

## تداول المشتقات المالية في أسواق المالية الناشئة

د. عيساوي سهام، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله  
أ. حوجو فطوم، جامعة محمد خيضر بسكرة

**الملخص:** نجحت الأسواق المالية الناشئة إلى حد بعيد في عملية تعبئة المدخرات واجتذاب المستثمرين الدوليين، وهي أسواق برزت خلال العشرينين الماضيتين كأحد الأقطاب المهمة في الاقتصاد العالمي والمؤثرة على هيكل تدفقات رؤوس الأموال دولياً. والمشتقات المالية تعتبر من أهم الأدوات المالية لتجنب مخاطر السوق المختلفة، لذلك سنحاول في هذه الورقة البحثية التطرق إلى تداول الأدوات المالية المشتقة في الأسواق الناشئة.  
**الكلمات مفتاحية:** المشتقات المالية، الأسواق المالية الناشئة.

**Abstract:** Emerging financial markets succeeded in mobilizing savings and attract international investors process, it is emerged during the past couple of decades to a task poles in the global economy and it influencing the structure of capital flows internationally.

Financial derivatives is one of the most important financial instruments to avoid the various market risks, so we will try in this article to address the derivative financial instruments traded in emerging markets.

**Keywords:** Financial derivatives, Emerging financial market.

### مقدمة

لا تعتبر المشتقات المالية مفيدة فقط للدول المتقدمة ولكنها أيضاً لها أهمية كبيرة في الدول النامية، فهي تمكن الحكومات التي كانت في السابق تعاني من مشاكل إصدار الديون يمكن أن تقتصر أكثر بثمن بخس، كما تسمح للمستثمرين الأجانب والمحليين على استعداداً أكثر لتوفير رأس المال للشركات في البلدان النامية. وهذا الإنفاق على البنية التحتية تمكن من الزيادة في مستويات المعيشة. كما أن المشتقات المالية القائمة على السلع لها دور كبير في استقرار الأسعار بالنسبة للمزارعين في جميع أنحاء العالم لذلك فهي أكثر فعالية بكثير ووسيلة لتحقيق التنمية أكثر من الرقابة الحكومية على الأسعار. لذلك تقدم المؤسسة التمويل الدولية لإدارة المخاطر أدوات وخدمات للدول النامية لإدارة مخاطرها باستخدام العقود المشتقة، وذلك عن طريق إتاحة الفرصة للمتعاملين مع مؤسسة التمويل الدولية للوصول إلى أسواق المشتقات الدولية من أجل التحوط ضد التعرض لمخاطر تقلب أسعار العملات أو الفائدة أو السلع.

حتى أواخر 1980، كان تنظيم تداول المشتقات يقتصر على البلدان المتقدمة، ولكن في أواخر 1980 وأوائل 1990 شهدت المشتقات اهتماماً متزايداً في الأسواق المالية الناشئة. نظراً لمستوى عالٍ من المخاطر الاقتصادية والمالية التي يواجهها المشاركون في السوق والمستثمرين في البلدان الناشئة، فيتوقع مساهمة أسواق المشتقات في التنمية الاقتصادية للبلد من خلال التحكم في هذه المخاطر. ولكن من ناحية أخرى، فتطوير أسواق العقود الآجلة تتطلب مستوى معين من التنمية في بلد معين. ولذلك

فمن الأهمية بمكان، لاستحداث سوق المشتقات تكمن في تطوير البنية التحتية المالية للبلد. ومن هذا المنطلق نطرح الإشكالية التالية:

### كيف يتم تداول المشتقات المالية في الأسواق المالية الناشئة؟

وللإجابة على هذا التساؤل يمكننا تقسيم هذه الورقة البحثية إلى المحاور التالية:  
المحور الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية الناشئة والمشتقات المالية  
المحور الثاني: تطور حجم المشتقات في الأسواق الناشئة ومتطلبات تطويره  
المحور الثالث: تجارب بعض دول الأسواق الناشئة في تداول المشتقات المالية

### المحور الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق الناشئة والمشتقات المالية

#### أولاً: الأسواق المالية الناشئة

يشمل مصطلح " ناشئة " عدة مفاهيم، فيمكن أن يعني سوقاً قد دخلت عملية نمو و تطور بشكل يجعلها مهم وجاذبة بالنسبة للمستثمرين ، ويمكن أن يقصد به سوقاً بدأت في التطور حيث يكبر حجمها ويزداد تطورها على عكس بعض الأسواق الضعيفة، و التي لم تدخل بعد مرحلة الانطلاق. ومن الواضح أن أغلبية الأسواق المصنفة حالياً كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها حيث في بداية القرن العشرين ، كانت السوق الأمريكية تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر البريطاني ، بينما السوق اليابانية عدت ناشئة في الستينيات والسبعينيات وتتمثل الأسواق الناشئة حالياً في أسواق الدول الآسيوية التي تنمو بمعدلات سريعة ، وبعض بلدان أمريكا الجنوبية<sup>1</sup>.

ويوجد حالياً عدة تعريفات للأسواق المالية الناشئة، لعل أهمها تعريف مؤسسة التمويل الدولية ، حيث تعرفها على أنها سوق أسهم و قروض في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد اقل من 10000 دولار، وانطلاقاً من هذا التعريف وضعت هذه المؤسسة قائمة للأسواق المالية الناشئة حسب المجموعات الإقليمية يمكن إدراجها ضمن الجدول التالي:

#### جدول رقم (01) : قائمة الأسواق المالية الناشئة.

الشرق الأوسط	إفريقيا	أوروبا	جنوب آسيا	شرق آسيا	أمريكا اللاتينية
	جنوب إفريقيا	روسيا	الهند	الصين الشعبية	الأرجنتين
مصر	نيجيريا	المجر	إندونيسيا	كوريا الجنوبية	البرازيل
	تونس	بولونيا	ماليزيا	الفلبين	الشيلي

		جمهورية التشيك	باكستان	تايوان	كولومبيا
		اليونان	الأردن	سيريلانكا	المكسيك
		فنزويلا		تايلاند	البيرو

Source :Société Financière Internationale ( www.ifc.org)

## ثانياً: المشتقات المالية

لم يكن ظهور عقود المشتقات وليد صدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، بل كان وليد حاجة وضرورة. وما يؤكد ذلك، الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات، التي تتمثل في تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية. كما تتيح الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية فضلاً عن إتاحة فرص استثمار جديدة، إلى جانب كونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة، وأنها تسهم في سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، وتحقيق سمة الكمال للسوق، هذا إضافة إلى مزايا أخرى. ولكن ما معنى المشتقات المالية؟

فقد عرفها صندوق النقد الدولي FMI وهو تعرف بنك التسويات الدولية التابع له، إذ عرفها بأنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول. وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري<sup>2</sup>.

بينما عرفتها المجموعة الاستثمارية لنظم المحاسبة القومية SNA بأنها أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أو قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، التحوط ضد المخاطر والمراجعة بين الأسواق وأخيراً المضاربة<sup>3</sup>.

وتتنوع عقود المشتقات المالية

1. العقود الآجلة Forward: هي اتفاق تعاقد بين المشتري والبائع لتبادل أصل معين مقابل نقد في وقت مستقبلي وبسعر يحدد الآن ويتفق في هذا العقد على مواصفات الأصل من حيث الجودة والنوعية وطريقة ومكان التسليم والسعر ووسيلة السداد ويتم التفاوض على كل هذه الشروط بين البائع والمشتري<sup>4</sup>. ويكون فيها المشتري صاحب المركز الطويل بينما البائع صاحب المركز القصير، وغالباً ما يكون العقد بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصة عادة<sup>5</sup>.

**2. العقود المستقبلية Futures:** هي عقود لشراء السلع أو الأصول المالية يتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل ويتيح لأحد أطراف العقد شراء أو بيع أصل معين إلى طرف لآخر بسعر محدد متفق عليه مسبقاً يسمى بالسعر المستقبلي على أن يتم التسليم أو تنفيذ الاتفاق في تاريخ لاحق هو تاريخ استحقاق العقد<sup>6</sup>.

كما عرفت بأنها التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على احدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد<sup>7</sup>.

فالكثير من عقود المستقبلية عقود نمطية ومنظمة رسمياً وكذلك عمليات التعامل بها عمليات نمطية ومنظمة. ويأتي التمييز من الأمور التالية: حجم العقد، تاريخ العقد - الأسعار المستقبلية التي سيتم التنفيذ على أساسها - مواصفات الواجب توافرها في السلعة موضوع التعامل من حيث النوعية ومستوى الجودة - طرق تسليم السلعة أو الأوراق أو العملات المتفق عليها ووسائله - متطلبات التعامل في بورصات العقود المستقبلية، ومنها أن يودع في البورصة كطرف من الأطراف الهامش<sup>8</sup>.

ولأن هذه العقود يجري التعامل عليها من خلال السوق الرسمية، لذلك فإنها تكون قابلة للتداول وتحرر بذلك المتعاقدين من التزاماتهم بتسليم أو تسلم العقود عليه<sup>9</sup>. وفيها يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعاً. كما يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة تُوكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد<sup>10</sup>.

ويجب أن يقوم متاجرو المستقبلية بوضع ما يعرف بالهامش الأولي والذي هو أموال يجري إيداعها في حساب خاص لدى غرفة التصفية بالسوق المالية كضمان لاستبقاء الأطراف بالتزاماتهم ويحدد هذا الهامش بصيغ مختلفة، منها: وديعة حقيقية أو اعتماد مصرفي أو أدونات الخزينة... وهو يمثل غالباً نسبة قليلة من القيم الاسمية للأصول الخاضعة لعقود المستقبلية والتي لا تتجاوز عادة 5%. ويشكل عام يحدد الهامش المطلوب حسب ظروف التبادل وسلوك المستثمر. فكلما سادت تقلبات الأسعار وكان المستثمر متحوطاً فإن هذا الهامش يرتفع أكثر. وتتدخل بيوت التصفية بالتأثير على هذا من خلال بحثها عن استقرار السوق وموازنة الحسابات، وخاصة من خلال جزء من الخسائر على الهامش المذكور والتزام المتاجرين بتوفير السيولة الإضافية لرفع موازنات الحسابات اليومية<sup>11</sup>.

**3. عقود الخيار Options:** وهي اتفاقيات تجري بين طرفين بغرض تداول أصول حقيقية كالسلع المختلفة وقد تكون تخيلية أو أدوات مالية كالأسهم والأدوات ذات العوائد الثابتة وعملات أجنبية أو بعض

المؤشرات، وذلك لتتخذ في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار (أو التسليم)<sup>12</sup>. ويعطي عقد الخيار للمشتري الحق لشراء أو بيع الأصل المالي بسعر محدد، ويسمى بسعر الممارسة، في غضون فترة محددة من الزمن، ويلتزم البائع (كما يسمى بالمحرر) بخيار لشراء أو بيع أداة مالية للمشتري إذا كان مالك الخيار يمارس حقه في البيع أو الشراء<sup>13</sup>. ويمكن تصنيف عقود الخيار لعدة أنواع بناء على الأسس التالية:

#### أ. أنواع عقود الخيار على أساس نوع الصفقة:

- عقود خيار الشراء: وهو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد للطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه، وذلك في تاريخ مستقبلي محدد ويسمى يحدد مسبقا في العقد ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه الحق يسمى بالعلو أو سعر الخيار. كما أنه سوف ينفذ العقد ويشترى الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد<sup>14</sup>.

- عقود خيار البيع: وهو اتفاق يعطي مشتري هذا الخيار - وهو مالك الأوراق المالية - الحق في بيع عدد معين من الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى بسعر معين خلال فترة محددة، وليس عليه إجبار بالبيع فهو بالخيار، أما قابض ثمن الخيار فهو مجبر على الشراء إذا ما قرر مشتري هذا الحق البيع بالسعر المتفق عليه خلال الفترة المحددة<sup>15</sup>.

#### ب. أنواع عقود الخيار على أساس تاريخ الاتفاق أو التنفيذ:

- عقد الخيار الأمريكي: عقد يتيح للمستثمر حق شراء أو بيع عدد محدود من الأوراق المالية بسعر متفق عليه مقدما على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت خلال الفترة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهائه<sup>16</sup>.

- عقد الخيار الأوروبي: هو ذلك العقد الذي يعطي الحق لمشتري الخيار الحق في الشراء أو بيع الأصول من طرف آخر (محرر الخيار) بسعر متفق عليه مقدما على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد والمنصوص عليه في العقد<sup>17</sup>.

#### ج. أنواع عقود الخيار حسب التغطية:

- عقود الخيار المغطاة: هي عقود يمتلك فيها محرر العقد أو البائع الأصول موضوع العقد، أي أنه يستطيع أن يغطي التزامه بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذ العقد<sup>18</sup> في حالة عقد خيار الشراء. أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزامه إذا ما طوّل بتفويض العقد، وكان العقد خيار بيع<sup>19</sup>.

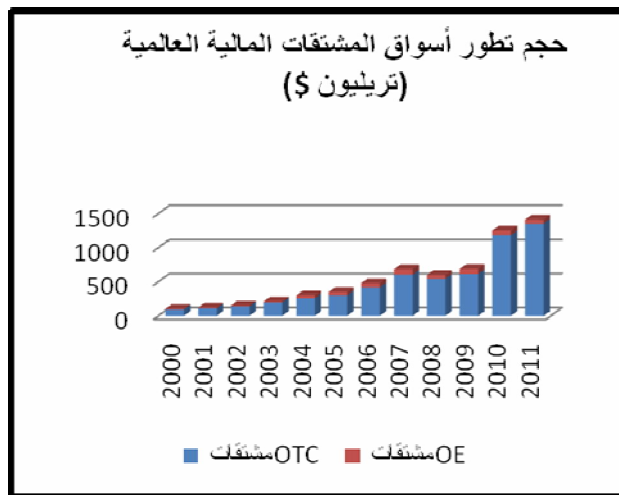
- عقود الخيار غير المغطاة: هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد أو البائع الأصول موضوع العقد، إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه

للمشتري<sup>20</sup> إذا كان عقد خيار الشراء. أو لم يكن لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزامه، إذا كان عقد خيار بيع<sup>21</sup>.

## المحور الثاني: تطور حجم المشتقات في الأسواق الناشئة ومتطلبات تطويره

أولاً: تطور حجم أسواق المشتقات المالية عالمياً: وفيما يلي شكل يوضح تطور نمو سوق المشتقات المالية العالمية المنظمة (Derivatives Exchange-Traded) وكذا السوق غير المنظم (Over-the-Counter Derivatives) وذلك خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى غاية 2011.

الشكل رقم (01): أعمدة بيانية توضح تطور نمو أسواق المشتقات المالية على مستوى العالم



فكما هو موضح في الرسم البياني رقم (01) فقد توسعت سوق المشتقات العالمية بشكل كبير في السنوات الأخيرة، فقد شهدت هذه المنتجات زيادة سريعة فقد بلغ إجمالي المبالغ الاسمية لإجمالي المشتقات سنة 2011 حوالي 1411 تريليون دولار أمريكي. كما نلاحظ من الشكل أن أغلب المشتقات تتداول في الأسواق غير المنظمة OTC فهي حوالي 90% من إجمالي المشتقات الكلية المتداولة،

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على معلومات من بنك التسويات الدولية (BIS)

وذلك نتيجة الخصائص التي تتمتع بها أسواق OTC إذ لم تعد الأدوات النمطية قادرة على تلبية حاجات المستثمرين المتنوعة والمتشابكة، الأمر الذي أسفر عن تطوير المشتقات وإدخال أدوات أكثر نفعاً وأكثر تعقيداً كما ساعد التقدم التكنولوجي الهائل في تسعير تلك الأدوات المالية المستحدثة بدقة وبسرعة متناهية وبالتالي تقليل التكلفة النهائية لتداول هذه الأدوات المالية.

فقد شهدت صناعة المشتقات المالية خلال السنوات الماضية نمواً كبيراً ومتسارعاً، سواء على صعيد حجم تجارة هذه الأدوات الجديدة، أو على صعيد تنوع هذه الأدوات بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية المشتقة لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرها من الموجودات الأخرى، وكذلك على صعيد توسع قاعدة المشاركين في أسواق المشتقات.

وتتمثل العوامل الأساسية التي ساهمت في ثورة المشتقات في ظاهرة "عالمية" الأسواق (Globalization)، التي نجمت بصفة رئيسية عن التحرير الكبير والتدريج لأسواق المال العالمية من القيود والعراقيل التي تحد من نشاط المؤسسات المالية وانتقال رؤوس الأموال والتوسع في حركة التكنولوجيا والاتصالات العالمية المتطورة التي يسرت عملية التحرير هذه. إضافة إلى المنافسة القاسية

بين المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها من مصارف تجارية واستثمارية وصناديق الاستثمار والتقاعد وبيوت السمسرة وغيرها، حيث نجم عن هذه المنافسة تسابق محموم بينها لابتكار أحدث المنتجات والأدوات المالية وطرحها في الأسواق وتشجيع المستثمرين والمتعاملين للإقبال عليها، فكان من هذه الأوراق تلك الأدوات المشتقة.

ولعل النظر إلى المعطيات السابقة حول سوق المشتقات لناحية حجمها في السوق العالمية وأنواعها، يعطي فكرة عامة عن مدى التطور الهائل في حجم أسواق هذه الأدوات الجديدة وآفاق النمو المستقبلي<sup>22</sup>. وهذا التطور الهائل في حجم التعاملات في أسواق المشتقات على المستوى الدولي قد يثير التساؤل التالي: ما هي أسباب هذا النمو الهائل في حجم التعاملات في أسواق المشتقات؟ وهل هناك مبررات تدفع المستثمرين إلى استخدام المشتقات في تغطية المخاطر مع وجود أساليب التغطية التقليدية؟ ومن أهم أسباب هذا النمو الهائل في حجم التعاملات في أسواق المشتقات إلا أنه يمكن إجمالها في النقاط التالية:

1. توافر مجموعة من الظروف البيئية المستجدة التي أسهمت في توفير مناخ ملائم انتشار تلك الأدوات بهذا الشكل منها<sup>23</sup>:

- أ. احتدام المنافسة بين المؤسسات المالية الأمر الذي أدى إلى التسابق فيما بينها لتقديم منتجات مبتكرة وطرحها في الأسواق وتشجيع المستثمرين والمتعاملين للإقبال عليها.
- ب. التقدم التكنولوجي المتسارع في مجال الاتصالات والمعلومات بما يلغي الحدود الرقابية والمكانية بين الأسواق.
- ج. تزايد الترابط بين الأسواق المالية على النطاق العالمي في إطار الاتجاهات والحد من القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال.
- د. الكم الهائل من التشريعات والقواعد المالية المنظمة للتعاملات في أسواق المال مما أعطى الفرصة للخبراء الماليين لابتكار أدوات مالية جديدة عن طريق استغلال الخلاقات والثغرات التي ظهرت في هذه القواعد والتشريعات.
- هـ. التطور الهائل في أساليب ونماذج التسعير مثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ( Capital Assets Pricing Models) ونموذج تسعير عقود الخيارات (Options Pricing Theory) والتي ساهمت بشكل كبير في وضع قيم عادلة لعقود المشتقات.
- و. التوقف عن العمل بنظام أسعار الصرف الثابتة والاتجاه نحو أسعار الصرف المعومة والمتغيرة مما خلق الحاجة لوسيلة لمواجهة المخاطر الناتجة عن التقلبات المستمرة في أسعار الصرف.

2. الاعتقاد الراسخ بأن الأدوات المالية المشتقة تساعد المؤسسات في إدارة مخاطرها المالية إذا ما أحسن استخدامها والرقابة عليها، بشكل يسهم بفعالية في خفض مخاطر أي تغيرات مستقبلية في قيمة الأصول المرتبطة بها عن طريق نقل عبء هذه المخاطر من طرف يتعرض لها ولكنه لا يرغب في تحملها

(مشتري العقد) إلى طرف آخر لا يتعرض لها ولكنه يرغب في تحملها (بائع العقد) وذلك في مقابل تكلفة معينة تمثل قيمة العقد ذاته. من ناحية أخرى، ساهمت خاصية المرونة التي تتمتع بها هذه الأدوات في زيادة الإقبال عليها لأغراض التحوط ضد المخاطر، فالكثير منها تكون بمثابة عقود خاصة بين طرفين، ومن هنا فإن الشروط التي يتم الإنفاق عليها توضع بحيث يمكنها الوفاء باحتياجات إدارة المخاطر المالية لكل من طرفي العقد، بل قد يصل الأمر إلى حد إمكانية استخدام توليفة بين أكثر من أداة مشتقة بهدف إكمال إدارة أكثر من مخاطرة في آن واحد.

**3.** لم يقف الأمر عند حدود استخدام المشتقات المالية في تغطية المخاطر المختلفة، وإنما تعداها إلى استخدامها في أغراض المضاربة، وذلك من منطلق الاعتقاد السائد بأن الدخول في عمليات ذات مخاطر عالية إنما يعني إمكان الحصول على عوائد محتملة عالية، وذلك باستغلال التقلبات السوقية المتوقعة حيث يعتقد المضارب أن الأسعار السوقية للأداة المالية أو السلعة أو المؤشر المرتبط سوف تتغير، وبالتالي فإن الأداة المشتقة يمكنها أن تتيح صافي تدفق نقدي داخل أو سيتم بيعها مستقبلاً بأرباح<sup>24</sup>.

**4.** تعتبر المنتجات المشتقة إحدى المنتجات الجديدة التي استغلها المستثمرون للتهرب الضريبي وذلك من خلال استخدامها للتهرب من الضريبة على معاملات الأسهم النقدية.

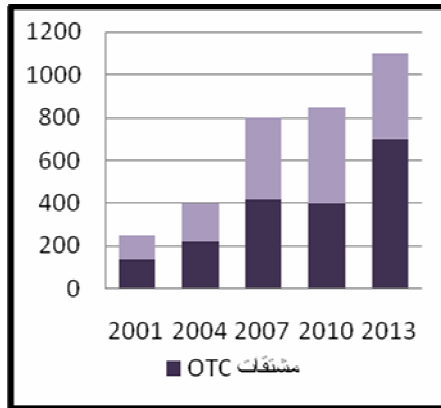
**5.** هناك سبب آخر من وجهة نظر الباحثة لا يقل أهمية عن الأسباب السابقة ساهمت بشكل مباشر في تطور حجم التعامل في عقود المشتقات وهو الخصائص المميزة لهذه الأدوات المالية. فخاصية الرافعة العالية التي تنسم بها عقود المشتقات تساعد على تحقيق إما أرباح عالية أو خسائر عالية تفوق بمرات الأرباح أو الخسائر الناجمة عن التعامل في الأدوات المالية التقليدية. هذا فضلاً عن السمة المميزة لبعض عقود المشتقات من حيث درجة السيولة العالية، حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية أو المقاصة، كما أن هناك تنوع هائل وضخم في هذه الأدوات المشتقة مما يتيح الفرصة للأفراد أو الشركات أو المؤسسات المالية التي ترغب في التحوط من إيجاد الأداة المالية المناسبة التي تساعد على تحقيق أهدافها<sup>25</sup>.

### ثانياً. تطور حجم المشتقات في الأسواق الناشئة

فعلى رغم من أن الأسواق المشتقات في الاقتصاديات الناشئة لا تزال صغيرة بالمقارنة مع تلك الموجودة في الدول المتقدمة، فقد بلغ متوسط حجم التداول من المشتقات في 32 سوق ناشئ - حسب البيانات المتوفرة- إلى 1,2 تريليون دولار في أبريل 2010 أي ما يعادل 6,12% من الناتج المحلي الإجمالي لتلك الاقتصاديات، مقارنة إلى 13,8 تريليون دولار أي 36% من الناتج المحلي الإجمالي للاقتصاديات المتقدمة<sup>26</sup>. أما في أبريل 2013 وصل متوسط حجم التداول من المشتقات إلى 1,1 تريليون دولار والتي حوالي 4% من الناتج المحلي الإجمالي لتلك البلدان، مقارنة بـ 10,3 تريليون دولار في الاقتصاديات المتقدمة، أي 24% من الناتج المحلي الإجمالي. وإن كانت صغيرة، فالمشتقات

توسعت في الأسواق الناشئة بسرعة : زاد متوسط حجم التداول بنسبة 300% سنة 2010 منذ عام 2001، وبنسبة 25% على مدى السنوات الثلاث أي منذ 2007، لاحظ الشكل رقم (05)، وكان هذا أعلى من نمو مبيعاتها في الاقتصاديات المتقدمة (250% في 2010 منذ عام 2001، و 22% منذ عام 2007)<sup>27</sup>.

### الشكل رقم (02): يوضح حجم المشتقات المتداولة بالأسواق الناشئة (مليار دولار)



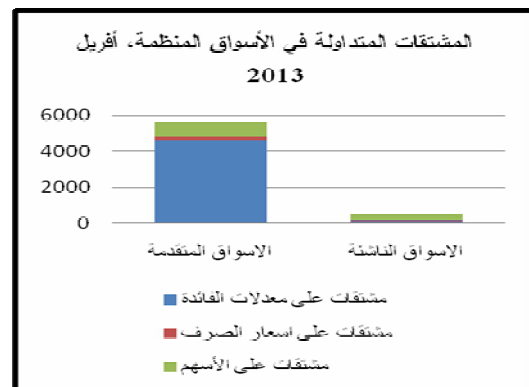
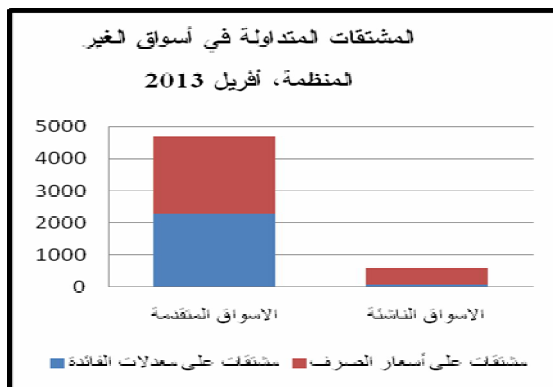
من الشكل السابق نلاحظ أنه في الأسواق الناشئة، يتم تداول المشتقات في نسب متساوية تقريبا بين الأسواق المنظمة والغير المنظمة.

وتستخدم المشتقات في الأسواق الناشئة أساسا للتحوط أو المضاربة بأسعار الصرف، وإلى حد أقل باستخدام الأسهم. فالمخاطر التي يتم إدارتها في الأسواق الناشئة أغلبها مخاطر أسعار الصرف لذلك فقيمة تداول العقود المشتقة حول أسعار الصرف تمثل تقريبا نسبة 50% من قيمة مجموع المشتقات أما العقود حول الأسهم فهي تمثل تقريبا نسبة 30% والباقي فهي عقود حول معدلات الفائدة. وعلى عكس ذلك، تستخدم المشتقات

Source : Triennial Central Bank Survey, by Bank for International Settlements (Bis)

في الاقتصاديات المتقدمة إلى حد كبير بعقود حول معدلات الفائدة (77% من إجمالي قيمة التداول)، وبدرجة أقل مشتقات العملات الأجنبية ثم المشتقات المرتبطة بالأسهم كونها أقل أهمية. وهذه الاختلافات تعكس قبل كل شيء عمق وسيولة أسواق السندات الأسهم في البلدان المتقدمة، والاهتمام المحدود نسبيا لمخاطر سعر الصرف مقارنة مع اقتصاديات السوق الناشئة<sup>28</sup>.

### الشكل رقم (03): يوضح العقود المتداولة في الأسواق OTC والأسواق المنظمة الناشئة والمتقدمة



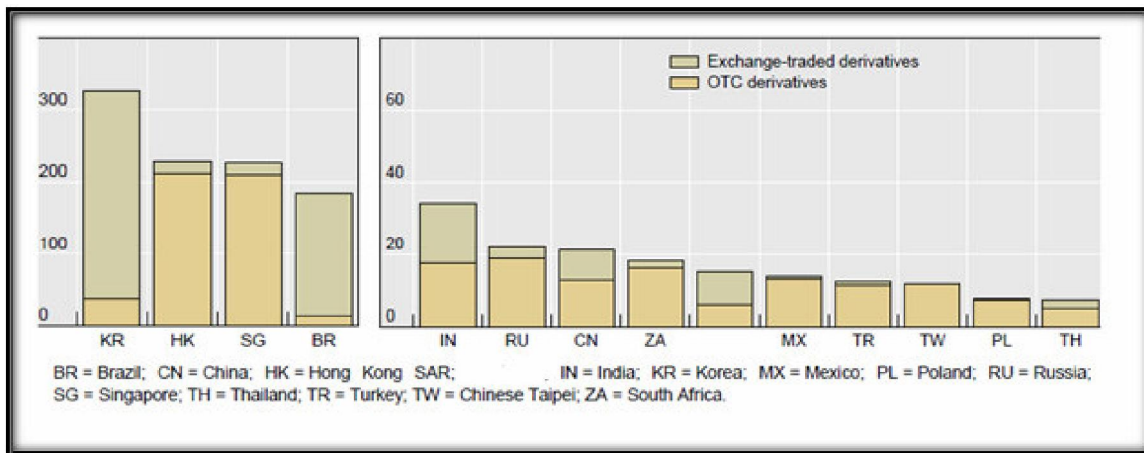
Source : Dubravko Mihaljek, Frank Packer, Op. Cit, p56

ومن الشكل رقم (03) نلاحظ أن النمو في المشتقات OTC للعقود القائمة على أسعار الصرف في اقتصاديات الأسواق الناشئة كان قويا للغاية في السنوات الأخيرة، فقد ارتفعت قيمة التداول من 380 مليار دولار إلى 535 مليار دولار أي بنسبة أكثر من 40% خلال الفترة من 2010 إلى 2013. لقد كان النمو كبيرا عبر مجموعة كاملة من الأدوات، بما في ذلك العقود الآجلة لأسعار الصرف (45%) مبادلة FX (35%) مبادلة العملات (29%) وعقود الخيارات (102%)، ولكن في جميع هذه الأدوات كان نموها في الاقتصاد في الأسواق المتقدمة. كما أن نمو أسواق OTC للأدوات المشتقة حول أسعار الصرف (41% خلال الفترة 2010-2013) يتجاوز بكثير النمو في قيمة التداول في السوق الفورية التي كان نموها 17% خلال ذات الفترة (الملحق رقم 01)<sup>29</sup>.

لا تزال مشتقات لمعدلات الفائدة في الأسواق الناشئة في مرحلة مبكرة من التنمية، فقد نمت خلال السنوات الثلاث الماضية من 2010 إلى 2013، ولكن متوسط حجم التداول اليومي من 84 مليار دولار أمريكي (الملحق رقم 02) أي لا تزال حجمها مساوي لـ 15% فقط من حجم مشتقات OTC على أسعار الصرف، كما أنه أيضا أقل من 4% في أسواق الدول المتقدمة. إن نمو مشتقات معدل الفائدة في الأسواق الناشئة كان تتداول تقريبا في آسيا، فقد كان النشاط قويا بشكل خاص في هونغ كونغ وسنغافورة، وكانت نسبة نموها في آسيا 37% على النقيض من ذلك، انخفض معدل نموها بنسبة 35% في أمريكا اللاتينية، وذلك بسبب انخفاضها بنسبة 50% في البرازيل، باعتبارها السوق الأكثر نشاطا في المنطقة.

30

#### الشكل رقم (04): يوضح توزيع المشتقات في بعض الأسواق الناشئة سنة 2010



Source : Rangarajan K. Sundaram , Op. Cit, p8

فكما ذكرنا سابقا بأن تداول المشتقات في الأسواق الناشئة كانت بنسب متساوية تقريبا بين الأسواق المنظمة والغير المنظمة OTC، لكن توزيع مشتقات OTC يختلف اختلافا كبيرا بين الأسواق الناشئة . فمن أكبر أربعة مراكز للمشتقات (هونغ كونغ، وسنغافورة، والبرازيل، وكوريا)، وأخذت هونغ كونغ وسنغافورة الحصة الساحقة في مشتقات OTC، في حين تهيمن البرازيل وكوريا على المشتقات المنظمة.

وكما يبين الشكل رقم (04)، أما في عدد قليل من البلدان (الهند، وإلى حد ما الصين) تكون بها توزيع المشتقات بين السوق المنظم وغير المنظم متساوية في الحجم تقريبا، أما باقي الدول فإن المشتقات المنظمة هي التي تهيمن عليها<sup>31</sup>.

### ثالثا: متطلبات تطوير الأسواق المشتقات الناشئة

ونظرا لأهمية المشتقات للأسواق المالية، فقد نشأت هذه الأدوات لإدارة المخاطر وتطور استخدامها بحيث أصبحت الآن من أهم أدوات الاستثمار، ولا ريب في أن تطوير هذه الأسواق تعد نتيجة حتمية لارتباطها بالظروف والأسواق العالمية. لذلك قررت لجنة الأسواق الناشئة ICSA للعمل على تطوير سوق المشتقات في الأسواق الناشئة، وخلال الاجتماع المؤقت لها يوم 5 ديسمبر 2011، قرر أعضائها اتخاذ التدابير التالية لتطوير أسواق المشتقات في البلدان الناشئة<sup>32</sup>:

1. الأسواق الناشئة المشتقات هي في مراحل مختلفة من التنمية وفي مستويات مختلفة من التطور، ولكن لوحظ أن الأسواق المنظمة أفضل وأكثر تقدما من غيرها، لأن المستثمرين والمتعاملين في السوق بحاجة إلى قواعد وأنظمة واضحة.
2. إن تنوع المنتجات المالية المشتقات منخفضة نوعا ما في الأسواق الناشئة، ففي بعض الدول تقيد أنواع الأدوات التي يمكن أن تقدمها، وقد يكون لهذه القيود تأثير سلبي على الإدارة الفعالة للمخاطر من المستثمرين. لذلك، قد يكون من المناسب إعادة النظر في اللوائح لزيادة نطاق تلك الأدوات المتاحة في السوق.
3. وبالنظر إلى المناقشات التنظيمية العالمية الأخيرة حول المقاصة للمشتقات OTC، فقد أنشأت دول الأسواق الناشئة CCP (\*) لكل من أسواق OTC والأسواق العادية وزيادة موثوقية وكفاءة السوق. وقد بدأت بعض الدول الناشئة بالفعل العمل على إنشاء CCP، في حين أن بعضها في مرحلة التخطيط.
4. في بعض الدول النامية لا يوجد لديها شرط الضمانات لتداول المشتقات أو لديها أدوات إدارة الضمانات لكنها غير فعالة. لذلك يجب تعديل قواعد إدارة الضمانات لحماية المستثمر وسلامة السوق.
5. متطلبات التسجيل لمصدر هذه الأدوات أو مستعملها، تسيير البنية التنظيمية التحتية، وشفافية التداول كل هذه الإجراءات تساهم في ضمان سلامة أسواق المشتقات OTC.
6. وفي بعض الدول تكون الضرائب غير متكافئة بين المنتجات المشتقة، والتي قد تخلق تشوهات في السوق، لذلك ينبغي أن تكون المعاملة الضريبية على قدم المساواة، على الأقل في نفس المجموعة من الأدوات الاستثمارية
7. برامج تعليم المستثمر حاسمة لتطوير أسواق المشتقات، لأن المستثمرين سيكون أكثر قدرة على تقييم مدى ملاءمة هذه المنتجات لأهدافهم الاستثمارية وفهم المخاطر الكامنة.

8. SRO (\*) لها عدة أدوار لتطوير عادلة وشفافة أسواق المشتقات، فهي أولاً وقبل كل شيء، تصدر أشكال كشف خطر لتبسيط ملاءمة المنتجات للمستثمرين. ثانياً، تدريب مهنيين السوق لتحسين نوعية الخدمات التي يقدمونها، وبالإضافة إلى ذلك، فإن SRO تقدم للمستثمرين المساعدة على اتخاذ قرارات استثمارية أفضل وزيادة فهمهم للاستثمارات المشتقات. ولذلك، ينبغي تمكين SRO لتطوير سوق المشتقات.

### المحور الثالث: تجارب بعض دول الأسواق الناشئة في تداول المشتقات المالية

سنحاول في هذا المطلب تقديم بعض تجارب الأسواق الناشئة في تنظيم أسواق المشتقاتها، وهي أسواق المال لكل من البرازيل وكوريا وكذا المشتقات في الدول العربية

#### أولاً: سوق المشتقات البرازيلي

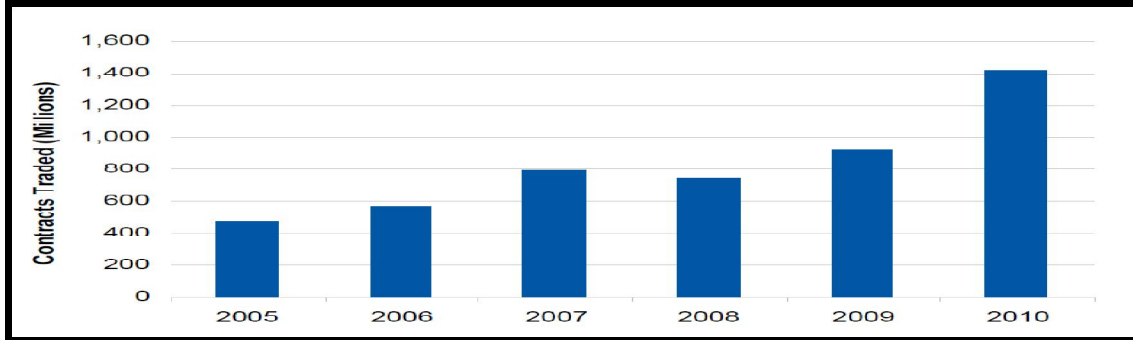
تعتبر السلطات النقدية البرازيلية تقوم بالتنظيم والإشراف على القطاع المالي بإحكام على عكس الدول أخرى، فقد اعتمدت البرازيل دائماً نهجاً تقييداً للغاية في سوق المشتقات المالية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية عام 2007، واتخذت العديد من المبادرات الاحترازية لرصد ومراقبة المخاطر التي يتحملها المشاركون في النظام المالي البرازيلي وجميع معاملات المشتقات التي أبرمتها الشركات البرازيلية. وتخضع السوق المالية البرازيلي للقواعد الصادرة من طرف مجلس النقد البرازيلي CMN، والمسؤول عن الرصد والإشراف على تطبيق هذه القواعد هي البنك المركزي البرازيل، أما فيما يتعلق بتنظيم سوق الأوراق المالية فاللجنة البرازيلي الأوراق المالية والبورصات CVM هي المسؤولة على ذلك<sup>33</sup>.

ولأسواق المشتقات دور كبير للاقتصاد البرازيلي وتكمن هذه الأهمية لعدة نواحي، فمثلاً تعتبر العقود المستقبلية المتداولة في البورصة BMF نقطة اكتشاف السعر الحقيقي لمعدل صرف الدولار، ومهم أيضاً لاكتشاف أسعار الفائدة في سوق السندات. كما نعلم أيضاً أهمية المشتقات المالية في عمليات التحوط، خاصة تقلبات معدلات الفائدة المحلية فتاريخ البرازيل في ارتفاع معدلات التضخم وارتفاع معدلات الفائدة الاسمية في أسواق الائتمان خاصة القروض قصيرة الأجل وأدوات الدين، وقد ساعدت أسواق المشتقات للتحوط من تقلبات في معدلات الفائدة على المدى القصير. كما أن بعض المستثمرين الأجانب -بما في ذلك صناديق التحوط- وقد استخدمت أسواق المشتقات لاستراتيجيات الاستثمار مثل النقاط فارق سعر الفائدة الكبير بين البرازيل ومعظم الاقتصاديات المتقدمة<sup>34</sup>.

وهناك عدة أنواع من المنتجات المالية المشتقة التي تتداول في بورصة البرازيل ولكن يجب أن تتم الموافقة عليها من قبل لجنة الأوراق المالية CVM والهيئات التي تدير الأسواق المنظمة Entities that EAMO administer organized markets وكذا . وقوانين CMN تسمح المؤسسات المالية بالمشاركة كأطراف مقابلة في العقود (لحسابه الخاص أو كطرف ثالث) في سوق المشتقات OTC، كما تسمح لهذه المؤسسات المالية بتداول عقود OTC من عقود المبادلة والعقود الآجلة والخيارات على

أساس: مؤشر الأسهم، معدل الفائدة وأسعار الصرف المحسوبة بانتظام والمعلن عنها للجمهور، أو تستند على الأصول الأساسية الأخرى التي يتم تداولها في البورصات<sup>35</sup>

### الشكل رقم (05): يوضح عدد عقود المشتقات المالية المتداولة في البرازيل



Source: Alexander Camargo, **Exchange-Traded Derivatives in Brazil**, (Celent & a division of Oliver Wyman, Brazil, November 2011), p20

ومن الشكل رقم (05) نلاحظ أن المشتقات في البرازيل نمت بنحو 01 مليار عقد متداول منذ عام 2005، مع معدل نمو سنوي مركب لمدة خمس سنوات من 24,9%، ويوضح أيضا أنه على الرغم من تراجع في حجم التداول في عام 2008، فقد انتعش التداول و بقوة سنتي 2009 و 2010، وارتفع عدد العقود المتداولة في بورصة BMF المشتقات نمو لافتا بنسبة 54.5% سنة 2010.<sup>36</sup>

### ثانيا: سوق المشتقات الكوري

سوق المشتقات المالية هو سوق أنشئ لإدارة مخاطر سعر الأصل الأساسي معين، وهو إحدى أقوى الأسواق الناشئة على الرغم من تاريخها القصير، فقد نمت سوق المشتقات المالية في البورصة كوريا والوقوف جنبا إلى جنب مع بورصات العالم البارزة على الأقل من حيث حجم التداول. وهي تحت تنظيم كل من: لجنة الخدمات المالية (FSC)، هيئة الرقابة المالية (FSS)، بورصة كوريا (KRX)، وجمعية كوريا للاستثمار المالي (KOFIA). وقد تم تأسيس سوق المشتقات المالية في البورصة الكورية مايو 1996 عندما تم إدراج العقود المستقبلية لـ KOSPI200 في بورصة كوريا، وفي جويلية تم إدراج عقود الخيارات KOSPI200، والذي كان المنتج الأكثر تداولاً في العالم لسنوات عديدة. وتم تأسيس بورصة كوريا (KOFEX) في أبريل 1999 من أجل تجارة المنتجات العقود المستقبلية والخيارات لمختلف الأصول.

وفي جانفي 2005 تم إنشاء بورصة كوريا KRX من خلال دمج (Korea Stock Exchange) و (KSE) و (Korean Options and Futures Exchange KOFE) و (Korean Securities) و (KOSDAQ Dealers Automated Quotation) وأصبحت بورصة للأوراق المالية والمشتقات في كوريا، وقد أضافت عدة أنواع من العقود المشتقة<sup>37</sup>.

المشتقات المتداولة في بورصة كوريا هي المنتجات التي يتم إدارة إراجها من قبل KRX، وتصدر من طرف شركات الاستثمار المالية، أما مشتقات OTC فهي تصدر من قبل شركة الاستثمارات المالية المعتمدة من قبل شركة سمسة الأوراق المالية والوسطاء وتجار مشتقات OTC، يتم تداولها في البورصة عن طريق السماسرة والتجار. ومن أنواع المتاحة للأدوات المالية المشتقة في السوق المنظم العقود الآجلة، والعقود المستقبلية والمبادلات والخيارات (تبادل/OTC)، وتشمل أصولها الأساسية الأسهم والفوائد والعملات، والائتمان، والسلع الأساسية، المؤشرات. والجدول الموالي يوضح حجم المشتقات المتداولة في بورصة كوريا

**الجدول رقم (02): يوضح حجم المشتقات المتداولة في السوق المالي الكوري  
(2007 - غاية نصف 2011)، مليار \$**

نوع المشتق	2007		2008		2009		2010		H1 2011	
	ET	OTC	ET	OTC	ET	OTC	ET	OTC	ET	OTC
مشتقات الأسهم	53,78	0,096	38,67	0,155	30,66	0,109	47,39	0,320	35,08	0,148
العقود الآجلة	0,002	0,002	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002
المستقبلات	3,816	/	4,558	/	5,654	/	6,737	/	3,855	/
المبادلات	0,017	0,017	0,029	0,027	0,008	0,008	0,016	0,016	0,014	0,014
الخيارات	49,95	0,077	34,08	0,126	24,99	0,099	40,64	0,302	31,21	0,131
عقود معدل الفائدة	4,841	1,906	6,213	2,672	6,758	2,858	8,061	3,485	4,300	1,691
العقود الآجلة	0,112	0,110	0,160	0,157	0,193	0,193	0,053	0,053	0,009	0,010
المستقبلات	2,933	/	3,539	/	3,931	/	4,577	/	2,611	/
المبادلات	1,667	1,608	2,260	2,263	2,452	2,485	3,282	3,202	1,643	1,645
الخيارات	0,128	0,189	0,254	0,252	0,183	0,180	0,149	0,229	0,037	0,036
عقود سعر الصرف	7,069	6,522	10,32	9,595	11,55	10,08	11,09	9,965	5,219	4,762
العقود الآجلة	5,820	5,820	8,767	8,767	9,674	9,674	9,601	9,601	4,553	4,577
المستقبلات	0,547	/	0,721	/	1,462	/	1,129	/	0,457	/
المبادلات	0,377	0,377	0,538	0,538	0,349	0,349	0,289	0,289	0,168	0,145
الخيارات	0,325	0,325	0,291	0,291	0,062	0,058	0,074	0,074	0,041	0,040
عقود على السلع	0,013	0,011	0,032	0,024	0,014	0,006	0,034	0,007	0,021	0,008
العقود الآجلة	0,007	0,008	0,014	0,014	0,004	0,003	0,002	0,001	0,003	0,002
المستقبلات	0,002	/	0,008	/	0,007	/	0,026	/	0,012	/
المبادلات	0,001	0,001	0,002	0,002	0,002	0,002	0,005	0,005	0,004	0,005
الخيارات	0,003	0,002	0,008	0,008	0,001	0,001	0,001	0,001	0,002	0,001
مشتقات الائتمان	0,003	0,003	0,007	0,006	0,005	0,005	0,006	0,004	0,004	0,004
CDS	0,001	0,001	0,007	0,006	0,005	0,005	0,004	0,003	0,004	0,004
Σ عوائد مبادلة	0,002	0,002	0	0	0	0	0,002	0,001	0	0
المجموع	65,70	8,539	55,23	12,45	48,99	13,06	66,59	13,78	44,62	6,610

Source : Derivatives Markets in Emerging Countries, Op. Cit, pp 24, 25

نلاحظ تراجع في حجم المشتقات المتداولة في بورصة كوريا خلال سنتي 2008 و 2009، وراجع ذلك للأزمة المالية العالمية لكنها استعادت وبدأت في الارتفاع خلال سنتي 2010 و 2011، ففي عام 2010 تم تداول حوالي 15 مليون العقود بقيمة 80,37 مليار دولار، وقد النصيب الأكبر لمشتقات الأسهم وذلك بنسبة حوالي 59% من مجموع قيم المشتقات سنة 2010، بعدها العقود القائمة على أسعار الصرف بنسبة 26%، ثم العقود القائمة على معدلات الفائدة وهي تقدر بـ 14%.

### ثالثاً: المشتقات المالية في الأسواق العربية

لا زالت الدول العربية بعيدة كل البعد عن ما حققته الدول المتقدمة في هذا المجال، ويعود السبب في ذلك إلى نظرة الشريعة الإسلامية حول هذا الأداة، لذلك فالكثير من المستثمرين العرب يفضلون استخدام المنتجات المالية الإسلامية على استعمال المشتقات المالية. غير أن عدداً منها اتخذت التدابير اللازمة لخوض مثل هذه التجربة أي استخدام المشتقات المالية في سوقها المالي وعدد منها اتخذت خطة إستراتيجية معينة لولوج هذا المجال. من بين هذه الأسواق هي أسواق دول الخليج العربي وبتراوح حجم تداول المشتقات بها بين 250 إلى 300 مليار دولار، أي ما نسبته 20 إلى 25% من إجمالي حجم التداول في أسواق الأسهم الخليجية خلال العام 2007 والذي بلغ 1.3 تريليون دولار.

ومن أهم البورصات التي يتداول بها المشتقات المالية هي بورصة ناسداك دبي، هي البورصة الوحيدة لتداول مشتقات الأسهم في دولة الإمارات العربية المتحدة، وأطلقت منصة مشتقات الأسهم في نوفمبر 2008 مما شكل إضافة فريدة إلى الساحة الدولية والإقليمية. ويتم تداول بها 4 أنواع من المشتقات وهي: العقود المستقبلية وعقود الخيار للأسهم، والعقود المستقبلية والخيارات لمؤشر السوق. وفي الملاحق رقم (03) (04) (05) (06) توضح خصائص هذه العقود، وقد ارتفع إجمالي عدد عقود مشتقات الأسهم التي تم تداولها خلال شهر فيفري 2010 بنسبة 29% إلى 8120 عقداً، من 6290 عقداً سجلت في جانفي 2010، في حين تم تداول 386 عقداً خلال شهر فيفري 2009، ووصل إجمالي عقود مشتقات الأسهم التي تم تداولها منذ إطلاق ناسداك دبي لسوق مشتقات الأسهم في نوفمبر 2008 إلى 139,422 عقداً<sup>38</sup>.

ومن تتميز بأهمية كبيرة في المنطقة فهي تحظى باهتمام متزايد من قبل المستثمرين والوسطاء في الإمارات والخليج ومنطقة الشرق الأوسط بوجه عام، ومن أهم هذه نتائجها الايجابية<sup>39</sup>:

- مشاركة أوسع: فضلاً عن تقديم الشفافية والتنظيم، توفر خدمة المشتقات في بورصة ناسداك دبي سهولة الوصول إلى السوق المركزي، وهذه الميزات تسمح للمشاركة في السوق على نطاق أوسع. فجميع أعضاء ناسداك دبي قادرون على الانضمام ليصبحوا أعضاء المشتقة.

- زيادة السيولة: سوق المشتقات الإمارات العربية المتحدة القائمة يهيمن عليه تداولات OTC بين عدد محدود من البنوك الاستثمارية الكبرى، فوجود صناع السوق مختصين يوفرون السيولة على الشاشة وبالتالي يعززون حجم التداول الكلي.

- خفض مخاطر الطرف المقابل: من خلال توفير مقاصة مركزية، فبورصة ناسداك دبي بمثابة الطرف المقابل لجميع الصفقات وبالتالي تقليل مخاطر الائتمان للمشاركين في السوق.

- المنتجات: ناسداك دبي تقدم العقود المستقبلية والخيارات على مؤشر FTSE NASDAQ، وعلى أسهم 20 شركة إماراتية مدرجة في بورصة ناسداك دبي، سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية. و الملحق رقم (07) يوضح أسهم الشركات المعنية. أما بورصة مصر فقد جاء توقيع البورصة المصرية اتفاقاً مع بورصة نيويورك لإطلاق وتداول العقود المستقبلية، وعدد آخر من المشتقات المالية، ووفقاً لهذا الاتفاق تبدأ البورصة المصرية اتخاذ سلسلة من الترتيبات والإجراءات القانونية والتقنية، تمهيداً لتنفيذه مستقبلاً. ويتضمن الاتفاق السماح، لأول مرة، بطرح منتجات مالية جديدة مستندة إلى المؤشر الرئيسي للبورصة، وهو مؤشر "إيجي إكس 30"، وتشمل هذه المنتجات عدداً كبيراً من المشتقات وخيارات البيع والعقود المستقبلية، مما يعني توسيع السوق، ودخول مستثمرين جدد ممن يجيدون التعامل في هذه المشتقات.

وجاء اختيار هذا التوقيت لتوقيع الاتفاقية، من أجل تعزيز الثقة بالسوق المصرية، وقدرة الاقتصاد الكلي على التعافي مستقبلاً في حالة حدوث تقدم ملموس على صعيد الاستقرار السياسي والأمني بالبلاد، بهدف تعزيز جاذبية وتنافسية هذه البورصة، مقارنة بأسواق المال في منطقة الشرق الأوسط وكذا بورصة الكويت هي الأخرى يتم تداول بها أنواع من المشتقات المالية، فالسوق الآجل لهذا السوق يقدم عقوداً لفترات تتراوح ما بين 3، 6، 9 و12 شهراً. ويعمل هذا السوق بعد إقفال جلسة التداول الفوري (أي ما بين الساعة 12:45 بعد الظهر و1:15 بعد الظهر)، وهو مناسب جداً لمناخ التداول في سوق الكويت للأوراق المالية؛ حيث يشتري معظم المضاربين عقوداً آجلة لتحقيق سيولة مالية، فإذا ما حققوا أرباحاً من مراكز التعامل هذه، قاموا ببيع الأسهم في السوق الفوري، ومن ثم يسددون رصيد الدفعة المتبقية من قيمة العقد قبل تاريخ استحقاق العقد.

واستناداً إلى البيانات التاريخية وإلى أجواء التداول في سوق الكويت للأوراق المالية، فإن نسبة تتراوح ما بين 75% - 85% من المستثمرين يقومون بمقابلة/ تسوية قيمة عقودهم قبل تاريخ استحقاقها في السوق الفوري.

أما سوق العقود المالية المستقبلية فهو يعمل بطريقة مشابهة تماماً لطريقة عمل السوق الآجل، فيما عدا أن سوق العقود المالية المستقبلية يعمل خلال فترة التداول الفورية (من الساعة 9:30 صباحاً إلى 12:15 بعد الظهر).

في 2011، استكمل فريق المشتقات المالية مراحل التطوير والاختبار لبرنامج سيقوم بربط نظام فرصة لتداول الخيارات" مع نظام التداول الجديد "ناسداك أو أم اكس" في سوق الكويت للأوراق المالية، وقد تقرر إدخال المعاملات بالمشتقات المالية بعد تطبيق البنية الإستراتيجية الجديدة التي تتبنى على تكنولوجيا اتصالات متطورة جداً<sup>40</sup>.

## خاتمة:

إن التغيير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية والاستثمارية أدى إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعمى عائد، وقد تحقق ذلك من خلال الهندسة المالية التي مكنت من ابتكار مجموعة من الأدوات تعرف بالمشتقات المالية، وهي عبارة عن عقود مالية يمكن من خلالها شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، وقيمتها من تشتق قيمة الأصل محل العقد والذي قد يكون سعر فائدة محدد، ورقة مالية، سلعة، سعر صرف أجنبي، مؤشر معين... الخ.

وتعتبر المشتقات المالية أدوات للتحوط ضد المخاطر المختلفة التي يتعرض لها المستثمرون، وقد نما بسرعة فائقة استخدام هذه الأدوات المشتقة في أسواق البلدان المتقدمة خلال السنوات الأخيرة، ولكن الشركات في البلدان النامية لم تستفد عامة من هذه الأداة، فحتى أقوى الشركات تمتعا بالجدارة الائتمانية في البلدان النامية لم تتمكن من الوصول إلى أسواق أدوات إدارة المخاطر المالية. والأدوات المشتقة المتاحة عادة للبلدان النامية هي تلك التي تتضمن أدنى تعرض للمخاطر الائتمانية.

## الهوامش

- <sup>1</sup> أسماء بلميهوب، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006 جامعة محمد خيضر بسكرة.
- <sup>2</sup> أشرف محمد دوابه، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، مؤتمر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، أيام 6-8 مارس 2008، جامعة الإمارات المتحدة، ص 3
- <sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، (دار النشر للجامعات، مصر، 2005)، ص 60، 61.
- <sup>4</sup> دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، (دار المسيرة، الأردن، 2009)، ص 416.
- <sup>5</sup> لحسن دردوري، دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاساتها على النظام المصرفي، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف.
- <sup>6</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 411.
- <sup>7</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات \_ الإطار النظري و التطبيقات العملية \_ (دار وائل للنشر، عمان، 2004)، ص 306.
- <sup>8</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، (الشركة العربية المتحدة، مصر، 2008)، ص 185، 186.
- <sup>9</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 217.
- <sup>10</sup> بوعافية سمير، قريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف.
- <sup>11</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، (دار الصفاء لنشر و التوزيع، عمان، 2003)، ص 153، 154.
- <sup>12</sup> بوعافية سمير، قريد مصطفى، مرجع سابق.
- <sup>13</sup> Frederic Mishkin, The Economics of Money, Banking, and Financial Markets , (Addison Wesley, 7th edition, Boston, 2007), p311
- <sup>14</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، (الدار الجامعية، 2001، مصر)، ص 64.
- <sup>15</sup> كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، على الويب يوم 2010/3/27 على الساعة 14:43 :
- <sup>16</sup> زياد رمضان، الأسواق المالية، (الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007)، ص 92.
- <sup>17</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 403.
- <sup>18</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص 174.

- 19 سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 191.
- 20 طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 66.
- 21 سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 191.
- 22 عدنان الهندي وآخرون، مرجع سابق، ص 13.
- 23 محمد سمير أحمد، الجودة الشاملة وتحقيق الرقابة في البنوك التجارية، (دار المسيرة، الأردن، 2009)، ص 161.
- 24 أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، (الدار الجامعية، مصر، 2003)، ص 212.
- 25 محمد سمير أحمد، مرجع سابق، ص 161-162.
- 26 Rangarajan K. Sundaram, **Derivatives in Financial Market Development**, (by International Growth Centre, London, February 2013), p 8 , sur le site: [theigc.org/wp-content/uploads/2014/09/Sundaram-2013-Working-Paper.pdf](http://theigc.org/wp-content/uploads/2014/09/Sundaram-2013-Working-Paper.pdf); le: 13/12/2014, à 15:21
- 27 Dubravko Mihaljek, Frank Packer, **Derivatives in emerging markets**, (BIS Quarterly Review, December 2013), p 56 , sur le site: [asianbondsonline.adb.org/publications/external/2013/bis\\_quarterly\\_review\\_sep\\_2013.pdf](http://asianbondsonline.adb.org/publications/external/2013/bis_quarterly_review_sep_2013.pdf); le: 14/12/2014, à 20:27
- 28 Rangarajan K. Sundaram , Op. Cit, p 9
- 29 Dubravko Mihaljek, Frank Packer, Op. Cit, p57
- 30 Ipd, p 59
- 31 Rangarajan K. Sundaram , Op. Cit, p 8
- 32 **Derivatives Markets in Emerging Countries**, (ICSA Emerging Markets Committee, May 2012), p 4, sur le site : [icsa.bz/img/research\\_pdf/Derivatives%20Markets%20in%20Emerging%20Countries\(2012.05\).pdf](http://icsa.bz/img/research_pdf/Derivatives%20Markets%20in%20Emerging%20Countries(2012.05).pdf) ; le: 14/12/2014, à 19:37
- (\*) CCP "Central Counterparty": وهي عبارة عن مقاصة للمشتقات المالية وتقوم بجميع وظائف المقاصة العادية، وهي تقوم بالحد من التعرض للمخاطر من خلال قيامها كطرف مقابل بتصنيف AAA .
- (\*) "Self-Regulatory Organization" SRO: منظمات غير الحكومية لديها القدرة على إنشاء وفرض اللوائح والمعايير الصناعية، أهم أولوياتها حماية المستثمرين من خلال إنشاء قواعد التي تعزز الأخلاق والمساواة، ومن أمثلتها جمعية تجار الاستثمار في كندا، والرابطة الوطنية لتجار الأوراق في الولايات المتحدة.
- 33 Walter Stuber, **Brazil: Derivatives Regulation In Brazil**, 17 March 2010, sur le site : [mondaq.com/x/96020/Commodities+Derivatives+Stock+Exchanges/Derivatives+Regulation+In+Brazil](http://mondaq.com/x/96020/Commodities+Derivatives+Stock+Exchanges/Derivatives+Regulation+In+Brazil) ; le: 16/12/2014, à 20:10
- 34 Randall Dodd, Stephany Griffith-Jones, **Brazil's Derivatives Markets: Hedging, Central Bank Intervention and Regulation**, Research Sponsored by ECLAC/CEPAL, 19 December 2007, p3, sur le site : [stephanygj.net/papers/Brazil\\_July31\\_07.doc](http://stephanygj.net/papers/Brazil_July31_07.doc); le: 16/12/2014, à 20:10
- 35 **Derivatives Markets in Emerging Countries**, Op. Cit, p 5.
- 36 Alexander Camargo, **Exchange-Traded Derivatives in Brazil**, (Celent & a division of Oliver Wyman, brazil, November 2011), p20
- 37 Cheol-Ho Park, **How to Improve the Exchange Traded Derivatives Market in Korea**, CAPITAL MARKET PERSPECTIVE : (Korea, Vol. 3, No.2, 2011); p 22.
- 38 ارتفاع حجم تداول الأسهم في ناسداك دبي خلال فبراير 61%، على الموقع: [albayan.ae/economy/1265974950134-2010-03-15-1.229029](http://albayan.ae/economy/1265974950134-2010-03-15-1.229029); le: 18/12/2014 à 23 :10
- 39 [nasdaqdubai.com/products/derivatives](http://nasdaqdubai.com/products/derivatives) ; le : 18/12/2014 à 22 :19
- 40 هاجر يحي، ياسمينه إبراهيم سالم، أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية، الملتقى الوطني الثاني حول واقع الهندسة المالية وآفاق تطبيقها في الجزائر، 28 و 29 أكتوبر 2014، جامعة أدرار، ص 17.

الملاحق

الملحق رقم (02): حجم تداول مشتقات OTC لمعدلات الفائدة في الأسواق الناشئة						
OTC interest rate derivatives turnover in emerging market jurisdictions <sup>1</sup>						
Daily average in April <sup>2</sup>						
	2007	2010	2013	Growth 2010-13	Contribution to IR derivatives market growth in EMEs 2010-13	Share in EME market 2013
	In billions of US dollars			In per cent		
Total emerging economies	66.8	63.0	83.8	32.9	32.9	100
Total advanced economies	1,618.7	1,990.7	2,259.2	13.5	.	.
Asia	58.0	49.0	67.1	37.0	29.4	80.1
Hong Kong SAR	11.6	12.1	18.7	54.4	10.7	22.3
Singapore	37.4	22.0	25.5	16.1	5.7	30.4
Korea	3.9	8.1	5.8	-28.0	-3.7	6.9
Other	5.2	6.8	17.1	150.8	16.7	20.4
Latin America	2.1	7.9	5.2	-34.5	-4.5	6.2
Brazil	0.1	6.6	3.3	-49.7	-5.4	4.0
Mexico	2.0	1.2	1.7	42.2	0.8	2.0
Central and eastern Europe	3.1	1.5	2.5	68.1	1.6	3.0
Poland	2.0	1.2	2.1	81.9	1.5	2.5
Other emerging market economies	3.5	4.6	9.0	94.3	7.1	10.8
Memo:						
With reporting dealers	43.3	39.0	49.3	26.7	.	58.9
With other financial institutions	20.1	21.2	27.3	28.7	.	32.6
With non-financial customers	2.7	2.8	7.0	148.5	.	8.4

<sup>1</sup> Forward rate agreements, interest rate swaps, interest rate options and other interest rate products. <sup>2</sup> Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting (ie "net-net" basis).

### الملحق رقم (01): حجم تداول مشتقات OTC لأسعار الصراف في الأسواق الناشئة


OTC FX market turnover in emerging market jurisdictions – by instrument


Daily average in April<sup>1</sup>

	2007	2010	2013	Growth 2010-13	Contribution to FX market growth in EMEs 2010-13	Share in EME FX market 2013	Share in advanced economies 2013
	In billions of US dollars			In per cent			
FX derivatives	299.2	380.3	535.5	40.8	26.6	69.3	60.4
Outright forwards	46.7	73.0	105.8	45.0	5.6	13.7	12.6
FX swaps	230.6	276.8	373.0	34.8	16.5	48.3	40.6
Currency swaps	4.0	6.8	8.8	29.4	0.3	1.1	1.0
Options and other products	17.8	23.8	47.9	101.8	4.1	6.2	6.3
Spot	187.9	202.8	236.8	16.8	5.8	30.7	39.6
Derivatives-to-spot ratio:							
Emerging market economies	1.6	1.9	2.3				
Advanced economies	2.5	1.6	1.5				

<sup>1</sup> Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting (ie "net-net" basis).

Source : Dubravko Mihaljek, Frank Packer, Derivatives in emerging markets, (BIS Quarterly Review, December 2013), p p57,60 , sur le site: [asianbondsonline.adb.org/publications/external/2013/bis\\_quarterly\\_review\\_sep\\_2013.pdf](http://asianbondsonline.adb.org/publications/external/2013/bis_quarterly_review_sep_2013.pdf); le: 14/12/2014, à 20:27

الملحق رقم (04): يوضح خصائص العقود المستقبلية لمؤشر FTSE في بورصة ناسداك	
<b>NASDAQ Dubai FTSE Index Futures</b>	
Contract Specifications	
PARAMETER	SPECIFICATIONS
Currency	USD
Contract Size	10
Maturity	1, 2 and 3 months
Tick Size	0.25 index point/ USD 2.5 (tick size and value)
Settlement type	Cash
Expiration Day	3rd Thursday of the expiry month
Settlement day	business day following maturity day
Listing of new contract month	Thursday prior to maturity
Reuters Code	FTUAED
Bloomberg Code	DUAEX Index
	

الملحق رقم (03): يوضح خصائص عقود الخيار لمؤشر FTSE في بورصة ناسداك دبي	
<b>NASDAQ Dubai FTSE Index Options</b>	
Contract Specifications	
PARAMETER	SPECIFICATIONS
Currency	USD
Contract Size	\$ 10 times the Index value
Contract Months	Any month to a maximum of 5 years from the current date
Settlement type	Cash settled
Expiration Settlement Price	Official opening price of the contract series as provided to NASDAQ Dubai by FTSE
Last Trading Day /Maturity Day	Any Business Day within the contract expiry month
Settlement Day	The Business Day following the Maturity Day
Exercise Style	European
Strike Price	Any price expressed to 3 decimals
Strike Price	Any price expressed to 3 decimals
Tick size definitions	
PRICE RANGE	TICK SIZE
Below 2.00	0.001
Between 2.00 and 10.00	0.005
10.00 and above	0.01
	

Source : [nasdaqdubai.com/products/derivatives](http://nasdaqdubai.com/products/derivatives) ; le : 18/12/2014 à 22 :19

**الملحق رقم (06):** يوضح خصائص عقود الخيار للأسهم في بورصة ناسداك دبي

**NASDAQ Dubai Single Stock Options**

**Contract Specifications**

PARAMETER	SPECIFICATIONS
Underlying	Any eligible security listed on and approved by the NASDAQ Dubai
Currency	USD
Contract Size	100 underlying shares
Contract Months	Any month to a maximum of 5 years from the current date.
Settlement Type	Cash settled
Expiration Settlement Price	Official closing price on the last trading day
Last Trading Day /Maturity Day	Any Business Day within the contract expiry month
Settlement Day	The Business Day following the Maturity Day
Exercise Style	European
Strike Price	Any price expressed to 3 decimals

**Tick size definitions**

PRICE RANGE	TICK SIZE
Below 2.00	0.001
Between 2.00 and 10.00	0.005
10.00 and above	0.01

**ناسداك دبي**  
**NASDAQ DUBAI**

**الملحق رقم (05):** يوضح خصائص العقود المستقبلية للأسهم في بورصة ناسداك دبي

**NASDAQ Dubai Single Stock Futures**

**Contract Specifications**

PARAMETER	SPECIFICATIONS
Currency	USD
Contract Size	100
Maturity	1,2 and 3 months
Settlement Type	Cash settled
Expiration Day	3rd Thursday of the expiry month
Settlement Day	Business day following the Expiration Day
Future Type	Daily settled future with cash settlement upon expiration
Listing of new expiry month	Thursday prior to expiry day

**Tick size definitions**

PRICE RANGE	TICK SIZE
Below 2.00	0.001
Between 2.00 and 10.00	0.005
10.00 and above	0.01

**ناسداك دبي**  
**NASDAQ DUBAI**

Source: [nasdaqdubai.com/products/derivatives](http://nasdaqdubai.com/products/derivatives) ; Op. Cit

### الملحق رقم (07): يوضح أسهم الشركات المدرجة في مؤشر FTSE NASDAQ

- Agthia Group
- Abu Dhabi Commercial Bank (ADX)
- Air Arabia (DFM)
- Aldar Properties (ADX)
- Arabtec Holdings (DFM)
- Aramex (DFM)
- Dana Gas (ADX)
- DFM (DFM)
- DP World
- Drake & Skull International (DFM)
- Dubai Investments (DFM)
- Dubai Islamic Bank (DFM)
- EMAAR Properties (DFM)
- Emirates NBD
- First Gulf Bank/UAE (ADX)
- National Bank of Abu Dhabi (ADX)
- Sorouh Real Estate (ADX)
- Union National Bank
- Union Properties (DFM)
- Waha Capital (Ocean International Leasing) (ADX)

Source: [nasdaqdubai.com/products/derivatives](http://nasdaqdubai.com/products/derivatives) ; Op. Cit