثماراتها.

وتأخذ الأسهم عدة أشكال يهدف كل شكل منها إلى جذب المزيد من رؤوس الأموال وتعبئة المدخرات، ومن ثم تحقيق أهداف التنمية، وسيتم دراسة الأسهم من خلال المطالب المالية:

المطلب الأول: تعريف الأسهم وخصائصها

أولاً: تعريف السهم:

لقد وردت عدة تعاريف بشأن الأسهم، حيث نكتفي بذكر البعض منها وفقاً لما يلي:

حيث عرف السهم بأنه: " صك يثبت لصاحب الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، و تكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم¹.

ويعرف البعض الأسهم بأنها: " عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأسمال إحدى شركات الأموال عموماً، و يمثل السهم حصة الشريك في المؤسسة التي يساهم في رأسمالها، و الذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية².

1- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2000، ص19.

2- مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد و البنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، القاهرة، 1993، ص169.

وهناك من يعرف الأسهم على أنها " ورقة مالية متفاوض عليها، تدل على جزء من رأسمال الشركة، وهي ذات دخل يتغير حسب توزيعات أرباح الشركة، و تعتبر من الأسواق ذات المخاطرة¹ ".

وهناك أيضا من يعرفها: " صكوك ملكية تمثل حصص من رأسمال الشركة يحصل حاملها على جزء من الأرباح المحققة من الشركة، كما يمكن أن تكون محل تفاوض في أسواق الأوراق المالية² ".

ثانيا: خصائص الأسهم

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهم الخصائص ما يلي³:

1- خاصية القابلية للتداول:

توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكانية تتطلب التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية و التي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها خاصية التداول وإن كانت تتوفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة العامة. لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطا خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم، منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا إلى بعد مضي سنتين على التأسيس الشركة نهائيا، أو بعد توزيع نسبة مئوية محددة من أرباحها على المساهمين.

1- F.Teulon،les marches des capitaux , edition seuil,1997,P12

2- D.Martin, precis d'économie, Edition nathan,Paris,1997,p82.

3-محمد مطر و فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2005، ص ص 78 – 79.

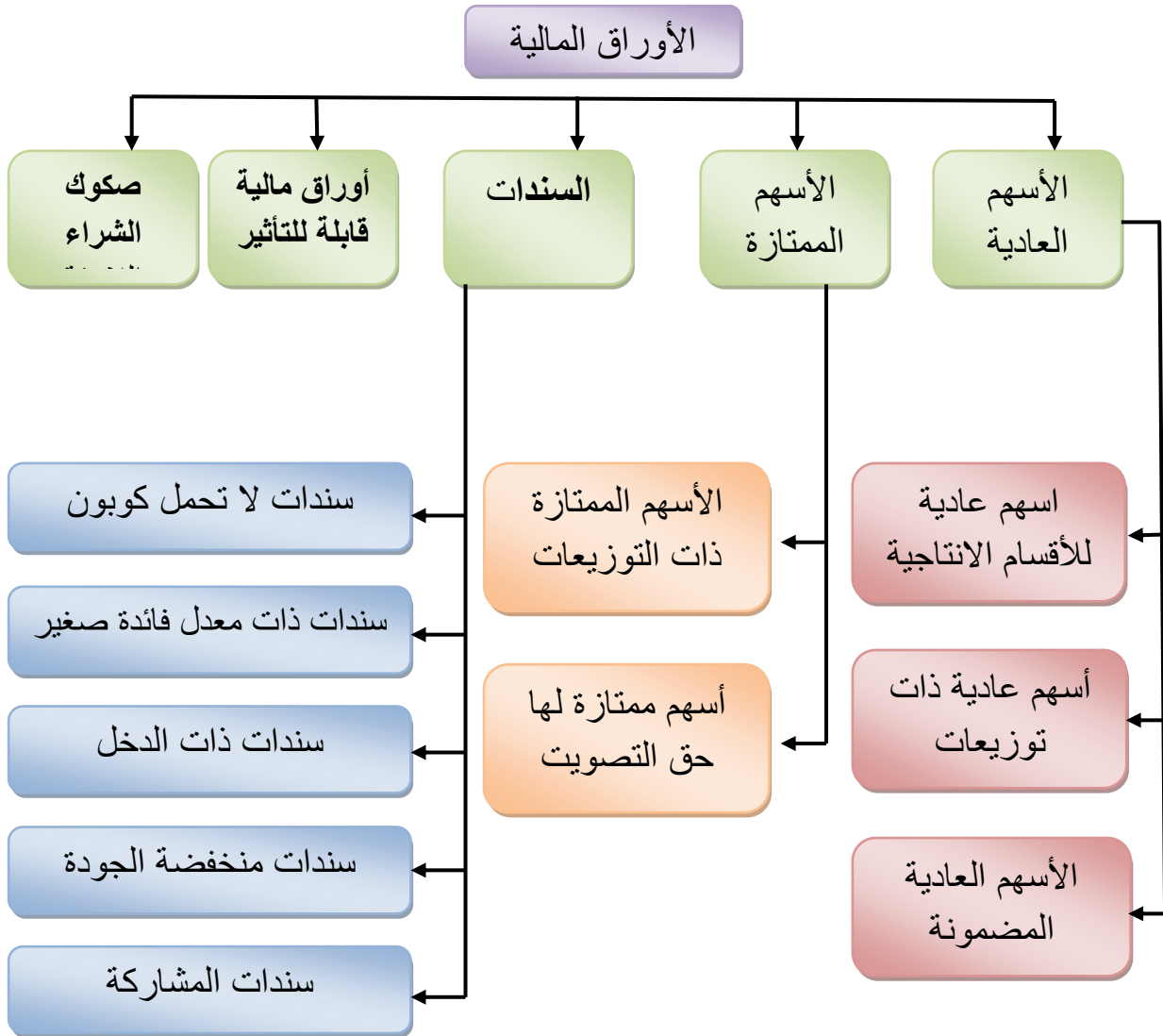
2- خاصية متساوية القيمة

يقصد بذلك أن إصدار الشركة للمساهمة من الأسهم العادية يكون أسهم متساوية القيمة، ولا يجوز لإصدار أسهم عادية عن نفس الشركة يقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط اصدر الأوراق المالية الأخرى، إذ يمكن لشركة معينة أن تصدر مثلاً سندات مختلفة القيمة الاسمية في أن واحد مثل سند قيمة 100 د.ج و أخرى قيمته الاسمية 1000 د.ج... إلخ، بينما لا يمكن ذلك في الأسهم، هذا مع مراعات أنه يمكن للشركة في البلدان التي تسمح قوانينها التجارية بإصدار أسهم ممتازة إصدار هذه الأسهم بقيمة إسمية مختلفة القيمة الاسمية لأسهمها العادية.

3- خاصية المسؤولية المحدودة للمساهم

تتضمن قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، و بهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموماً حيث تكون مسؤولية غير محدودة.

الشكل (10): يبين الأوراق المالية



المصدر: عبدا الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص37.

المطلب الثاني: أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة و على أسس متنوعة¹:

- تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار.
 - تقسيم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم.
 - تقسيم الأسهم من حيث الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحامليها.
- 1- تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار:

1-1 سهم لحامله:

عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في السوق المالية، إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد استلامه، لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.

2-1 السهم الاسمي:

ويصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتا في الشهادة و يسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة ، وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم هنا القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة.

3-1 السهم الاذني:

و يذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن و عليه يتم انتقال الملكية عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة.

2- تقسيم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم

تقسم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم إلى:

1- محمد مطر وفايز تيم، مرجع سابق الذكر، ص ص 79 - 80.

1-2 الأسهم النقدية:

هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها الاسمية نقداً، و يمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في المواعيد التي تحددها الشركة.

2-2 الأسهم العينية:

هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها بحصص عينية كالعقار أو صافي الموجودات مصنع أو متجر أو مخزن.

3-2 الأسهم المجانية:

هي الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأسمال بترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى الرأس المالي الأصلي، و بالتالي إن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رأسمال، و يتم توزيعها مجاناً على المساهمين، حيث أن قيمتها قد سددتها من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي، و يكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية¹.

3- تقسيم الأسهم حسب الحقوق المترتبة عليها النسبة لحاملها

تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

- الأسهم العادية.

- الأسهم الممتازة.

1- السيد عليوه، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الالين، القاهرة، 2006، ص 58.

1- الأهم العادية:

هي الأسهم التي تمنح لحاملها أية ميزة خاصة عن سواء من المساهمين في أرباح الشركة خلال حياتها، أو في أصولها عند تصنيفها، وتصدر الأسهم العادية غالبا على فئة واحدة متساوية الحقوق و الالتزامات، إلا أن ذلك لا يمنع صدورها أحيانا في فئات متعددو بمزايا مختلفة.

و يحصل حملة الأسهم العادية على أنصبتهم من التوزيعات و ذلك في شكل نسبة مئوية من قيمة رأسمال تعلن سنويا من قبل مجلس الإدارة و ذلك في حدود القيود و الشروط المحددة في العقد التأسيسي للشركة و بما يتماشى مع قوانين الشركات المعمول بها في البلد، و يتقاضون الأرباح الموزعة إما نقدا أو في شكل أسهم و ذلك بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقها في الربح، كذلك في حالة إفلاس الشركة أو في حالة تسيير أصولها يتقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم من أصول الشركة باعتبارهم ملاكا فمثلا يكفل لهم حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة و يוכלون هذه المهمة عادة إلى مكتب لتدقيق الحسابات معين من قبل الهيئة العمومية.¹

2- الأسهم الممتازة:

وهي أداة مالية وسيطة بين الأسهم العادية و السندات حيث أنها تشبه السندات في حصولها على عائد يسمى التوزيعات، وتشبه الأسهم العادية من حيث عدم المطالبة القانونية بالتوزيعات إذا لم تحقق أرباح، ولكنها لا تضيع على حامل السهم الممتاز، حيث يحصل عليها في السنوات القادمة نظرا لان الشركة المساهمة لا تستطيع توزيع أرباح على حملة الأسهم العادية إلا بعد حملة الأسهم الممتازة أرباحهم المستحقة.²

1-محمد مطر وفايز تيم، مرجع سابق الذكر، ص80.

2-محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2000، ص08.

المطلب الثالث: تعريف السند وخصائصه

يعتبر السند مصدر تمويل طويل الأجل تلجأ إليه الدولة أو المؤسسات إليه قصد الحصول على احتياجات من خلال الاكتتاب العام عن طريق السوق المالية.

وعلى هذا الأساس تم تقسيم هذا المطلب إلى المحورين التاليين:

- تعريف السند وخصائصه.

- أنواع السند.

أولاً: تعريف السند:

يعرف السند بأنه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة، و تصدر الشركات السندات في شكل شهادات إسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، و تمثل السندات من ذات الإصدار حقوقاً لحاملها في مواجهة الشركة¹.

ويمكن تعريفه أيضاً:

بأنه التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقرض (المصدر للسند) تقديم مدفوعات إلى المقرض (المحتفظ بالسند) والتي هي فائدة، تدفع خلال عدد معين من السنوات وإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية، وعليه فإن الفائدة هي التزام مالي إضافي يتحمله الأشخاص.

كما عرف السند بأنه: "أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز (المقرض) ووحدات الفائض (المقرض) فهو عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة تدعى السند²".

كما يعرف السند: "بأنه الصك الذي يثبت دين الشركة أما المقرض و يكون قابل للتداول¹".

1- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 24.

2- محمد محمود الداغز، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2005، ص 197.

ثانيا: خصائص السند

أهم خصائص السند:

- 1- يمثل سند القرض دين أو التزام على الجهة التي أصدرته، و بالتالي فإن حاملي السندات هم في الحقيقة دائنون من جهة نظر الجهة المصدرة².
- 2- صك مديونية على الجهة التي أصدرته.
- 3- يحصل السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أو لم تريح.
- 4- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
- 5- قابلية السند للتداول، يحق لحامله بيعه للغير.
- 6- تتحدد القيمة التجارية للسند في السوق اعتمادا على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند و سعر الفائدة الجارية في السوق النقدية.
- 7- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، و إنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
- 8- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمة العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.
- 9- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز إزالتها من إجمالي الربح، أي أنها لا تخضع للضريبة³.

1- سمير عبد المجيد رضوان، الأسواق المالية، دار النهار، 1996، ص 364.

2- مروان عطوان ، الأسواق النقدية و المالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد و المال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص66.

3- ضياء مجيد موسوين البورصات: أسواق رأسمال و أدواتها ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص ص 37-38.

المطلب الرابع: أنواع السندات

تقسم السندات إلى أنواع عديدة نذكر منها:¹

1- السندات الحكومية Government Bonds

وهي سندات تصدرها الدولة لمواجهة العجز في ميزانيتها أو بهدف مواجهة التضخم.

2- السندات العادية Ordinary Bonds

هي سندات تصدر بقيمة اسمية محددة و يكتب فيها المقرض بالكامل و يستردها كاملة في تاريخ الاستحقاق و خلال هذه القروض يستحق عليها الفوائد الثابتة المشروطة.

3- السندات الدائمة Perpetual Bonds

السند الدائم هو سند ليس له تاريخ استحقاق محدد و بالتالي لا يوجد تاريخ معين يمكن لحامله الحصول على قيمته الاسمية من الجهة المصدرة له، وإذا كان يمكنه التخلص منه في أي وقت يشاء ، و ذلك بعرضه للبيع في سوق الأوراق المالية.

4- السندات ذات تاريخ الاستحقاق المحدد Rerular Bonds

وهي السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد، و في هذا التاريخ يحق لحامل السند مطالبة الجهة المصدرة له بالقيمة الاسمية للسند.

5- السندات الإسمية Nominal Bonds

هي السندات التي تحمل اسم صاحبها و يستحق وحده الفوائد المستحقة لها، و تنتقل حيازتها من طرف لآخر من خلال عمليات التداول في سوق الأوراق المالية و يتم إثبات اسم المتنازل على السند بمعرفة الجهة المصدرة لتلك السندات.

6- السندات لحامله Bearer Bonds or coupon Bonds

هي السندات التي تكون ملكا لحاملها، وتعد من قبل المنقولات المادية التي ينطبق بشأنها قاعدة حيازة المنقول سند الملكية.

1- عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق الذكر، ص 43 - 48 .

7- سندات علاوة الإصدار Issue premium Bonds

هي سندات يتم إصدارها لأقل من قيمتها الاسمية ن إلا أن الشركة المصدرة لها تلتزم بدفع قيمتها الاسمية كاملة عند الوفاء بقيمة السند، و يطلق على الفرق بين القيمة الاسمية و ما تم تحصيله من صاحب السند علاوة الوفاء هذا بإضافة على ما تستحقه هذه السندات من فوائد ثابتة يتم دفعها جملة واحدة في نهاية مدة القرض و ليس بصفة دورية، و التي غالبا ما تكون نسبتها أدنى منها في السندات العادية.

8- السندات ذات النصيب Lottery Bonds

هي سندات يتم الاكتتاب فيها بقيمتها الاسمية، و تستحق عليها الفوائد المشروطة، إلا أن الفائدة المشروطة عادة ما تكون اقل نسبيا عن مثيلاتها في السوق، و تستخدم الشركات حاصل الفرق بين سعر الفائدة المدفوع و المتاح في تكوين مبلغ في إعطاء جوائز أو مكافآت مالية كبيرة لعدد من السندات يجرى خيارها عن طريق السحب الدوري.

9- السندات المضمونة Mortgage Bonds

هي سندات تتميز بكونها مضمونة بضمان قد يكون شخصا كالسندات المضمونة من أحد البنوك أو الحكومة، أو قد يكون عينا، كالسندات المضمونة برهن رسمي على عقارات وموجودات الشركة.

10- السندات غير المضمونة Debenture Bonds

هذا النوع من السندات يكون غير مضمون بأصل ثابت معين، و لذلك إذا عجزت الشركة المصدرة لهذه السندات عن سداد قيمتها لأصحابها، فإنه يمكنهم حينئذ المطالبة بإفلاس الشركة لاستيفاء حقوقهم.

11- السندات لقابلة للاستدعاء Callable Bonds

هذا النوع من السندات يعطي للجهة المصدرة للسند الحق في سداده قبل تاريخ استحقاقه، و تقوم المنشأة المصدرة بممارسة حق الاستدعاء عندما ينخفض سعر الفائدة في السوق مقارنة بمعدل الكوبون التي تدفعه لحامل السند.

وبصفة عامة يكون معدل الكوبون للسندات التي تحمل شرط الاستدعاء أعلى من معدل الكوبون للسند، مماثل تماما لكنه لا يحمل شرط الاستدعاء، و يعتبر هذا الفرق في معدل الكوبون بمثابة تعويض للمستثمر عن مخاطر الاستدعاء.

12- السندات القابلة للتحويل Convertible Bonds

هذا النوع من السند قد يكون قابل للتحويل إلى أسهم أو إلى سندات، وقد يجمع بين هذا و ذاك فيكون قابل للتحويل إلى أسهم و سندات و قد يكون التحويل اختياري أي برغبة صاحب السند أو قد يكون إجباري عن طريق استدعاء تلك السندات.

13- السندات القابلة للاستبدال Exchangeable Bonds

هذا النوع من السند لا يختلف عن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم إلا في أن السهم محل الاستبدال بالسند هو لشركة أخرى غير الشركة مصدرة السند.

14- سندات لا تحمل معدلات للفائدة Zero coupon Bonds

هي سندات تباع بخصم على قيمتها الاسمية، على أن يسترد حاملها قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب في التخلص منها قبل تاريخ استحقاقها، و يمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية أو سعر البيع مقدار الفائدة التي يحققها حامل السند.

15- سندات المشاركة في الربح Profit sharing Bonds

هي سندات تخول لأصحابها الحق في الحصول على نسبة من الأرباح المحققة للمشروع إذا تجاوز الفائض المحقق حدا معينا فضلا عن الفائدة المشروطة التي تغلبها هذه السندات.

16- سندات الدخل Income Bonds

تخول هذه السندات لحاملها الحصول على فائدة ثابتة، إلا أن هذا الحق يتوقف على تحقيق الشركة المصدرة لهذه السندات ربحا كافيا لتغطية الفائدة، وبناء على ذلك لا يجوز لحامها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.

17- سندات سعر الفائدة المرتبطة بمستوى الأسعار Indes cedrate Bonds

لما كانت القوة الشرائية للنقود ترتبط بمستوى الأسعار ارتباطا عكسيا، فترتفع بانخفاضها و تنخفض بارتفاعها الأمر الذي يؤدي إلى عزوف بعض المستثمرين عن استثمار أموالهم في الأدوات المالية ذات الفوائد الثابتة، و التي تقل نسبتها عن نسبة التضخم الأمر الذي يترتب عليه تدهور القوة الشرائية للأموال المستثمرة وتآكلها، فقد استحدث الفكر المالي نوعية من السندات، يتغير سعر فائدتها على فترات دورية لا تقل على عام ولا تزيد عن عامين و يرتبط سعر فائدتها بالتغير النسبي في مستوى الأسعار.

الجدول(03): يبين أهم الفروقات بين الأسهم و السندات

السند	السهم
1- دين على مؤسسة.	1- جزء من رأسمال.
2- عائد السند ثابت ولا يتأثر بخسائر المؤسسة.	2- ربح السهم يتغير وقد يكون خسارة.
3- ليس لحامل السند الحق في التصويت والإدارة.	3- لحامله حق الرقابة والتصويت والإدارة.
4- يسترد في نهاية مدة القرض.	4- لا يسترد ماله غلا من خلال التصفية أو البيع.
5- فوائد السندات لا تخضع للضريبة.	5- توزيعات الأسهم تخضع للضريبة.
6- حق الأولوية على المساهمين والدائنين الآخرين.	6- حقوق المساهمين تأتي بعد حقوق حملة السندات.
7- تصدرها الشركات والحكومة والمؤسسات المالية.	7- تصدرها فقط شركات مساهمة.

المصدر: من إعداد الطالبة.

المبحث الثالث: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

توجد العديد من الجهات التي تتعامل في الأسواق المالية، أي التي تقوم ببيع و شراء الأوراق المالية متوسطة و طويلة الأجل من أجل الحصول على عائد نتيجة هذا التعامل.

وأهم المتعاملين في الأسواق المالية التي سنتطرق إليها من خلال المطالب التالية:

- فئة المستثمرين.
- فئة المصدرين.
- فئة الوسطاء.

المطلب الأول: فئة المستثمرين

تتضمن فئة المقرضين أو المستثمرين الأفراد أو المؤسسات المالية، ويقصد بالأفراد الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية، كما يقصد بالمؤسسات المالية البنوك وبيوت السمسة و شركات الاستثمار القادرة علا استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بعوائد عالية ومخاطر ضئيلة¹.

حيث أن الغرض من الاستثمار هو كسب عائد في صورة فوائد أو أرباح، وقد يأخذ ها العائد شكل ربح رأسمال ناتج عن إعادة بيع الاستثمار بملغ يزيد عن سعر شرائه الأصلي.

يكون الربح الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه في المستقبل عاملا رئيسيا في القرارات التي يتخذونها للاكتتاب في إصدار ما دون غيره.

1- أحمد عمر شقيق القيشاوي، العوامل المفسرة لمعوقات إدراج أسهم الشركات المسجلة في قطاع غزة، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة و التمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008، ص20.

رغم أن المستثمرين يبيعون إلى العائد المتوقع، تجد أن هناك عوامل أخرى تؤثر على اتخاذ قرارات الاستثمار في إصدار، وهذه العوامل هي:¹

- عوائد مقارنة.
- مخاطر الاستثمار.
- سيولة السوق الثانوية.

ومع ذلك فإنه يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من المستثمرين:

1- المستثمرون الافراد (العائلات)

ويعرفون باسم المدخرين التقليديين و يعدون من أكبر المتعاملين في سوق البورصة نظرا لحجم الهائل الذي يملكونه من السيولة، كما أن تواجد هؤلاء المدخرين الصغار يعطي حركة كبيرة تكون السوق بحاجة ماسة لها، و لكي يكون تدخلهم فعالا يجب إعطائهم نفس الحظوظ مع المستثمرين الكبار.²

وقد عرف تدخل هؤلاء المتعاملين في سوق الأوراق المالية تطورا كبيرا خلال السنوات الماضية، جراء سعي الدولة من خلال التشريعات و التنظيمات إلى زيادة الادخار المالي و التحفيز على استثماره في هذه السوق، بإعطاء المدخرين الصغار نفس حظوظ المدخرين الكبار، وكذا حمايتهم من السرقة و التدليس، بإملاء مجموعة من الشروط على التعامل خاصة في السوق المنظمة - البورصة - ومن بين هذه الشروط ما يلي:³

- تنظيم التعاملات بين فئات السوق ومنع الاحتكار.

1-برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق، مصر، الطبعة الأولى، 2006، ص 63.

2-عبد الله سناجي، سوق الأوراق المالية دورها في تطوير الاستثمار دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية و محاسبة، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2008/2009، ص 33.

3-محمد براق بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1998، ص 134.

- تنظيم مهمة الوساطة و حمايتها من التلاعب و الغش.

- الرقابة على الأسعار ومنع التلاعبات بالمعلومات.

2- المستثمرون المنشآت (التأسييون)

في أغلب الدول تتحكم هيئات الاستثمار المحلية و الأجنبية في أسواق رأسمال، و تختلف هيئات الاستثمار الرئيسية من دولة على أخرى في عدة نواحي تبعا للإطار المالي الوطني، وبصورة عامة تتكون هذه المؤسسات من:¹

- شركات التأمين ومؤسسات التأمين على الحياة.

- شركات الاستثمار.

- البنوك.

- صناديق المعاشات.

- شركات التوظيف برأس مال متغير.

المطلب الثاني: فئة المصدرين

وتتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال، حيث إن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية وفي هذه الحالة، تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأسمال، ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو بيت سمسة أو شركة استثمارية.

أما بالنسبة للأفراد فيمكن الاقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر، حيث تتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقدا مبرما بين المقرض و المقترض و عادة ما يدون

1- برايان كويل، مرجع سابق الذكر، ص52.

في هذا العقد القيمة الاسمية للقرض و المدة الزمنية للقرض و سعر الفائدة و تواريخ دفع أقساط الفائدة و تاريخ سداد القرض¹.

ويتمثل الدور الذي يقوم به مصدر الأوراق المالية في السوق في تجمع رؤوس الأموال بإصدار أوراق مالية، و في الغالب يتشكل هؤلاء من²:

1- الحكومات و الهيئات الحكومية:

قد تعاني الحكومة من عجز في الموازنة، أي قلة دخلها السنوي من الضرائب و الموارد الأخرى عن نفقاتها، حيث أنه يجب توفير المال اللازم لتغطية هذا العجز، ويمكن أن تصدر الحكومة المركزية رأسمال مقترض لتجميع الأموال اللازمة لتمويل عجز الميزانية، و يمكن أيضا أن تقترض الحكومات رأسمال عن طريق إصدار سندات سيادية في أسواق رأسمال دولية.

و يتوقف قدر ومعدل تكرار اقتراض الحكومة بصورة أساسية على حجم عجز الميزانية، و يمكن أن يكون حجم اقتراض القطاع العام كبيرا على حد السيطرة على سوق رأسمال المحلية لأدوات الدين، في هذه الحالة ، ينبغي أن تكون سندات الحكومة أكثر جاذبية للمستثمرين من المصدرين أصحاب الشركات لأنها من المفترض أن تكون أقل مخاطرة ائتمانية من المقترضين أصحاب الشركات، فسندات الكومة الامريكية و البريطانية على سبيل المثال تعد خالية من المخاطر بصورة فعلية.

2- المنظمات الدولية:

المنظمات الدولية هي هيئات دولية تستخدم أسواق رأسمال لتجمع أموال من أجل إعادة استثمارها في الغالب في مشروعات تنموية، وتتضمن هذه المنظمات البنك الدولي وبنك التنمية الآسيوية وبنك الاستثمار الأوربي، ولهذا المنظمات التي تدعمها حكومات متعددة

1- أحمد عمر شقيق القيشاوي، مرجع سابق الذكر، ص 21.

2- برايان كويل، مرجع سابق الذكر، ص 45 - 50.

جدارة ائتمانية مرتفعة، ويمكنها الاقتراض في أسواق رأسمال المحلية لدول مختلفة أو في الأسواق الدولية على حد سواء، وبذلك يعد البنك الدولي واحدا من أكبر المقترضين في أسواق السندات الدولية.

3- الشركات غير المصرفية

تعتمد على الكثير من الشركات غير المصرفية بصورة رئيسية على الأرباح غير الموزعة وقروض البنوك للتمويل طويل الأجل، ومع ذلك فقد تقتحم هذه الشركات أسواق رأسمال لتجميع المزيد من الأموال ما إذا كانت لديها القدرة على القيام بذلك. عندما تنخفض معدلات الفائدة قد تحاول الشركات الكبرى القدرة على إصدار سندات دولية بتجميع رأسمال جديد طويل الأجل في شكل سندات، وبخلاف مدفوعات أرباح الأسهم، تعتبر مدفوعات الفوائد على الدين نفقات متاحة لأغراض الضرائب، وبالتالي يمكن أن يجعل الإعفاء الضريبي عن فوائد الدين تمويل الدين أرخص من تمويل رأسمال.

4- البنوك

تقوم البنوك بتجميع الأموال في أسواق رأسمال المحلية و الدولية مثلها في ذلك مثل الشركات الأخرى، و نظرا لأن البنوك تحتاج إلى كم كبير من الأموال لتدعيم ومواصلة أعمال الاقتراض التي تقوم بها، فهي تعد نسبيا جهات كبرى للإصدار. يأتي كم كبير من أموال البنوك التجارية من إيداعات العملاء، ولكن يجب أن يكون للبنك كم كافي من رأسمال طويل الأجل في صورة اسهم و ديون طويلة الأجل لحماية عملائه من مخاطر تعرض الودائع للخسارة.

تتضاءل قاعدة رؤوس أموال البنوك عندما تتعرض لخسائر و نتيجة لذلك يجب عليها القيام بما يلي:

- تقليل حجم أنشطة الإقراض.
- تقليل المخاطر الائتمانية و التوقف عن إقراض مستثمرين يشكلون مخاطرة.
- تجريد المزيد من رؤوس الأموال في الأسواق بإصدار أسهم أو سندات.

يوفر إصدار سندات ذات معدل فائدة ثابت للبنوك مصدر تمويل ذا سعر فائدة ثابت، و يمكن أن تستغل البنوك هذا المصدر في تقديم مبادلات كوبون بفائدة لشركات أخرى ترغب في المبادلة من تمويل متغير الفائدة إلى تمويل ثابت الفائدة.

المطلب الثالث: فئة الوسطاء

يقوم الوسطاء في السوق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة و الجهة المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، وقد يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بحسب قانون السوق المالية و أنظمتها و تعليماتها¹، كما أنه يقدم النصح لمصدر الأوراق المالية فيما يتعلق بالأدوات المالية الأكثر مناسبة لمتطلباته المالية، فاختيار التوقيت المناسب لطرح الإصدارات له أهمية كبرى، و يجب على الوسطاء الاتصال بالعملاء بصورة منتظمة للتعرف على فرص طرح إصدار جديد يخدم مصالح المصدر و المستثمرين على حد سواء، فدون الاتصال بالعملاء لن يتمكن الوسيط من التعرف على الغرض الموجودة².

وتضم فئة الوسطاء غالبا ثلاثة مجموعات هي:

- السماسرة.
- صانعو السوق.
- متعهدو تغطية الإصدارات الأولية.

1-وليد صافي و أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص112.

2-براين كويل، مرجع سابق الذكر، ص 55.

1- السماسرة:

هم أشخاص ذوي الكفاءة و الخبرة المختصة في شؤون الأوراق المالية من بيع وشراء مقابل حصولهم على العمولة من البائع و المشتري معا¹. ويمارس هؤلاء دور الوسيط بين البائع و المشتري، حيث يتولى الوسيط توفير المشتري لمن يريد بيع الأوراق المالية، و توفير البائع لمن يريد شراء الأوراق المالية مقابل عمولة معينة، وهذا يعني أن السماسر ليس هو إلا منفذ لعمليات البيع و الشراء التي يرغب المتعاملون في السوق المالية القيام بها، ومن ثم فإنهم لا يحتفظون بأوراق مالية لديهم، و بالتالي فإنهم لا يتحملون خسارة أو مخاطرة مرتبطة بتعاملهم كوسيط في السوق المالية، و يحطون على عمولة مقابل تعاملهم و خدماتهم التي يقدمونها للمتعاملين في السوق.

2- صانعو السوق:

يقوم الوسيط بممارسة مهنته و هي بيع و شراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه لجنة إدارة التسويق، و يقوم الوسيط بتنفيذ مهامه داخل السوق الثانوية سواء كان السوق نظاما أو موازيا فيها و يكون عمله إما لصالح العملاء أو لصالح نفسه. و فيما يلي بعض الخدمات الأساسية التي يؤديها صانع السوق للسوق المالية:²

- القيام بتوفير السيولة اللازمة للسوق المالية، وذلك من خلال تقديم مساعدة في عمل آلية السوق المالية من خلال السيطرة على ما يسمى بالعرض و الطلب.
- يقوم بلعب دور كبير في عملية المحافظة على استقرار أسعار و حجم التعامل داخل السوق المالية، و ذلك من خلال دخوله للأسواق كمشتري في حالة الانخفاض الشديد للأسعار و الدخول كبائع في الأسواق المالية في حالة ارتفاع الأسعار.

1 فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص 61.

2 وليد صافي و أنس البكري، مرجع سابق الذكر، ص 36.

3- متعهدو تغطية الإصدارات الأولية:

وتعني أن يقوم الوسيط بدور متعهدي الإصدارات و التغطية سواء كان في صورة اسهم أم في شكل سندات¹.

ويتم تكوين اتحاد من شركات أخرى أو بنوك لتغطية الإصدار بالكامل مما يعني ضمان حصول الشركة المصدرة على قيمة الإصدار دون تحمل مخاطر عدم شراء أو توزيع هذه الأوراق، وتنتقل ملكية هذه الأوراق إلى المتعهدين حتى يتم طرحها للاكتتاب²، و في هذه الحالة يتعهد هذا الوسيط بتسويق جميع إصداراتها مقابل عمولة معينة، ولكن يشترط على هذا الوسيط بهذه الحالة القيام بشراء ما يعجز عن تسويقه و بيعه في هذه الإصدارات سواء كانت أسهم أو سندات³.

1-المرجع نفسه، ص 37.

2-عبد القادر حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 44.

3-وليد صافي و أنس البكري، مرجع سابق الذكر، ص37.

خلاصة الفصل الثالث

تتاول الفصل الثالث الذي جاء بعنوان الأسواق المالية و مكانة الأوراق المالية فيها تعريف السوق، كما تم التطرق إلى وظائف متعددة الأوجه للأسواق المالية.

و عرفنا أن سوق الأوراق المالية تنقسم إلى قسمين هما: السوق الأولية وهي سوق الإصدار أو سوق العروض الجديدة، و السوق الثانوية وهي سوق التداول التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة من قبل.

كما تم التطرق في المبحث الثاني إلى الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بمختلف أنواعها و أشكالها، وهي عبارة عن صكوك مالية تتداول في السوق الحاضرة، وتتطوي الأدوات المتداولة في سوق الأوراق لمالية حسب طبيعتها إلى ثلاث أنواع هي: الأسهم: وهي أوراق مالية تمثل حقوق ملكية.

السندات: وهي أوراق مالية تمثل حقوق الدين.

فيما تناولنا في المبحث الثالث إلى المتعاملون في سوق الأوراق المالية وهم:

فئة المستثمرين: المتمثلة في العائلات، المستثمرين المنشأة.

فئة المصدرين: الحكومات، المنظمات الدولية، البنوك، الشركات غير المصرفية.

فئة الوسطاء: السماسرة، صانعو السوق، متعهدو تغطية الإصدارات الأولية.

الفصل الرابع

دراسة حالة البنك الفرنسي

BNP.PARIBAS

تمهيد

المبحث الأول: التعريف بالبنك الفرنسي

BNP.PARIBAS

المبحث الثاني: طبيعة المخاطر التي يتعرض لها البنك

BNP.PARIBAS

المبحث الثالث: تغطية مخاطر السوق لدى البنك

BNP.PARIBAS

خلاصة الفصل الرابع

تمهيد:

عرفنا من خلال التطرق للجانب النظري أن الأوراق المالية المشتقة أو كما يسمونها المشتقات المالية تستخدم لعدد من الأغراض و تشمل إدارة المخاطر و التحوط ضد المخاطر و المراجعة بين الأسواق وأخيرا المضاربة و تغطية مخاطر السوق وأن مدى فعالية هذه التغطية يقاس بمعامل الارتباط بين سعر الأصل محل العقد المشتق في السوق الحاضر، و سعره في سوق العقود، فكلما اقترب معامل الارتباط من الواحد الصحيح كلما دل ذلك على فعالية التغطية باستعمال هذه الأدوات.

وحتى لا تبقى دراستنا نظيرة سنقوم بإسقاطها على الواقع من خلال دراسة بنك BNP.PARIBAS مبرزين الدور الذي يقوم به البنك بتغطية مخاطر باستعمال المشتقات المالية عن طريق تقارير البنك يتم حساب كلا من معامل ارتباط و معامل التحديد و تقدير معادلة الانحدار.

وكما سبق الإشارة له فإن الدراسة تشمل على بنك BNP.PARIBAS فهو بنك عريق ومجموعة أوروبية دولية، حيث تشتهر في 5 قارات على مستوى 85 دولة ويزاول نشاطات متعددة ب 110000 مساعد، وقد احتل المرتبة الأولى في المنطقة الأوروبية سنة 2006، إذ صنعت الزيادة في منتجاته الصافية بما يعادل 20.4% كما يعتبر من أهم البنوك الفرنسية و الأوروبية في مجال إدارة الأصول و تقديم الخدمات المتعلقة بالأوراق المالية ولقد احتل المرتبة الأولى على مستوى فرنسا فيما يخص الإدارة و تقديم الخدمات المتعلقة بالإيداع و التسوية و المقاصة.

أما على مستوى أوروبا فقد احتل المرتبة الثالثة في مجال إدارة أصول العملاء و المرتبة الأولى في تقديم الخدمات المالية، وفيما يتعلق بأسياذ أمريكا اللاتينية فقد شغل المرتبة السابعة في تقديم الخدمات المالية، وذلك منذ بداية سنة 2006، كما تحصل على تنقيط

(AM2+) من طرف " Fitch Ratings " وأعطيت له سنة 2006 المرتبة 17 ضمن ترتيب كبرى المؤسسات العالمية من حيث رقم الأعمال و الأرباح و الأصول أما فيما يخص قطاع البنوك فقد احتل المرتبة السادسة بعد 3 بنوك أمريكية و بنكين بريطانيين، و رغم هذا البنك الفرنسي يسعى إلى التعامل بالمشتقات المالية و ذلك بغرض تغطية المخاطر التي تهدد نشاطه و لذا تم تناول هذا الفصل ثلاث مباحث كما يلي:

- **المبحث الأول:** التعريف بالبنك الفرنسي BNP. PARIBAS
- **المبحث الثاني:** طبيعة المخاطر التي يتعرض لها البنك BNP. PARIBAS
- **المبحث الثالث:** تغطية مخاطر السوق لدى البنك BNP. PARIBAS

المبحث الأول: التعريف بالبنك الفرنسي BNP.PARTIBAS

المطلب الأول: ماهية البنك BNP.PARIBAS

احتياجات الاقتصاد الفرنسي للتمويل المتزايد أدى به في 04 ماي 1966 إعلان وزير المالية الفرنسي إندماج كل من البنك الوطني للتجارة و الصناعة (BNCI) و المكتب الوطني للخصم لباريس في مؤسسة واحدة تحمل اسم البنك الوطني لباريس LA BONQUE NATIONAL DE PARIS (BNP) هذا الاندماج جعل البنك الوطني لباريس يحمل المرتبة الأولى في فرنسا و الثانية في أوروبا و السابعة على المستوى العالمي من حيث مجموع الميزانية.

1968 بموجب قانون 1966 عمل Jeanrexe على إعادة تنظيم هيكلية للشركة المالية لباريس و هولندا (Bas-Lacomognie financière paris des pays) حيث قسم المشاركون فيها أربع فروع أساسية:

بنك باريس و هولندا BPPB يواصل النشاط المالي و البنكي للبنك القديم .

Omnivrn de participation financière يضم مساهمات البنك الصناعية في فرنسا (OPPI) .

Omnivrn de participation bancaire يشكل قطب المشاركة المالية و البنكية الفرنسية.

PariBas inter national يعمل على مراقبة نشاطات البنك خارج فرنسا.

1995-1981

بموجب قانون 13 فيفري 1982 تم تأميم الشركة المالية لباريس و هولندا و ظهرت باسم paribas في الشركة المالية paribas بنك paribas .

أما الشركة البنكية (CB) التي لم تصل ودائعا إلى مليار فرنك فلم يشملها التأمين.

وفي عام 1987 و بموجب قانون 2 جويلية 1986 تمت خوصصة الشركة المالية لباريس و هولندا.

1993 تمت خوصصة البنك الوطني لباريس في أكتوبر 1993 بموجب قانون 19 جويلية 1993.

1998 صادقت الجمعية العامة للمساهمين للبنك Paribas المنعقدة في 12 ماي 1998 على اندماج الشركة المالية Paribas، والبنك Paribas، و الشركة البنكية (CB) لتكوين المجموعة المسماة Paribas.

2000-1999

بعد عرض مشروع اندماج بين Paribas و الشركة العامة (Société Générale) في 01 فيفري 1999، أصدر البنك الوطني لباريس BNP عرضيين لشراء الشركة العامة و المجموعة Paribas وقد مجلس الأسواق المالية هذا العرض المزدوج وأصدر النتائج النهائية التالية: يمتلك البنك الوطني لباريس (BNP) 37% من رأس و 32% من حقوق التصويت لشركة العامة (Société Générale) و 65% من رأس و 65% حقوق تصويت للمجموعة Paribas.

وفي عام 2000 صادقت الجمعية العامة المختلطة المختلطة المنعقدة في 23 ماي 2000 على إنشاء مجموعة جديدة سميث BNP Paribas كانت منذ نشأتها في الصف الأول الفرنسي و الأوروبي وهو يستمد قوته من الخططين البنكين الكبيرين المكونين له، وقد تطور لصالح مساهمييه، لصالح عملائه و موظفيه، وشكل بنك الغد وأصبح مرجع على المستوى العالمي (WWW.bnpparibas.com)

البنك bnpParibas وماهميه:

تعريف البنك:

التسمية و المقر الاجتماعي:

التسمية: bnpParibas

المقر: 16. Boulevard des Italiens

السجل التجاري رقم: 662 042 449 RCS Paris

من حياة البنك و نشاطه الاجتماعية:

مدة حياة BNPParibas ، 99 سنة إبتداء من 17 سبتمبر 1993 نشاطه الاجتماعي يمتد من 1 جانفي إلى 31 ديسمبر لكل سنة.

الشكل القانوني:

BNPParibas شركة مساهمة متعددة من نوع بنك تخضع للقانون النقدي و المالي المتعلق بمؤسسات القطاع البنكي، كما أن القواعد الخاصة المرتبطة بشكل مؤسسات القطاع البنكي تجعله يسير بواسطة نصوص القانون التجاري المتعلق بالشركات التجارية و لكونه مؤسسة قرض فهو يخضع للقوانين و التشريعات المطبقة على مؤسسات القرض و يخوله ممارسة العمليات التالية:

- منح القروض و الحصول عليها من كل شخصية معنوية أو مادية سواء في الخارج أو في فرنسا.
- تنفيذ عمليات استشارية وكل العمليات المرتبطة بها مع كل شخصية معنوية أو مادية سواء في فرنسا أو خارجها.

• ممارسة عمليات البنوك وكل العمليات المرتبطة بها.

ما يمكنه أيضا ممارسة كل نشاط آخر أو عملية أخرى غير تلك المذكورة أعلاه، كعمليات الترويج و السمسرة..إلخ، وذلك في ظل الشروط المحددة بالقانون البنكي.

بصفة عامة يمكن للبنك BNPParibas القيام لصالحه أو لصالح الغير بممارسة كل العمليات المالية و التجارية، و الصناعية و الزراعية، و العمليات على العقارات و على المنقولات.

المطلب الثاني: ميزانية البنك:

مساهمي البنك : BNP Paribas

رأس المال الاجتماعي: في 31 ديسمبر 2013 ارتفع رأس المال الاجتماعي للبنك إلى 2490325618 مكون من 1245162809 سهم بقيمة اسمية 2أورو لكل سهم بعد ما كان في 31 ديسمبر 2012 يصل إلى 2484523922 أورو مكون من 1242261961 سهم.

الفصل الرابع دراسة حالة البنك الفرنسي BNP PARIBAS

الجدول رقم(04): جدول يبين مساهمي البنك

وقد كان تكوين مساهمي البنك موزعة خلال ثلاث سنوات كما يلي:

Dates	31/12/2011			31/12/2012			31/12/2013		
Actionnaires	Nombre d'actions (en millions)	% du capital	% des DDV	Nombre d'actions (en millions)	% du capital	% des DDV	Nombre d'actions (en millions)	% du capital	% des DDV
SFPI(*)	127,75	10,6 %	10,7 %	127,75	10,3 %	10,3 %	127,75	10,3 %	10,3 %
AXA	65,67	5,4 %	5,5 %	65,74	5,3 %	5,3 %	-	-	-
Gd. Duché de Luxembourg	12,87	1,1 %	1,1 %	12,87	1,0 %	1,0 %	12,87	1,0 %	1,0 %
Salariés	74,60	6,2 %	6,3 %	75,42	6,1 %	6,1 %	67,58	5,4 %	5,5 %
■ dont FCPE Groupe	54,80	4,5 %	4,6 %	56,27	4,5 %	4,5 %	49,73	4,0 %	4,0 %
■ dont détention directe	19,80	1,7 %	1,7 %	19,14	1,6 %	1,6 %	17,85	1,4 %	1,5 %
Mandataires sociaux	0,58	NS	NS	0,60	NS	NS	0,53	NS	NS
Titres détenus par le Groupe(**)	16,48	1,4 %	-	3,93	0,3 %	-	3,25	0,3 %	-
Actionnaires Individuels	75,00	6,2 %	6,3 %	69,00	5,6 %	5,6 %	60,78	4,9 %	4,9 %
Inv. institutionnels	788,71	65,3 %	66,2 %	856,42	68,9 %	69,2 %	945,01	75,9 %	76,1 %
(dont « Investisseurs Socialement Responsables »)	(5,91)	(0,5 %)	(0,5 %)	(5,61)	(0,5 %)	(0,5 %)	(6,01)	(0,5 %)	(0,5 %)
■ Européens	493,63	40,9 %	41,4 %	512,71	41,3 %	41,4 %	573,00	46,0 %	46,1 %
■ Non Europ.	295,08	24,4 %	24,8 %	343,71	27,6 %	27,8 %	372,01	29,9 %	30,0 %
Autres et non identifiés	46,08	3,8 %	3,9 %	30,54	2,5 %	2,5 %	27,39	2,2 %	2,2 %
TOTAL	1 207,74	100 %	100 %	1 242,26	100 %	100 %	1 245,16	100 %	100 %

(*) Société Fédérale de Participations et d'Investissement : société anonyme d'intérêt public agissant pour le compte de l'État belge.

(**) Hors positions de travail des tables de trading.

المصدر: التقرير السنوي 2013 للبنك BNP Paribas، ص16.

سوق الأسهم:

منذ الجمعية العامة المنعقدة في 23 ماي 2000، التي قرر المساهمون خلالها اندماج كل من BNP Paribas وأصبح السهم BNP. BNP Paribas، ولكن رمزه في السوق لم يتغير و بقس (13110) حتى تاريخ 30 جوان 2003 أين أصبح (ISIN (FR0000191104، وقد سجلت أسهم BNP رسميا في بورصة باريس في 18 أكتوبر 1993، أول تاريخ تسجيل في البورصة بعد الخصخصة.

ابتداء من 25 سبتمبر 2000 تم تداول السهم BNP Paribas في لندن

Seaq-international وفي بورصة فرانكفورت (Francforr) ومنذ 13 مارس 2000 في بورصة طوكيو.

للإشارة فإن سهم BNP دخل في تكوين المؤشر Cae 40 منذ 17 نوفمبر 1993 وفي تكوين لمؤشر Evri stoxx في 1 نوفمبر 1993، و في تكوين المؤشر

Dow.jones stoxx منذ 18 سبتمبر 2000، وأخيرا أصبح بسهم BNP Paribas داخل في تكوين عدة مؤشرات هامة منها: Aspi، Evro 20ne، Djsi stoxx،

Dj siworld، Ftse 4 Good، كما دخل في تكوين مؤشر ESI في 2005.

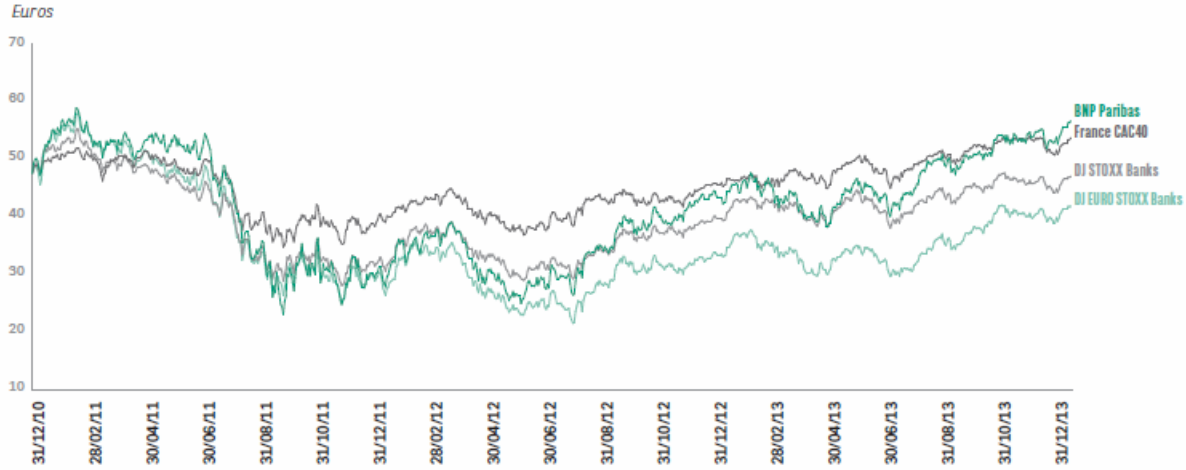
سعر السهم: ص 18 من تقرير السنوي للبنك لسنة 2013.

في 31 ديسمبر سجل سعر السهم BNP Paribas 56.65 أورو بارتفاع قدره 33% بالنسبة ل 31 جانفي 2012 في حين ارتفع مؤشر Cac 40 بنسبة 18% وارتفع مؤشر Evri stoxx ب 29.9%، و المؤشر Djsi stoxx بنك ب 19.0%.

و هو ما يوضحه الشكلين المواليين :

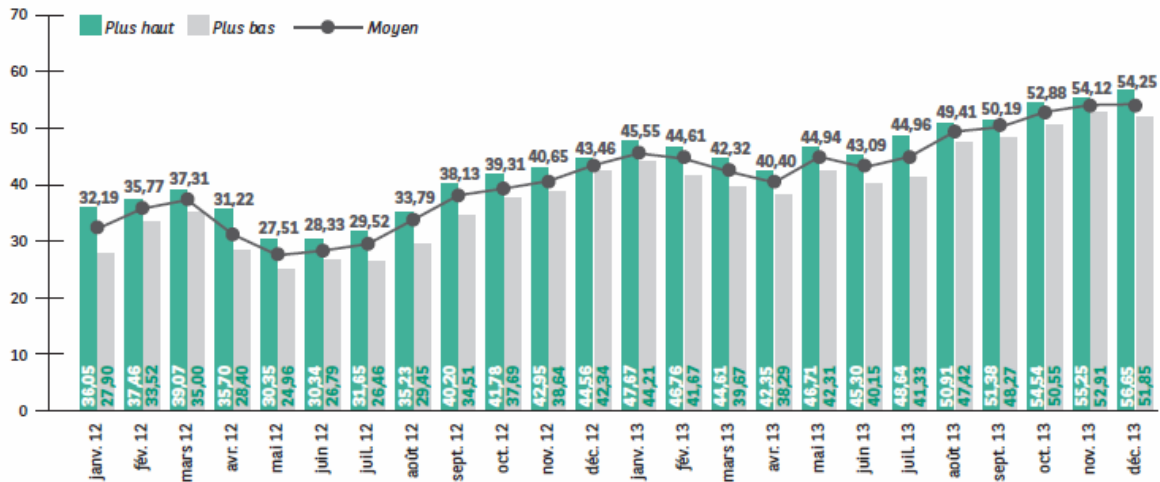
الفصل الرابع دراسة حالة البنك الفرنسي BNP PARIBAS

شكل رقم(11): يبين سعر سهم BNP Paribas مقارنة مع Cac 40 و Djsi stoxx و BANK و Dj stoxx50



المصدر: التقرير السنوي 2013، ص18.

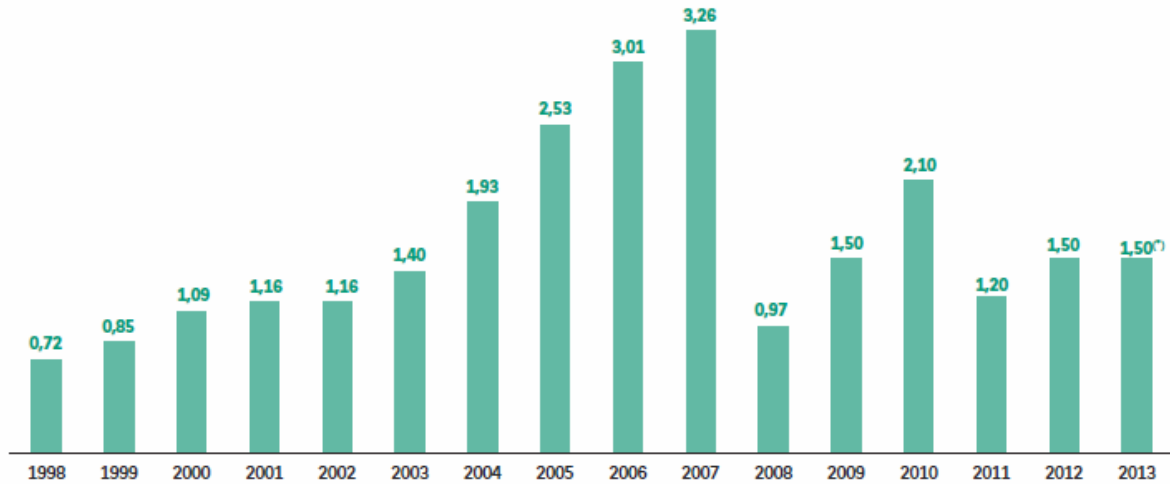
شكل رقم(12): يبين المعدل الشهري لسعر السهم BNP Paribas منذ جانفي 2012



المصدر: التقرير السنوي 2013 لبنك BNP Paribas، ص 19.

الشكل رقم (13): يبين تطور التوزيعات بالأورو بالنسبة للأسهم من 1998 إلى غاية 2013.

المصدر: التقرير السنوي 2013 للبنك، ص25.



المطلب الثالث: نشاط البنك BNP Paribas

يعتبر البنك BNP Paribas رائد أوروبي لخدمات البنكية و المالية، كما يعبر أيضا واحدا من أهم البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية و في آسيا و هو يمتلك شبكة كبيرة تنتشر في أكثر من 85 دولة و يتفرع البنك إلى ثلاث مجموعات كبرى هي :

أ- بنك التمويل و الاستشارة: و تمثل مجموع تمويلات في مجال الطاقة و تمويل المواد الأولية، و تمويل عمليات التصدير، هيئة الخدمات التجارية، التمويل في المجال البحري.
 ب- إدارة الأصول و الخدمات: و يضم النشاطات المرتبطة بجمع إدارة و تقسيم الادخار و الممتلكات وإثراءه و الخدمات ذات قيمة مضافة عالية (AMS) و هي مقسمة على ثلاث نشاطات كبرى:

ب-1- التسيير المؤسسي الخاص - التأمينات BNP Paribas Sassarnte

نشاطات الخدمة المرتبطة بالأوراق المالية للمؤسسات و للمؤسسات المالية العالمية (Services BNP Paribas Sewrities)

ج- بنك التجزئة بفرنسا La Banque de Détail ويقسم إلى:

ج-1- بنك التجزئة بفرنسا BDDF: و يقوم بتمويل المنتجات الأكثر تعقيدا في فرنسا سواء في مجال الإدارة أو الممتلكات.

ج-2- الخدمات المالية و بنك التجزئة في العالم SFDI: يقدم خدمات عديدة منها:

- تمويل المستهلكات و التجهيزات المتخصصة.

- منح قروض عقارية.

- التأجير مع ضمان الخدمات.

المبحث الثاني: طبيعة المخاطر التي يتعرض لها البنك BNP Paribas :

تصنيف المخاطر التي تتعرض لها المجموعة BNP Paribas إلى أقسام هي:

- خطر القرض.
- خطر السوق (السيولة و التمويل).
- الخطر التشغيلي.

المطلب الأول: خطر القرض:

يعرف خطر القرض على أنه خطر الخسائر المالية الناتجة عن عدم قدرة المدين على الوفاء بالتزاماته التعاقدية و يظهر في نشاطات البنك وذلك وفي تعاملاته في السوق مع أطراف قد يصيبها العجز.

خطر القرض لسنة 2013: تميز عام 2013 بتحسن طفيف و ملحوظ في مخاطر القروض في مجموع المناطق الجغرافية التي يتواجد فيها البنك و ذلك من 41151 مليون أوروبا لسنة 2012 إلى 410658 مليون أوروبا في 2013/12/31 ، كما تحسن أيضا نوعية محفظة القروض للبنك و هو ما أدى إلى انخفاض كبير في تكلفة الخطر للبنك و هو ما يوضحه الجدول التالي:

الفصل الرابع دراسة حالة البنك الفرنسي BNP PARIBAS

الجدول رقم (05): يبين محفظة قروض البنك.

En millions d'euros	31 décembre 2013								
	Retail Banking			Corporate & Investment Banking		Investment Solutions	Autres activités	Total	
	Domestic Markets	Personal Finance	International Retail Banking	Conseil et Marchés de Capitaux	Corporate Banking				
Risque de crédit	190 827	44 330	76 130	10 092	73 882	12 020	3 377	410 658	Détail en section 5.4
Titrisation	671	0	176	10 752	363	864	2 803	15 629	Détail en section 5.5
Risque de contrepartie	2 593	15	389	13 238	1	252	20	16 508	Détail en section 5.6
Risque de participations en actions	2 005	163	215	1 057	1 590	21 187	9 048	35 265	Détail en section 5.7
Risque de marché	131	6	272	22 409	1 286	208	6 896	31 208	Détail en section 5.7
Risque opérationnel	12 583	3 894	6 120	16 968	4 468	5 539	792	50 364	Détail en section 5.10
TOTAL	208 810	48 408	83 302	74 516	81 590	40 070	22 936	559 632	Détail en section 5.2

En millions d'euros	31 décembre 2012								
	Retail Banking			Corporate & Investment Banking		Investment Solutions	Autres activités	Total	
	Domestic Markets	Personal Finance	International Retail Banking	Conseil et Marchés de Capitaux	Corporate Banking				
Risque de crédit	196 279	43 647	72 492	8 631	75 855	11 084	3 163	411 151	Détail en section 5.4
Titrisation	1 113	57	212	12 141	126	1 047	4 380	19 076	Détail en section 5.5
Risque de contrepartie	3 878	13	468	15 750	54	346	24	20 533	Détail en section 5.6
Risque de participations en actions	2 306	205	163	469	1 698	2 032	17 504	24 377	Détail en section 5.7
Risque de marché	208	97	298	21 633	1 696	461	1 155	25 548	Détail en section 5.7
Risque opérationnel	13 105	4 829	5 814	16 414	3 692	6 015	1 285	51 154	Détail en section 5.10
TOTAL	216 889	48 848	79 447	75 038	83 121	20 985	27 511	551 839	Détail en section 5.2

المصدر: التقرير السنوي 2013 لبنك BNP Paribas، ص 228.

المطلب الثاني: مخاطر السوق:

أ- تعريف:

تتمثل مخاطر السوق في الخسائر الناتجة عن تقلبات معايير السوق المتمثلة في معدلات الفائدة و معدلات الصرف، أسعار الأدوات المالية (الأسهم - السندات..) أسعار المواد الأولية، درجة تقلبات هذه الأسعار، وهوامش القروض إضافة إلى سيولة الأدوات المالية و يمس خطر السوق: المحفظة التجارية للبنك و كذلك المحفظة الاستثمارية.

1- **خطر معدل الفائدة:** يغطي خطر معدل الفائدة تغيير قيمة الأدوات المالية ذات معدل الفائدة الثابت نتيجة تقلبات معدلات الفائدة في السوق، و كذلك تقلبات قيمة النتائج المستقبلية للأدوات المالية ذات معدل الفائدة المتغير.

2- **خطر سعر الصرف:** يتمثل في خطر تغلب قيمة الأدوات المالية أو النتائج المستقبلية لها بسبب أسعار العملات الأجنبية.

3- **خطر السعر:** يتمثل في خطر تقلبات سعر السوق للأدوات المالية و المواد الأولية بسبب عوامل خاصة بهذه الأدوات أو بحاملها أو بعوامل تمس كل الأدوات المتداولة في السوق.

ب- **قياس مخاطر السوق:** يتم تقدير الخسائر التي من المحتمل أن تظهر نتيجة تطور غير مرغوب في ظروف السوق باستعمال طريقة تسمى القيمة على الخطر La Valeur et Ris que (VAR) أو كما يسميها البنك BNP Paribas،

Grossearning et Ris que (Gear) : وتأخذ هذه الطريقة في الاعتبار عدة متغيرات من شأنها إحداث تغيير في قيمة المحفظة خاصة معدلات الفائدة، أسعار الصرف وهوامش، القروض، أسعار مختلفة الأوراق المالية، أسعار المواد الأولية، و شهدت تقلبات هذه الأسعار و كذلك الارتباط بينها.

الفصل الرابع دراسة حالة البنك الفرنسي BNP PARIBAS

و قد تم إعداد هذه الطريقة بالاعتماد على نموذج داخلي يتوافق مع الطريقة الموصى بها من طرف المراقبين البنكيين الدوليين لتقدير المبالغ المقترضة للخطر و ذلك في ظل المعطيات التالية:

تغير المحفظة لفترة عبارة 10 أيام تداول: هامش ثقة 99% المعنى أنه على أفق 10 أيام الخسائر المحتملة يجب أن تكون أقل في 99% من الحالات من القيمة GEaR الموافقة.

معطيات تاريخية لسنة تداول:

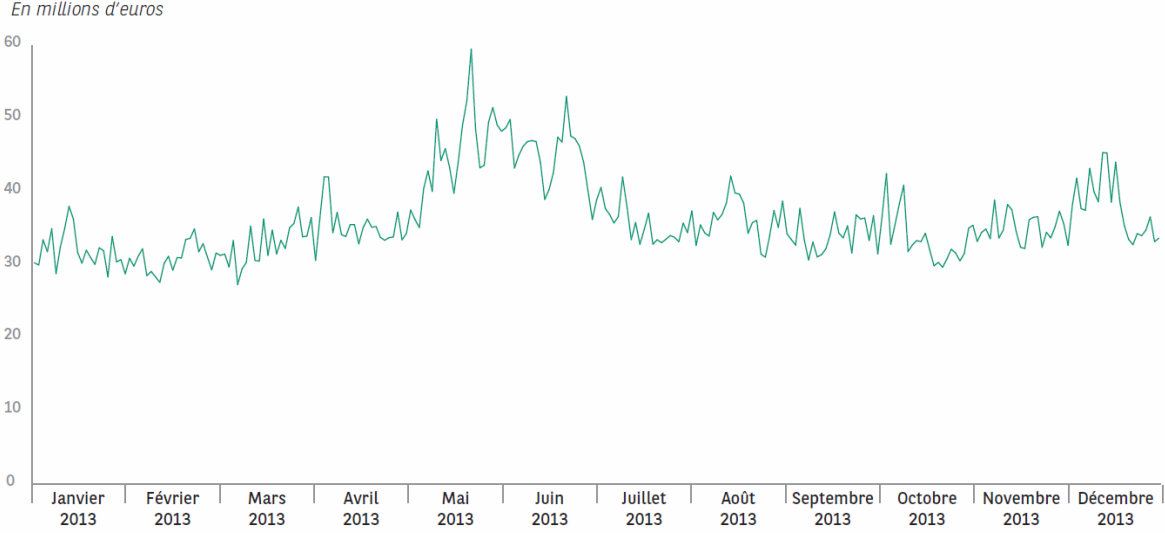
وقد بلغت المخاطر الإجمالية لعام 2013، 42 مليون أورو مقارنة مع مبلغ المخاطر الإجمالية المتوسطة لعام 2012 والتي بلغت 52 مليون أورو وذلك بعد الأخذ بعين الاعتبار أثر المقاصة بين مختلف أنواع المخاطر وهي مفصلة في الجدول التالي:

الجدول رقم: (06): يبين مخاطر السوق

En millions d'euros	Exercice 2013			31 décembre 2013	Exercice 2012	31 décembre 2012
	Minimum	Moyenne	Maximum		Moyenne	
Risque de taux	17	24	49	21	32	24
Risque de crédit	12	16	24	17	23	14
Risque de change	7	14	26	17	14	11
Risque de prix attaché aux actions	11	21	42	19	19	17
Risque de prix attaché aux matières premières	3	4	5	3	5	5
Effet des compensations(*)		(42)		(44)	(52)	(40)
TOTAL DE LA VALEUR EN RISQUE	27	36	60	34	42	30

المصدر: التقرير السنوي 2013 لبنك BNP Paribas، ص 305.

الشكل رقم: (13): يبين معطيات الجدول السابق.



المصدر: التقرير السنوي 2013 لبنك BNP Paribas، ص 305.

هذا النموذج للحساب يتم من ملاءمته باستمرار وذلك بمقارنة الخسائر اليومية إذ أوجدت مع القيمة على المخاطر (Beal 1 يوم).

المطلب الثالث: خطر السيولة و الخطر التشغيلي

خطر السيولة:

كما سبق، أن ذكرنا فإن خطر السوق يشمل أيضا السيولة الناتج عن العمليات على الأدوات المالية، و التي قد تؤدي إلى صعوبات واجهها البنك في جميع الأموال الضرورية للوفاء بالالتزامات المرتبطة بأدواته المالية.

وتم متابعة خطر السيولة هذا في إطار سياسات السيولة الإجمالية للبنك و المصادق عليها من طرف المديرية العامة، و التي تهدف إلى جعل البنك قادرا في كل لحظة على الوفاء

بالتزاماته تجاه عملائه واحترام المعايير المفروضة من طرف المراقبين البنكيين المحليين و تخفيض تكلفة إعادة التمويل إلى أدنى حد ممكن إضافة إلى مواجهة أزمات السيولة المفاجئة.

الخطر التشغيلي:

يمثل الخطر التشغيلي خطر الخسارة الناتجة عن عدم ملائمة أو عجز النظام الداخلي

(العمال، أنظمة الإعلام الآلي) أو عن حدث خارجي قد يكون طبيعيا أو مفتعلا (الحرائق، الزلزال، الفيضانات، أو أيضا الاعتداءات) وعليه يضم الخطر التشغيلي:

- **الخطر الحاسبي، الخطأ الإداري، خطر الإعلام الآلي، الخطر القانوني و الخطر الضريبي، خطر الموارد البشرية.**

- **الخطر الإداري:** الناتج عن مجموع العوامل التي تعرقل العمل الجيد للبنك.

- **خطر الإعلام الآلي:** ناتج عن مجموع العوامل القادرة على إفساد أمن نظام الإعلام الآلي وقد عمل البنك BNP Paribas دائما على تحسين التحكم في هذا الخطر، وذلك يوضح قواعد وإجراءات رقابة و متابعة ممارسته.

- **الخطر القانوني و الخطر الضريبي:** ينتج هذين الخطرين عن مجموع العوامل المعيقة لأهداف الأمن القانوني و الضريبي.

- **خطر المواد البشرية:** ناتج عن عدم الملائمة النوعية أو الكمية للمواد البشرية للبنك.

- **خطر التأمين:** هذا الخطر حسب تطور العوامل الاقتصادية السكنية، تطوير سلوك المؤمنين Les assures الحوادث و الكوارث (الزلزال، حوادث صناعية، حركة إرهابية...).

إن هذا التقسيم للمخاطر يعتبر مهما جدا بالنسبة للبنك BNP Paribas لأن كل نوع من هذه المخاطر يتطلب نظام خاص للقياس و للمتابعة، إلا أنه و بسبب تعقد نشاطات المجموعة و منتجاتها، أصبح الفصل بين مختلف أنواع المخاطر صعب أكثر فأكثر.

و زيادة عن المخاطر السابق ذكرها تتأثر ربحية البنك بعدة عوامل نذكر منها:

- **ظروف السوق أو الظروف الاقتصادية:** إن طبيعة البنك كمؤسسة مالية ذات امتداد عالمي، تجعله حساس جدا لتطورات الأسواق المالية، و للبيئة الاقتصادية في أوروبا، في الولايات المتحدة الأمريكية و في باقي العالم.

إن التفهقر الممكن في ظروف السوق أو في الظروف الاقتصادية يعرض البنك لمخاطر متعددة، على سبيل المثال تراجع الأسواق المالية في أوروبا، أو في الولايات المتحدة الأمريكية، أو خارجها، أو حتى ارتفاع درجة التقلبات في هذه الأسواق، ممكن أن تترجم في انخفاض في نشاطات التمويل، و في حجم الصفقات في أسواق رؤوس الأموال، و بالتوازي انخفاض الطلب على القروض و هو ما يؤدي إلى انخفاض المنتجات الصافية للبنك، و انخفاض ربحيته.

- **المدخيل المحصلة من نشاطات السمسرة تتأثر بانخفاض السوق:** انخفاض السوق يترجم بانخفاض في حجم الصفقات التي ينفذها البنك لصالح عملائه و بالنتيجة بانخفاض في المنتجات البنكية الصافية لهذا النشاط، و بالتالي عمولات التسيير، التي تحسب عموما انطلاقا من قيمة أو أداء المحفظة.

- **انخفاض السوق:** يمكن أن ينخفض السيولة مما يجعل التنازل عن الأصول أكثر صعوبة، هذه الوضعية قد تؤدي إلى خسائر معتبرة، ذلك أن انخفاض سيولة السوق يعرض البنك لخسائر إذا لم يكن في إمكانه تصفية مراكزه التي من المحتمل أن تسبب له خسائر بسرعة.

- كل تغير في معدلات الفائدة قابل للتأثير على المنتجات البنكية الصافية أو على ربحية البنك: الفوائد الصافية المحصلة من طرف البنك خلال فترة معينة تؤثر بصورة ملحوظة على المنتجات الصافية للبنك، و على ربحية هذه الفترة، وكل تغير في أسعار الفائدة في السوق يؤدي إلى تغير في معدلات الفائدة المطبقة من طرف البنك إلى تغير ربحية البنك.

- كل ارتفاع في المخصصات أو كل التزام مخصصه غير كافي قد يؤثر على نتيجة لاستغلال و على الوضعية المالية للبنك: في إطار نشاطات الإقراض، يكون البنك مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها، تسجل محاسبا في حساب النتائج في بند تكلفة الخسائر، مستوى هذا المخصصات يتحدد اعتمادا على عدة عوامل من هاك حجم و نوع القروض الممنوحة، الظروف الاقتصادية، وغيرها، و قد يضطر البنك نتيجة زيادة الأصول ذات الأداء السيء أو لأي سبب آخر إلى زيادة هذه المخصصات و بالتالي التأثير على نتيجة الاستغلال.

- كل خسارة تؤثر على سمعة البنك تخفض قدرته التنافسية.

- كل انقطاع أو عجز في نظام الإعلام الآلي يمكن أن يؤدي إلى خسائر معتبرة: كما هو الحال بالنسبة لأغلبية المنافسين، يعتمد البنك نظام للإعلام الآلي، وكل عطل أو عجز يمس هذا النظام يؤدي إلى أخطاء و انقطاعات في أنظمة التشغيل، وفي المحاسبة العامة، الودائع، الخدمات، القروض،...و لذلك على البنك أن يؤمن حماية هذا النظام، وإذا ما حدث أي عطل أو عجز فيه، و ليه أن يجد الحلول المناسبة و بسرعة.

- أحداث غير متوقعة قد تسبب توقف في نشاط البنك و تسبب خسائر و تكاليف: بعض الأحداث مثل الكوارث الطبيعية، الفيضانات أو أي حادث مفاجئ آخر، من شأنه أن يوقف نشاط البنك و يسبب خسائر نتيجة ذلك، خاصة إذا كانت هذه الحوادث غير مغطاة بوثيقة تأمين.

- البنك يخضع للقوانين المهمة في فرنسا و في الدول الأوروبية الأخرى، و في الولايات المتحدة الأمريكية و في آسيا و في عدد آخر من الدول أين يمارس نشاطه: إن عدم

النصوص المعمول بها في القطاع المالي يعرض البنك لإنذارات من طرف السلطات، كما قد يعرضه لتوقف بعض نشاطاته أو حتى سحب الاعتماد منه.

- كل تغير في الحالات التالية من الممكن أن يؤثر على البنك:

• السياسة النقدية، سياسة أسعار الفائدة، و سياسات أخرى للبنوك المركزية و للسلطات القانونية.

• التطور العام في السياسات الحكومية أو القانونية يؤثر على قرارات المستثمرين خاصة في الأسواق التي يتواجد فيها البنك.

• التطور العام للقوانين الجبائية خاصة قواعد الاحتراس المتعلقة بملائمة الأموال الخاصة.

• تطور البيئة التنافسية و الأسعار.

• كل تطور سلبي في الوضعية السياسية، العسكرية، أو الدبلوماسية يسبب عدم استقرار اجتماعي مما يؤثر في الطلب على المنتجات و الخدمات التي يقدمها البنك.

- بالرغم من سياسات و إجراءات و طرق إدارة المخاطر، قد يتعرض البنك لمخاطر غير معروفة قد تسبب له خسائر معتبرة: استثمار البنك موارد معتبرة لتطوير سياسات وإجراءات إدارة المخاطر، إلا أن الاستراتيجيات و التقنيات المستعملة، لا تسمح بضمان تخفيض كل المخاطر.

بعض المؤشرات والأدوات الكمية التي يستعملها البنك لإدارة المخاطر، تقوم على معطيات تاريخية للسوق فقط، ولذلك قد تقدم استنتاجات خاطئة فيما يتعلق بالتعرض المستقبلي للخطر، وهو ما يخفض من قدرة البنك على إدارة مخاطره.

- قد يواجه البنك صعوبات في سياسته للتوسع الخارجي، تؤثر على نتيجة الاستغلال: يتطلب التوسع الخارجي الذي يعتبر واحدا من مكونات الاستراتيجية العامة للبنك، دراسة معمقة للشركات التي يريد البنك ضمها إليه، إلا أنه من غير الممكن عموما أن تكون هذه الدراسة شاملة وبالتالي قد تظهر للبنك التزامات غير متوقعة مبدئيا.

- شدة المنافسة، و خاصة في فرنسا، السوق الأول للبنك من الممكن أن يؤثر على ربحية البنك: يتعرض البنك لمنافسة سواء في فرنسا أو في أجزاء أخرى من العالم حيث ينتشر، خاصة في أوروبا و في الولايات المتحدة الأمريكية، و من أجل أن يحافظ البنك على مركزه التنافسي فإنه يقترح قاعدة منتجات و خدمات جذابة و ذات مردودية عالية.

المبحث الثالث: تغطية مخاطر السوق لدى البنك

يعمل البنك جاهدا على إدارة المخاطر التي يتعرض لها فإذا كان يفرض إجراءات صارمة في سياسة منح القروض و يستعمل مشتقات القروض و التوريق للإدارة مخاطرها و يضع قواعد للرقابة الداخلية للتحكم في المخاطر القانونية و الضريبية و يعمل على حماية أنظمة الإعلام الآلي و يبرم عقود تأمين على المخاطر المفاجئة التي تمس نشاطه فلا شك أنه يعمل على تغطية مخاطر السوق خاصة وأنها تعتبر أكثر خطورة عليه.

المطلب الأول: أدوات تغطية مخاطر السوق لدى البنك:

عرفنا في المبحث السابق أن مخاطر السوق تتمثل في تلك الخسائر الناتجة عن تقلبات معايير السوق المتمثلة أساسا في أسعار الأسهم، معدلات الفائدة وأسعار الصرف.

وقبل التطرق إلى الأدوات التي يستعملها البنك لتغطية هذه المخاطر، نتعرض أولا للعناصر الأساسية التي تتأثر بتقلبات هذه المعايير:

1- الأصول محل التغطية لدى البنك:

تمثل الأدوات المالية التي تتعرض لمخاطر السوق، والتي يقوم البنك بتغطيتها في السندات الحكومية و السندات و الأوراق المالية الأخرى ذات الدخل المتغير و الديون المتمثلة بأوراق مالية.

تصنف هذه الأدوات المالية في ثلاث مجموعات هي:

أ- محفظة تداول:

و تضم الأوراق المالية التي يكتسبها البنك أو يبيعها بنية إعادة بيعها أو إعادة شرائها في أجل لا يتعدى 06 أشهر، و ذلك قصد الاستفادة من تقلبات الأسعار، وعادة ما تكون الأوراق المالية التي تمنحها هذه المحفظة ليست محل تغطية.

ب- محفظة توظيف:

تضم هذه المحفظة الأوراق المالية التي يكتسبها البنك بنية حيازتها لمدة تفوق الستة أشهر (06 أشهر) و عادة ما تكون محل تغطية من طرف البنك.

ج- محفظة استثمار:

تضم هذه المحفظة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، التي يكتسبها البنك بنية الاحتفاظ بها بصفة دائمة، و تعتبر هذه الأوراق محل تغطية دائمة من طرف البنك.

والى جانب هذه المجموعات الثلاث هناك أيضا:

• أوراق مالية أخرى يحوزها البنك للأجل الطويل، وهي الأسهم المشابهة التي يرغب البنك في امتلاكها بصفة دائمة و ذلك للحصول على ربحية طويلة، و تكون محل تغطية دائمة من طرف البنك.

• الديون المتمثلة في أوراق مالية، و تمثل ديونا للبنك أو عليه بالأورو أو بعملات أخرى.

وقد تزايدت قيم هذه الأدوات خلال السبع سنوات الأخيرة بشكل ملحوظ وهو ما يوضحه

الجدول التالي:

جدول رقم (07): يبين تطورات الأدوات محل التغطية لدى BNP Paribas من 1999 إلى 2005.

(الوحدة مليون أورو)

2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	
133429	128400	106671	83990	81462	59548	61803	السندات الحكومية
68289	66899	55005	41964	56062	31955	57278	السندات والأوراق المالية ذات الدخل المتغير
84264	72254	52506	22616	42497	39020	26682	الأسهم و الأوراق المالية ذات الدخل المتغير
107385	103966	83101	84057	87863	75725	77099	الديون المتمثلة في أوراق مالية
3973639	342157	297283	232627	267884	206548	222862	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقرير السنوي للبنك من 1999 إلى 2005.

2- الأدوات المالية المشتقة من طرف البنك في التغطية:

يستعمل البنك BNP Paribas لتغطية مخاطر السوق، كل أنواع عقود المشتقات تقريبا، و ذلك باعتباره يتواجد في دول تتميز بأسواق مالية كبيرة و نشطة تقدم منتجات متطورة، تنتوع عقود المشتقات هذه، بين عقود مشتقات على الأسهم، على معدلات الفائدة، و على أسعار الصرف كما تصنف العمليات على هذه العقود إلى عمليات مغلقة

Operations Fermes و عمليات اختيارية Operations Conditionnelles ، العمليات المغلقة هي تلك العمليات التي يجب إتمامها (راي تنفيذ العقد)، أما العمليات الاختيارية فيمكن تنفيذها أو عدم تنفيذها.

وقد تزايد استعمال البنك لهذه العقود في السنوات الأخيرة تبعا لتزايد مخاطر السوق وهو ما يوضحه الجدول أدناه.

الفصل الرابع دراسة حالة البنك الفرنسي BNP PARIBAS

جدول رقم (08): يبين تطورات عقود المشتقات المستعملة من طرف البنك من 1999 إلى 2004.

2004	2003	2002	2001	2000	1999	
15499098	14750485	11666012	9029757	6461676	5685772	العمليات المغلقة
7267371	7235673	4409605	2824234	1816045	1528043	العمليات في الأسواق المنظمة
7221563	7185537	4367755	2608180	1413706	1301910	• عقود العمل.
164	20275	25949	47138	383766	210201	• عقود الصرف.
45644	29861	15901	168916	18573	15932	• أصول مالية.
8231727	7514812	7256407	6205523	464631	4157729	عمليات التفاوض.
585151	542637	398281	156262	144392	257168	- اتفاقيات أسعار الفائدة الآجلة.
5978007	5257621	5351787	4755149	3778932	3124066	- مبادلات أسعار الفائدة
597233	570424	514218	512179	497534	542282	- مبادلات العملات.
952198	968437	868034	744333	203799	223598	- مبادلات الصرف.
119138	175693	124087	37600	20994	10615	- عقود اجلة أخرى.
5057295	3606324	2293830	1892205	1830162	1692068	العمليات الاختيارية.
2560750	1934624	832485	554566	376685	692389	العمليات في الأسواق المنظمة.
2399318	1748736	266188	48530	110425	98528	• خيارات المعدل.
1183700	886168	115460	34874	9208	35109	- المشتريات.
1215618	862568	150728	13656	101217	63419	- المبيعة.
-	896	2167	1039	618	24510	• خيارات الصرف
-	787	1104	687	309	11889	- المشتريات
-	109	1063	352	309	12621	- المبيعة
161432	184992	564130	504997	265642	569351	• خيارات أخرى
78341	114688	258686	188720	155323	266261	- المشتريات.
82216	70304	305444	316277	110319	303090	- المبيعة.
2496545	1671700	1461345	1337639	145377	999679	عمليات التفاوض.
574755	408828	500688	611542	533426	431240	• السقوف و القواعد
						Caps and floos
248195	182550	241871	341759	287644	208432	- المشتريات.
326560	226278	258817	269783	245782	222808	- المبيعة.
1921790	1262872	960657	726097	920051	568439	• المبادلة الخارجية Swaptions
						وخيارات (المعدل، الصرف، و أخرى)
908415	584550	426025	350969	483402	266076	- المشتريات.
1013375	678322	534632	375128	436649	302363	- المبيعة
20556393	18356809	1895842	10921962	8291838	7377840	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة، بالاعتماد على التقارير السنوية للبنك من 1999 إلى 2004.

يلاحظ من خلال هذا الجدول:

- التزايد الكبير في استعمال عقود المشتقات لدى البنك في السنوات الأخيرة، حيث ارتفعت من 7377840 مليون أورو عام 1999 إلى 20556393 مليون أورو عام 2004.
- يلاحظ أيضا النوع الكبير في عقود المشتقات المستعملة، بين عقود على الأوراق المالية، عقود على أسعار الفائدة، وأخرى على أسعار الصرف.
- إضافة على أن البنك يتداول عقود مشتقات في أسواق منظمة، وفي أسواق غير منظمة (أسواق التفاوض) وذلك نظرا للميزات التي يقدمها كل سوق، حيث توفر السوق المنظمة الحماية و الأمن من خلال بيوت التسوية، كما توفر أيضا السيولة، حيث يمكن التنازل عن العقد المشتق في أي وقت، أما السوق غير المنظمة، و بالرغم من عيوبها المتمثلة في نقص السيولة و الأمان فيها، إلا أنها توفر ميزة لا توفرها الأسواق المنظمة، تتمثل في كون العقد يبرم على حسب احتياج البنك، حيث يتم الاتفاق على كل بنوده بين الطرفين المتعاقدين فقط دون تدخل أي جهة و فرض شروطها.
- أما بالنسبة لسنة 2005 فلم نتمكن من الحصول على قيم أنواع عقود المشتقات مفصلة، فقط حصلنا عليها مقسمة في أربع مجموعات موضحة في الجدول التالي:

جدول رقم(09): يبين قيم عقود المشتقات لسنة 2005

(الوحد مليون أورو)

940461	أدوات مشتقة على سعر الصرف
17467636	أدوات مشتقة على معدل الفائدة
112418	أدوات مشتقة على الأسهم
1193555	أدوات مشتقة أخرى

المصدر: التقرير السنوي 2005 للبنك BNP Paribas، ص320.

المطلب الثاني: كيفية تحديد فعالية تغطية مخاطر السوق باستعمال عقود المشتقات.

تزداد فعالية التغطية، كلما كان الارتباط قويا بين سعر الأصل محل التغطية في السوق الحاضر، و سعر عقد المشتقات المستخدم في التغطية، و تقاس قوة الارتباط كما هو معروف بما يسمى بمعامل الارتباط، فلو أن معامل الارتباط يساوي الواحد الصحيح، فإن هذا يعني أنه إذا ما استخدمت نسبة التغطية الملائمة، فسوف تتم تغطية السعر بالكامل.

أما إذا كان معامل الارتباط أقل من الواحد الصحيح، فإن التغطية، حتى و لو استخدمت نسبة التغطية الملائمة، لن يترتب عليها التخلص الكامل من المخاطر، حيث سيبقى جزء لن تتم تغطيته يطلق عليه مخاطر الأساس، وهي مخاطر ناتجة عن اختلاف ظروف العرض و الطلب بين السوقيين، السوق الحاضر و سوق العقود المشتقة.

سنحاول من خلال هذا المطلب قياس فاعلية تغطية مخاطر السوق، باستعمال عقود المشتقات لدى البنك BNP Paribas و ذلك بحساب معامل الارتباط بين سعر الأصول التي يقوم البنك بتغطيتها في السوق الحاضر و سعرها في سوق العقود المشتقة، وذلك اعتمادا على معطيات إحصائية منذ سنة 1999 و حتى 2005، وقد تم اختيار سنة 1999 كسنة أساس لسببين: الأول هو ان البنك تم إنشاؤه في صورته الحالية بإدماج كل من BNP و Paribas و الثاني هو ان التقييم بالعملة الأوروبية الموحدة بدا في عام 1999.

وسنعمد سنعمد نموذج الانحدار الخطي البسيط، الذي يقتصر على صياغة العلاقة بين متغيرين فقط، Y متغير تابع و X متغير مستقل.

يكتب النموذج الخطي البسيط كالتالي: $y = a + bx + U$

وعند إجراء التقدير على أساس العينة يكتب $y = a + bx + e$

و على اعتبار أن e_i هي البواقي و هي تعبر عن تقديرات الخطأ العشوائي في العينة المدروسة، أما النموذج المقدر فيكتب: $\hat{y} = a + bx$

1- فرضيات نموذج الانحدار البسيط:¹

على اعتبار أننا سوف نستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معادلة الانحدار يجب توافر الفرضيات التالية:

- المتغير التابع y لا يكون دالة خطية في المتغير المستقل x .
 - عنصر الخطأ U_i متغير عشوائي يخضع للتوزيع الطبيعي.
 - قيم U_i مستقلة عن بعضها البعض.
 - انتظام قيم المتغير X وعدم تغيرها من عينة على أخرى وانه مهما اختلف حجم العينة تكون القيمة $\frac{\sum(x_i - \bar{x})}{n}$ عبارة قسمة نهائية غير مساوية للصفر .
 - ليس هناك أخطاء في البيانات الإحصائية لـ x و y .
- إن عدم تحقق هذه الفرضيات يؤدي إلى حدوث مشكلات خاصة تتعلق بدقة النموذج و إمكانية إجراء الاختبارات الإحصائية.

2- خطوات بناء النموذج:

نتبع لبناء نموذج الانحدار الخطي البسيط الخطوات التالية:

- أ- تحديد الظاهرتين المدروستين، المتغير التابع y و المتغير المستقل x .
 - ب- جمع البيانات الإحصائية حول المتغير x و y .
 - ت- تقدير معاملات معادلة الانحدار، حيث يستعمل عادة أسلوب المربعات الصغرى.
- ومن أجل الحصول على تقديرات لمعاملات معادلة الانحدار المفروضة، نقوم بالتعويض عنها في الصيغة .

¹ شرابي عبد العزيز، تقنيات التنبؤ، مطبوعات جامعية منتوري، قسنطينة، 2001، ص106.

$$\sum e_i^2 = \sum (y - \hat{y})^2$$

نقوم بالاشتقاقات الجزئية على المقدار $\sum e_i^2$ بالنسبة لكل معلمة و تسوية تلك المعادلات التي عددها يكون مساويا لعدد المعلمات بالصفر، و من ثم نحصل على جملة من المعادلات و التي بحلها نحصل على تقديرات لتلك المعاملات.

فبالنسبة لمعادلة الانحدار الخطية البسيطة $\hat{y} = a + bx$ فإن :

$$\sum e_i^2 = \sum (y - \hat{y})^2 = \sum (y - a - bx)^2$$

$$\frac{\partial \sum e_i^2}{\partial a} = -2 \sum (y - a - bx)^2 = 0$$

$$\sum y - na - b \sum x = 0$$

$$\sum y = na + b \sum x \dots \dots \dots (1)$$

$$\frac{\partial \sum e_i^2}{\partial a} = -2 \sum x(y - a - bx)^2 = 0$$

$$\sum xy - a \sum x - b \sum x^2 = 0$$

$$\sum xy = a \sum x + b \sum x^2 \dots \dots \dots (2)$$

إذا المعادلتين هما: ¹

$$\sum y = na + b \sum x$$

$$\sum xy = a \sum x + b \sum x^2$$

1-مرجع نفسه، ص109.

د- حساب معامل الارتباط و معامل التحديد حيث يحسب معامل الارتباط مباشرة باستخدام صيغة بيرسون:

$$r = \frac{n \sum xy - \sum X \cdot \sum Y}{\sqrt{[n \sum X^2 - (\sum x)^2][n \sum Y^2 - (\sum Y)^2]}}$$

أما معامل التحديد فهو r^2 .

هـ- اختبار معنوية معامل الارتباط للتأكد من معنوية الإحصائية، و تستخدم من أجل ذلك عادة الصيغة التالية عند العينات الصغيرة و المتوسطة:

$$T_{cal} = \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}}$$

فاذا كانت $|T_{cal}|$ أكبر من قيمة T الجدولية T_{cab} عند $n-2$ درجات حرية و مستوى دلالة قدره a نقول أن r معنوي ولم يكن نتيجة الصدفة و ذلك باحتمال قدره $100\%-a$

نستنتج هذه الخطوات لحساب معامل الارتباط بين سعر الأصول محل التغطية في السوق الحاضر و سعرها في سوق العقود.

أولاً: تحديد المتغيرين التابع و المستقل.

- المتغير المستقل (x) هو سعر الأصل في السوق الحاضر.

- المتغير التابع (y) هو سعر الأصل في سوق العقود المشتقة.

ثانياً: يقدم الجدول التالي قيم المتغيرين (x) و (y) من 1999 إلى 2005، والمجاميع اللازمة لتقدير معادلة خط الانحدار و المجاميع لحساب معاملي الارتباط و التحديد.

المطلب الثالث: قياس فعالية تغطية مخاطر السوق باستعمال عقود المشتقات لدى البنك.

جدول رقم(10): يبين المجاميع اللازمة لتقدير معادلة الانحدار و المجاميع اللازمة لحساب معاملي الارتباط و التحديد.

السنة	X_T	Y_T	$X_T Y_T$	X_T^2	Y_T^2
1999	222862	7377840	1644240178080	49667471044	5443252306500
2000	206248	8291838	1710175003824	42538237504	68754577418244
2001	267884	10921962	292518868408	717616837456	119289253929444
2002	232627	13959842	3247361664934	54115321129	194877188664964
2003	297283	18356809	54571672449947	88377182089	3369722436662481
2004	371519	20556393	7637090570967	138026367361	422565293170449
2005	393430	20726170	8154297063100	15787164900	42957122868900
المجموع	1991853	100190854	30776225099260	599272581483	1323185395780082

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير للبنك من 1999 إلى 2005.

ثالثا: تقدير معلمات معادلة الانحدار:

لدينا المعادلتين:

$$\sum Y = na + b \sum y$$

$$\sum XY = a \sum x + b \sum x^2$$

$$a = \frac{\sum y \cdot \sum x^2 - \sum xy \cdot \sum x}{n \sum x^2 - \sum x \cdot \sum x}$$

ومنه:

بتطبيق هاتين العلاقتين على معطيات الجدول

السابق نجد أن:

$$a = -5540545.465$$

$$b = 69.771$$

إذا معادلة الارتباط ومعامل التحديد:

بتطبيق العلاقة:

$$r = \frac{n \sum xy - \sum X \cdot \sum Y}{\sqrt{[n \sum X^2 - (\sum x)^2][n \sum Y^2 - (\sum Y)^2]}}$$

نجد: $r=0.90$

هذا يعني أن هناك علاقة قوية نسبيا و طردية بين سعر الأصول في الأسواق الحاضرة و سعرها في سوق عقود المشتقات.

معامل التحديد هو:

$$r^2=(0.90)^2=0.81$$

هذا يعني أن التغطية باستعمال عقود المشتقات المختارة تساهم في تجنب 81% من مخاطر السعر و يظل الاستثمار عرضة لمخاطر أساس قوامها 19% و مصدر مخاطر الأساس هذه هو أن ظروف العرض و الطلب في السوق الحاضرة، و التي تؤثر في سعر ذلك السوق، قد تختلف عن ظروف العرض و الطلب في سوق أداة التغطية المستخدمة.

رابعا: اختبار معنوية معامل الارتباط لتأكد من معنوية الإحصائية:

$$T_{cal} = \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}}$$

$$T_{cal} = \frac{0.90\sqrt{7-2}}{\sqrt{1-(0.90)^2}}$$

$$T_{cal} = 5.12$$

وبالرجوع إلى جدول ستودنت

أن:

نجد

$$T_{5.95\%} = 2.57$$

ولما كان:

$T_{cal} > T_{cab}$ فإن ذلك يعني أن r المحسوب معنوي ولم يكن نتيجة الصدفة باحتمال 95% .

خلاصة الفصل الرابع

من خلال ما تقدم يتبين لنا أن تصنيف المخاطر التي تتعرض لها المجموعة BNP Paribas إلى عدة أقسام هي خطر القرض، خطر السوق، خطر التأمين، الخطر التشغيلي.

يستعمل البنك BNP Paribas أنواع مختلفة من عقود المشتقات في تغطية مخاطر السوق التي يتعرض لها، و المتمثلة أساسا في خطر تقلبات معدلات الفائدة، أسعار الصرف و أسعار الأوراق المالية، وأسعار المواد الأولية.

كما سبق وان ذكرنا فغن خطر السوق يشمل السيولة الناتج عن العمليات على الأدوات المالية و التي قد تؤدي إلى صعوبات يواجهها البنك في جميع الأموال الضرورية الوفاء بالالتزامات المرتبطة بأدواته المالية.

بالإضافة إلى المخاطر التي يتعرض لها البنك BNP Paribas في عملية نشاطاته الاستثمارية الخطر التشغيلي حيث يمثل الخسارة الناتجة عن عدم ملائمة أو عجز النظام الداخلي.

أما فيما يتعلق ببنك BNP Paribas و حسب الدراسة التي أجريناها، يمكن القول بأن البنك يقوم بعملية تغطية المخاطر المالية معتمدا في ذلك على استراتيجية محكمة، حيث يعمل على التركيز على التنوع في الأوراق المالية و كذا التنوع الجغرافي و التنوع في العملاء و دليل ذلك النتائج التي تحصلنا عليها من خلال حساب الخطر عن طريق معامل الارتباط و معامل التحديد هذا يعني أن التغطية باستعمال عقود المشتقات تساهم في تجنب 81% من مخاطر السعر.

A decorative rectangular border with intricate, repeating floral and geometric patterns in black ink, framing the central text.

الخاتمة العامة

في ختام هذا البحث، يمكن القول أن المشتقات المالية أصبحت مصدرا مباشرا و منتظما لإيرادات العديد من المؤسسات المصرفية و المالية، و ذلك من خلال القيام هذه المؤسسات بنشاطات عدة في مجال صناعة الأسواق، أي الدخول في صفقات مع العملاء و غيرهم من المتعاملين في أسواق المشتقات، مع الاحتفاظ دوما بمراكز متوازنة للمحافظة المالية للإفادة من إيرادات الرسوم الناتجة عن عروض مواتية للأسعار، وذلك في مجال مبادلة المخاطرة عن طريق المراجعة تبعا لمحاولة الإفادة المالية من فروقات الأسعار لأدوات مماثلة في أسواق مختلفة.

و المشتقات أدوات تستعمل لتغيير مستوى المخاطرة التي تتعرض لها المنظمات أو قد تحول المخاطرة من شكل لأخر وأحيانا يزيد استعمالها من مستوى المخاطرة، عندما تستعمل في عمليات المضاربة للاستفادة من حركة بعض المتغيرات الاقتصادية.

وقد انتشرت المشتقات بشكل كبير في السنوات الأخيرة، بغرض حماية المستثمرين من المخاطرة التي تحدث في تغيرات أسعار الأدوات المالية، وسميت المشتقات المالية بهذا الاسم لأن قيمتها تشتق من قيمة الورقة المالية الأساسية و هي أوراق مالية تعتمد قيمتها على أوراق مالية أخرى، اي هي عقود أكثر من كونها إصدارا جديدا لأوراق مالية أساسية، و يبرز هذا التعريف جانب الالتزام و التعاقد بين طرفي العقد، و هي عبارة عن عقود مالية بفقرات خارج الميزانية و تتحدد قيمتها بقيمة واحدة، أو أكثر من الموجودات، أو الأدوات، أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها، حيث يكشف العديد من الكتاب الاقتصاديين عن حجم المخاطر التي تسببها المشتقات التي تعتبر واحدة من أعظم عناصر المخاطر المالية الحالية، حيث تسبب في العديد من الأزمات ومن الممكن هنا أن نعيد إلى الأذهان أزمة يوم الاثنين الأسود حيث وجهت اتهامات لأسواق المشتقات بأنها سبب رئيسي للأزمة، إضافة إلى مأساة بنك بارنجر الذي عصفت به رياح المشتقات و كذلك شركة Dell الأمريكية.

1- نتائج الدراسة:

- من خلال مناقشة محتويات البحث بالدراسة و التحليل، تم التوصل إلى النتائج التالية:
- المشتقات هي أدوات مالية مشتقة، بمعنى أنه ليس لها قيمة في ذاتها وإنما تستمد قيمتها في الأصول محل العقد و هذه العقود قد تتضمن أصول حقيقية مثل (المعادن) أصول مالية مثل (الأسهم، السندات) أو أصول وهمية (الطقس).
 - يتم تداول المشتقات في الأسواق المنظمة (البورصات) و كذلك في الأسواق الغير منظمة على المعاملات التي تجري على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء العالم.
 - ابتداء طرف لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية التي يمكن من خلالها عزل أو إدارة المخاطر المعقدة التي تتجمع سوي في الأدوات المالية التقليدية بحث يمكن إدارة كل مخاطر بشكل مستقل و بكفاءة عالية.
 - تقليل التكاليف لكل المصدريين و المستثمرين في الأدوات المشتقة مع رفع عوائد الاستثمار و تنوعها إلى جانب توسيع مجموعة بدائل التحويل و الاستثمار المتاحة لهم و تقليل مخاطر الخسارة.
 - ضعف الرقابة على المصارف و التداولات في الأسواق المالية و أسواق المشتقات المالية أدى إلى تفاقم و حدوث أزمة مالية عالمية.
 - سوق الأوراق المالية هو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل مثل: السندات، الأسهم، و القروض العقارية كما تنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين: السوق الأولية هو السوق التي تصدر فيه الأسواق المالية لأول مرة، و السوق الثانوية التي تتداول فيها الأوراق المالية، و يتيح سيولة لأصحاب الأوراق المالية عند الحاجة.

- أما بالنسبة للجانب التطبيقي للبنك BNP PARIBAS فإنه يستعمل المشتقات المالية لتغطية المخاطر و تدنيتهما التي يتعرض لها نتيجة أحداث غير متوقعة قد تسبب بوقف في نشاط البنك و تسبب خسائر و تكاليف إضافية .

2- الاقتراحات و التوصيات الدراسة:

بناء على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، هناك مجموعة من الاقتراحات التي يأمل الباحث أن تؤخذ بعين الاعتبار، من قبل المسؤولين و صناع القرار، يكون كل بحث علمي هدفه النهائي توفير الحلول المناسبة لمشكلة معينة و توظيف الخطوات الإجرائية التي توضح سبل العلاج و كيفية الحد من السمات و الظواهر السلبية، و تكون الاقتراحات كما يلي:

- من الضروري تفاهم الإدارة العليا إما في التعرض للمخاطرة و كذلك للمخاطرة الضمنية و المتحركة التي تشتمل عليها معاملات المشتقات.
- يترتب على المدققين و المسؤولين عن المراقبة الالتزام بالتشريعات و التعليمات أن يطلعوا بمدى صلاحية النظم و الضوابط بغرض تشخيص نقاط الضعف و اكتشاف اي توافق أو تضارب بين مصالح العاملين في التداول.
- يجب عدم الفصل بين نظم إدارة المخاطر في المواقع البعيدة التابعة للمصرف أو المؤسسة بل من الضروري تكاملها مع النظام الإجمالي لإدارة المخاطرة و كذلك هي نظم إعداد التقارير الدورية عن العمليات.
- مراقبة المسؤول عن تحقيق الإيرادات برامة أو جذابة سواء كان فردا أو مجموعة أم مكتبا متخصصا في المصرف أو مؤسسة فالأرباح البراقة قد تشجع الإدارة على أتاحه مرونة أوسع للتصرف أي تحرير المتداولين في بعض الضوابط أو القيود.
- لابد من تدوين الحدود أو السقوف المسموح بها في مجال التعرض للمخاطرة و ذلك مسبقا.

- لابد أن تكون الحوافز أو المكانات سلاحا ذا حدين أي أن العلاوات و المكافئات التشجيعية و تمنح إذا تحققت الإيرادات الأعلى و لكن لابد من حوافز سلبية أو حتى عقوبات إذا تحققت الخسائر و بخاصة التداول في الأصول المصرفية المملوكة.
- يجب عدم الاعتماد على النظم و الضوابط فقط في مراقبة المراكز المتعاملة بالمشتقات بل لا بد من مقارنة بين السجلات و كشوفات التداول و التفتيش الميداني كذلك من الضروري التنسيق بين الرقابة الإلكترونية أو الدخول الغير مشروع لها فإذا ما حصلت فروقات فإن الأسلوب المفضل هو التدقيق الفوري و عدم تأجيل مهمة إلى الغد ثم إن الفروقات الكبيرة تحتاج إلى توضيحات أو تفسيرات مدونة.
- من المطلوب أن يتيح لك نظام الرقابة على المشتقات دخولا أليا و كذلك على أساس الوقت الحقيقي أو باللحظة مما يجعلك تعيد تقييم المحافظ على أساس السوق.
- لابد من الحذر في المعاملات المعقدة و بخاصة تلك التي تتضمن فروقات كبيرة.
- وأخيرا يجب أن تكون الإدارة العليا على علم بمجموع المبالغ المستثمرة و مدى تعرضها للمخاطرة من لدن المسؤول عن تداول برؤوس الأموال.

3- أفاق الدراسة:

تجدر الإشارة في الأخير إلى أن هذه الدراسة مكنت من وضع تطور عام لواقع المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر الأسواق المالية وذلك من خلال توفير الجهود المبذولة و كغيرها من الأبحاث يحتاج هذا البحث لجهود إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل و نظرا للصعوبات التي تمت مواجهتها أثناء إعداد هذه الدراسة، تتمثل في قلة الدراسات التي تناولة المشتقات المالية، و نقص المراجع المتخصصة مما تطلب جهدا إضافيا في الوقت و في البحث، لذلك هناك جوانب لم نتطرق غليها يمكن أن تكون كموضوع للدراسة و البحث مستقبلا تدور حول:

- دور المشتقات المالية في تأهيل و تطوير سوق الأوراق المالية.

- اثر تنويع الأوراق المالية في رفع كفاءة سوق الاوراق المالية.
- تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية الناشئة.
- دور المشتقات المالية في تنشيط الأسواق المالية.
- تأثير الأسواق المالية في تفعيل النشاط المالي و المصرفي.

و في الأخير يتضح في أذهاننا تساؤل:

إذا كانت المشتقات إحدى أدوات التغطية ضد مخاطر الأسواق المالية لماذا يؤدي التعامل بها في العقود الأخيرة على إفلاس الكثير من المؤسسات المالية الكبيرة، كما تسببت في إلحاق خسائر ضخمة في المؤسسات المالية و الشركات، صناديق الاستثمار، المؤسسات الحكومية؟

هل يعود السبب إلى المبالغة أو عدم معرفة تداول المشتقات أو ليغاب الرقابة على تداول المشتقات المالية كما حدث في الأزمة المالية الحالية؟.

A decorative rectangular border with intricate, repeating geometric and floral patterns in black ink, framing the central text.

فائمة المراجع

قائمة المراجع

❖ أولاً: الكتب

أ - باللغة العربية:

- 1.ال حسن سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر ، دار النشر للجامعات ، مصر ، 2001.
- 2.أبو بكر عيد أحمد ، السيفة وليد إسماعيل ، إدارة الخطر و التأمين ، الأردن ، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع ، 2009.
- 3.أبوانجا إبراهيم ، التأمين في القانون الجزائري ، الجزء الأول ، الطبعة الثالثة ، ديوان المطبوعات الجزائرية ، الجزائر ، 1992.
- 4.أنيتا كمبيون ، تحسين الضبط الداخلي : دليل عملي لمؤسسات التمويل الأصغر ، شبكة التمويل الأصغر ، واشنطن ، دليل تقني رقم 1 ، 2000.
- 5.بدران علي ، الإدارة الحديثة للمخاطرة المصرفية في ظل بازل 2، المحاسب المجاز ، العدد23، الفصل الثالث ، 2005.
- 6.البرواري شعبان محمد إسلام ، بورصة الأوراق المالية من منظور الإسلام، دمشق، دار الفكر، 2001.
- 7.بلعجوز حسين ، بوقرة رابح ، إدارة المخاطر المصرفية بإشارة إلى حالة الجزائر ، جامعة محمد بوضياف ، المسيلة ، الجزائر.
- 8.بن هاشم حمود بن سنجور ، كامل صالح واخرين، الصناعة المصرفية العربية وعالم التمويل الحديث، اتحاد المصارف العربية، 1995.
- 9.جبار محفوظ ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، الجزائر دارهومة، 2002 .

10. حماد طارق عبد العال ، إدارة المخاطر ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2003.
11. حماد طارق عبد العال ، التحليل الفني و التحليل الأساسي للأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2006.
12. حماد طارق عبد العال ، المشتقات المالية، المفاهيم - ادارة المخاطر - المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
13. حماد طارق عبد العال ، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة الإسكندرية، 2000.
14. الحناوي صالح ، العبد جلال إبراهيم ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2002.
15. حنفي عبد القادر ، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
16. حنفي عبدا الغفار و قرياقص رسمية ، الأسواق و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
17. الخطيب سمير ، قياس إدارة المخاطرة بالبنوك ، منهج علمي و تطبيق علمي ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، 2005 .
18. حنفي عبد الغفار ، الأوراق المالية(أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات) ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003.
19. الداغز محمد محمود ، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2005 .
20. دباس هاشم فوزي ، الهندية المالية و أدواتها ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان الأردن ، 2008.
21. الدسوقي إيهاب ، اقتصاديات كفاءة البورصة، القاهرة، دار النهضة العربية، 2000.

22. الربيعي حاكم و اليازوري و آخرون ، المشتقات المالية ، دار اليازوري العلمية ، ط 1 ، عمان ، الأردن ، 2011.
23. رزق عادل ، عالم الإدارة الاستراتيجية للاستثمار، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2006.
24. رمضان زياد ، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي ، دار وائل ، عمان ، الأردن ، 1998.
25. السويلم سامي بن إبراهيم ، التحوط في التمويل الإسلامي ، بنك التنمية الإسلامية ، معهد الإسلامي للبحوث و التدريب ، جدة ، نشر مكتبة الملك فهد الوطنية ، الطبعة الأولى، 2008.
26. السيسي صلاح الدين حسن ، بورصات الإدارة المالية، القاهرة، عالم الكتب، 2003.
27. شكري ماهر كنج و عوض مروان ، المالية الدولية العملات الأجنبية و المشتقات، المالية، معهد الدراسات المصرفية ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2004.
28. الشماع خليل حسن ، الإدارة المالية، مطبعة الخلود، بغداد، الطبعة الرابعة، 1992.
29. الشوارة فيصل محمود ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
30. شيحة مصطفى رشدي و عوض الله زينب حسن ، الاقتصاد و البنوك و بورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، القاهرة، 1993.
31. صافي وليد و البكري أنس ، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
32. صبح محمود ، الابتكارات المالية، القاهرة، مصر ، ط 1 ، 1998.
33. العبادي هاشم فوزي دباس ، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات المالية ، الوراق للنشر ، 2008.

34. عبد الحميد رضوان سمير ، "المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدوتها"، دار النشر للجامعات ، مصر ، الطبعة الأولى ، 2005.
35. عبد العزيز شرابي ، تقنيات التنبؤ، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة 2001.
36. عبداللطيف أحمد سعيد ، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
37. عطوان مروان ، الأسواق النقدية و المالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد و المال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
38. عطية أحمد صالح ، مشاكل المراجعات في أسواق المال، دار الجامعة، 2003.
39. عليوة السيد ، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الألين، القاهرة، 2006.
40. قندوز عبد الكريم أحمد ، المشتقات المالية ، دار الوراق ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2014.
41. الكراسته ابراهيم ، أطر أساسية و معاصرة في الرقابة على البنوك و إدارة المخاطر ، معهد السياسات الاقتصادية (صندوق النقد العربي) ، أبو ظبي ، الامارات العربية المتحدة، مارس 2006.
42. كويل برايان ، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق، مصر، الطبعة الأولى، 2006.
43. محمد محمد محمود عبد ربه ، طريقك إلى البورصة، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2000.
44. مطر محمد ، أدوات الاستثمار، الإطار النظري والأدوات العلمية، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 1999.

45. مطر محمد و تيم فايز ، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2005.

46. موسوين ضياء مجيد ،البورصات: أسواق رأسمال و أدواتها ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية،2003.

47. الهانسي مختار محمود ، إبراهيم عبد النبي حمودة ، مبادئ الخطر و التأمين ، الإسكندرية ، الدار الجامعية ، 2001.

48. هندي منير إبراهيم ، اساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، منشآت المعارف ، الإسكندرية ، 1999.

49. هندي منير إبراهيم ، الأوراق المالية و أسواق رأسمال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

50. هندي منير إبراهيم ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر ، منشآت المعارف، الإسكندرية،2003.

51. هندي منير إبراهيم ،الأوراق المالية، الإسكندرية، منشأة المعارف، 1995.

52. الهيتي نوزاد ، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا و البحوث التطبيقية، 1998.

53. هيكل عبد العزيز فهمي ، مقدمة في التأمين ، دار النهضة العربية ، بيروت ، 1996.

ب- باللغة الأجنبية:

1. Yuh-Dauhlyuu. Financial Engineering comûtatation. Principales Mathematics and. Algonithms United ingdom . combridgeuniversity press.2004.

2. Bernard Barthelemy .Gestion des risques .Méthode d'optimisation Globale . Edition d'organisation .2000.

3. Chistionottavj, Monnaie et finance ment de l'économie Hachette,Paris,1995.

4. D.Martin,precis d'économie, Edition nathan,Paris,1997.

5. Erice Benhamou, thomas several, on the competition between ECNS, Stock Market and Market Makers ,WP Published by Alexandria fairce Exchange, Egypt, December 1999.
6. Erik Banks and Richard Dunn. Practical risk management .an executive guide to avoidongSuprises and losses .johnwiley sons ltd. England.2003.
7. F.Teulon، les marches des capitaux ,edition seuil,1997.
8. Jeam Baneau, Jacuehinc Delegoy, Gestion financiere, 10 edition paris, Dunad, 2001
9. Levine, Sara SERVAS, Stack Market development, Long run growth, Working paper, N1582, World Book 1996.
10. Paxalviemcel. Lagouvernance de l entieprifamilile.group eyrolles.paris.2003.
11. Reta R. Gallati . Risk Managemeent and capital Adequacy .united states of America .the MC Gran – Hill companies .2003.
12. -Reuters Financial Glossary ,Publisher by PEARSON Education ,Reuters ltd ,second edition, 2003.
13. Zuhayr mikdashi .la modilisationn des marches bancaire et financieres defis etpromesses.editioneconomica . paris .1990.

❖ ثانيا:المجلات :

1. أحمد بوراس ، الاستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطر ، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، عدد 11، جوان 1999.
2. بالعزوز بن علي ، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية ، مجلة الباحث ، عدد 07 ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر ، 2009 -2010.
3. بلعزوز بن علي ، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث ، جامعة الشلف، العدد السابع، 2009/2010.

4. محمد صلاح عطية أحمد ، أنشطة التحوط : دليل على بطئ الاستجابة المحاسبية لمتغيرات الواقع الاقتصادي ، مجلة البحوث التجارية كلية التجارة ، جامعة الزقازيق ، المجلد السابع عشر العدد الثاني ، جويلية 1995.

5. Wamis farag Abdel Aal, The Role of The financial Institution in Promoting capital flows and investment , journal of the Gulf and Arabian pemimulastudus, Vol, XXIV , N1999.

❖ ثالثا: الملتقيات والدوريات :

1. بن إبراهيم السويلم ساسي ، التحوط في التمويل الإسلامي ، ورقة مناسبات ، رقم 10 ، المعهد الإسلامي للبحوث التدريب ، البنك الإسلامي للتنمية ، جدة ، المملكة العربية السعودية ، 2007.

2. تشاركهام جوناثان ، ترجمة مركز المشروعات الدولية الخاصة (CIPE) ، إرشادات لأعضاء مجالس إدارة البنوك ، المنتدى العالمي لحوكمة الشركات ، 2005.

3. سلبي ماجدة أحمد ، الرقابة المصرفية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية و معايير لجنة بازل ، مؤتمر تشريعات عمليات البنوك بين النظرية و التطبيق ، جامعة اليرموك ، الأردن ، 20-24 ديسمبر 2002.

4. طارق الله خان ، أحمد جيب ، إدارة المخاطر : تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية ، ورقة مناسبات رقم 5 ، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب ، البنك الإسلامي للتنمية ، جدة ، المملكة العربية السعودية ، 2003.

5. مجلس الخدمات المالية الإسلامية " المبادئ الارشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية) التي تقتصر على تقديم الخدمات المالية الإسلامية " ، ديسمبر 2005.

6. وفا محمد عبد الباسط ، أساليب تلاقي المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي ، بحث مقدم في المؤتمر العلمي السنوي الأول لكلية التجارة ، جامعة الزقازيق / 26-27 أبريل 1997.

7. RossLenine.FinancialDevelopmentandEconomicGrowth, Working paper N1679,,washington, world bank1996.

❖ رابعاً:المقالات :

1. Sheloghheffer man «Modern banking in theory and practice » new york , 1998.

❖ خامساً:الأطروحات و الرسائل :

1. براق محمد ، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر ، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر ، 1998.

2. سناجي عبد الله ، سوق الأوراق المالية دورها في تطوير الاستثمار دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية و محاسبة، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2009/2008.

3. القيشاوي أحمد عمر شقيق ، العوامل المفسرة لمعوقات إدراج أسهم الشركات المسجلة في قطاع غزة، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة و التمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008.

❖ سادساً:التقارير :

1. التقرير السنوي لعام 2008 ،هيئة سوق رأسمال الفلسطينية .
2. التقارير السنوية للبنك BNP Paribas من 1998 إلى 2013.

❖ سابعاً:الأنترنت :

WWW.bnpParibas.com

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

المخلص :

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة الدور الذي تقوم به المشتقات المالية في تغطية مخاطر الأسواق المالية بفعالية، وذلك من خلال تحقيق أدنى المخاطر وأعلى العوائد في الأسواق المالية ، فهي وسيلة لإدارة المخاطر من ناحية كونها تتيح للمستثمر فرص تحديد مخاطر السوق ذات الصلة بالعقود المالية، وإدارة كل المخاطر على حدى ومن ثم إتاحة الفرصة لتخفيض درجة المخاطر عموماً، وذلك من خلال التحوط أو التغطية للحماية من أثار التقلبات السعرية، والتي تنشأ عادة إما عن تقلبات أسعار الصرف أو تقلبات أسعار الفائدة أو تقلبات أصول المحافظ الاستثمارية سواء كانت هذه الأصول سلع أو أوراق مالية .

الكلمات المفتاحية :

التغطية - المشتقات المالية - الأسواق المالية - المخاطر - التحوط .

Summary:

This study aimed to investigate the role played by financial derivatives to cover the risk of financial markets effectively, through achieving lower risks and higher returns in the financial markets, They are a means of risk management in terms of being give the investor opportunities to identify market risks related financial contracts, and manage all the risks separately and then the opportunity to reduce the degree of risk in general, and through the hedge or coverage for the protection of the effects of price fluctuations, which usually arise either from fluctuations fluctuations in exchange rates or interest rates or fluctuations in portfolio assets, whether these assets are goods or securities.

Key words:

Coverage - financial derivatives - financial markets - risk - hedge.