

دراسة تحليلية لأدوات التغطية ضد مخاطر السوق - مشتقات أسعار الفائدة أمودجا -  
**Analytical study of hedging instruments against market risks**  
**-Interest rate derivative contracts as a model-**

د. عبد القادر لحسين<sup>1</sup>

<sup>1</sup> جامعة أحمد دراية، مخبر دراسات التنمية المكانية وتطوير المقاولاتية في الجزائر - أدرار (الجزائر)،

lahciene.aek@univ-adrar.edu.dz

تاريخ النشر: 2022/06/30

تاريخ القبول: 2022/06/08

تاريخ الارسال: 2022/04/11

**ملخص:**

يهدف البحث إلى إجراء دراسة تحليلية لأسواق مشتقات أسعار الفائدة داخل البورصة وخارجها، ومعرفة طبيعة الأدوات المالية المتحوط بها ضد مخاطر السوق وبالأخص مخاطر تقلبات أسعار الفائدة، حيث أن عملية التحليل تمت حسب: نوع الأدوات المالية، الأسواق المالية محل التداول، نوع العملات المستخدمة، الأطراف المتدخلة، وأخيرا آجال استحقاق العقود، معتمدين في ذلك على المنهج الوصفي التحليلي، استنادا لما يوفره بنك التسويات الدولية من بيانات وإحصائيات وتقارير حول عقود المشتقات المالية المتداولة في مختلف مناطق العالم وذلك خلال الفترة من 2019 إلى سبتمبر 2021.

وتوصلت الدراسة إلى أن الأطراف المتعاملة في سوق المشتقات المالية يستخدمون العقود المستقبلية وعقود المبادلات على أسعار الفائدة بشكل أكبر كأدوات للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة على المدينين القصير والمتوسط، في المقابل هناك فئة أخرى مستعدة للتحمل هذه المخاطرة والمضاربة بها، كما تهيمن أسواق أمريكا الشمالية والاتحاد الأوروبي وعملي الدولار والأورو على عقود مشتقات أسعار الفائدة المتداولة داخل بورصة العقود المستقبلية والخيارات وخارجها.

**كلمات مفتاحية:** بورصة المشتقات المالية، أسعار الفائدة، التحوط، العقود الآجلة والمستقبلية، عقود المبادلات

**تصنيفات JEL :** G32 ; F34 ; E43

**Abstract :**

the research aims to conduct an analytical study of the markets for interest rate derivatives from inside and outside the stock exchange, also to identify the nature of the financial instruments that are hedged against market risks, especially the risks of fluctuations in interest rates, as the analysis process was carried out according to: the type of financial instruments, the financial markets on trade, the type of currencies used, The intervening parties, and finally the contracts maturity dates, relying on the descriptive analytical approach. based on the data, statistics and reports provided by the Bank for International Settlements related to financial derivative contracts traded in various regions of the world during the period, from 2019 to September 2021.

The study has reached a number of conclusions, among the most important of them is that the parties involved in the financial derivatives market, including traders, financial institutions, and agents

use more future contracts and swap contracts on interest rates as tools to hedge against the risks of interest rate fluctuations in the short and medium term. On the other side, there is another group who is ready to bear this state risk and speculate. In addition, the study has concluded that the markets of North America, the European Union and the Euro, dollar currencies dominate the derivative contracts, the interest rates traded inside and outside the future contracts and options exchange.

**Keywords:** financial derivatives exchange, interest rates, hedging, forward and futures contracts, swaps contracts.

**JEL Classification Cods :** E43 ; F34 ; G32

## المقدمة:

تعد الأسواق المالية العالمية وأسواق السلع الرئيسية محركا هاما للنشاط الاقتصادي على المستوى الدولي، فتدفقات رؤوس الأموال عبر العالم في شكل استثمارات أجنبية مباشرة وغير مباشرة إضافة إلى حركية السلع الإستراتيجية تمر حتما على الأسواق سواء كانت منظمة (البورصة) وغير منظمة، ويتدخل في هذه العملية أطراف متعددة من تجار ووسطاء ماليين وعملاء غير ماليين وحتى مؤسسات مالية مركزية، بغرض تسهيل إبرام عقود آجلة قصيرة، ومتوسطة وطويلة الأجل وتسويتها في تاريخ الاستحقاق؛ هذا النشاط يكتنفه مجموعة من المخاطر المالية تؤثر على حجم الأرباح وعوائد الاستثمارات المالية، ومن بين هذه المخاطر نجد المخاطر المتعلقة بتقلبات الأسعار أو ما يعرف بمخاطر السوق التي تأتي في مقدمتها مخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف الأجنبي إضافة إلى تقلبات أسعار حقوق الملكية والسلع الرئيسية.

وفي هذا المجال ظهرت الحاجة ماسة إلى لإيجاد استراتيجيات وأساليب للتحوط (التغطية) ضد مخاطر السوق التي لا يمكن للأسواق تجنبها باستخدام إستراتيجية التنويع، وللحد من هذه المخاطر تم ابتكار أدوات مالية في شكل عقود مالية مشتقة (أبرزها عقود المستقبلات والعقود الآجلة، عقود الخيارات، عقود المبادلات) والتي تعرف في علم الهندسة المالية بعقود المشتقات المالية، والتي هي عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة الموجودات الحقيقية أو المالية الأخرى وتتنوع هذه العقود وفقا لطبيعتها ومخاطرها وأجال استحقاقها، فإبرام عقود مالية مشتقة ملحقه بالعقود الأصلية أصبح أمر واقع لكل متعامل في الأسواق المالية وأسواق السلع لتجنب تقلبات غير متوقعة على الأسعار خاصة أسعار الفائدة التي تؤثر مؤثرات ومغيرات اقتصادية كلية مسببة عدم الاستقرار في الأسواق، وعلى هذا الأساس جعل من أدوات الهندسة المالية الأنسب استخداما من طرف العملاء الماليين وغير الماليين في عمليات التحوط والمضاربة.

## أ. مشكلة البحث

نظرا لأهمية التحوط ضد مخاطر السوق للأطراف المتدخلة في الأسواق المالية العالمية وأسواق السلع الرئيسية، باتخاذ مراكز عكسية بين البائعين والمشتريين (المصدرين والمستوردين) أثناء إبرام عقود آجلة ومستقبلية على أصول مالية أو مادية تجنبنا للمخاطر، وفي هذا السياق نجد أن تقلبات أسعار الفائدة تعد من بين المخاطر السوقية التي لا يمكن تجنبها باعتبارها مخاطر نظامية متباينة بين سوق مالي وآخر ومن فترة إلى أخرى، وإنما تدبير أدوات للتحوط منها، ومن بين هذه الأدوات نجد عقود المشتقات المالية، وعلى هذا الأساس نطرح الإشكال التالي: ما هي حدود استخدام عقود المشتقات المالية للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة؟.

## ب. فرضيات البحث

كإجابة أولية على إشكالية البحث نطرح الفرضية التالية: لعقود المشتقات المالية بمختلف أنواعها المتداولة في سوق المشتقات، أهمية نسبية متباينة من فترة إلى أخرى ومن أسواق مالية إلى أخرى بغرض استخدامها في التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة في السوقين المنظم وغير المنظم.

## ج. أهمية البحث

يستمد الموضوع أهميته من كون مخاطر السوق تدخل ضمن المخاطر العامة التي لا يمكن تجنبها بالتنوع، لذا من الضروري للمتعاملين في الأسواق المالية والسلعية الإستراتيجية البحث عن أساليب وأدوات للتحوط منها وإدارتها لتدني مستوى المخاطر، وفي هذا السياق تعد أدوات الهندسة المالية (عقود المشتقات المالية) أحد الوسائل المستخدمة في التحوط والمضاربة على تقلبات الأسعار خاصة أسعار الفائدة والصراف الأجنبي، وتبعاً لذلك جاء البحث ليركز على دراسة مختلف الجوانب المتعلقة باستعمال عقود المشتقات في التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة.

## د. أهداف البحث

يهدف البحث لتحقيق ما يلي:

- ✓ إثراء الجانب النظري لموضوع تطبيقات أدوات الهندسة المالية في الصناعة المالية؛
- ✓ تحليل مختلف الجوانب المتعلقة بالأدوات المالية المستخدمة في التحوط (التغطية) ضد مخاطر أسعار الفائدة؛
- ✓ تحليل أسواق عقود المشتقات على أسعار الفائدة في البورصة وخارجها.

## و. منهج البحث

لمعالجة إشكالية البحث اتبعنا المنهج الوصفي في الجانب المتعلق بالإطار المعرفي للبحث، أما الدراسة التطبيقية للبحث التي شملت السوق العالمي للمشتقات المالية على أسعار الفائدة، اعتمدنا فيها على المنهج التحليلي للبيانات المالية والإحصائيات الخاصة بأسواق المشتقات الصادرة على بنك التسويات الدولية.

## ز. مجال وفترة البحث

من أجل تحقيق أهداف البحث بشكل عام، شمل البحث السوق العالمي لعقود المشتقات المالية على أسعار الفائدة المتداولة في البورصة وخارج البورصة بالقيم السوقية الإجمالية، طبقاً لما يصدره بنك التسويات الدولية من إحصائيات دورية حول سوق المشتقات، شهرية كانت أو نصف سنوية وحتى سنوية، خلال الفترة من 2019 إلى سبتمبر 2021.

## ح. تقسيمات البحث

جاء هذا البحث كدراسة تحليلية لعقود المشتقات المالية المستخدمة في عمليات التحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة من خلال البيانات والإحصائيات التي يصدرها بشكل دوري بنك التسويات الدولية حول المشتقات بسوقها المنظمة وغير المنظمة، ولهذا الغرض تم تقسيم البحث إلى محاورين، حيث تناولنا في المحور الأول إلى طبيعة عقود المشتقات المالية المستخدمة في التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة، وخصصنا المحور الثاني لتحليل سوق المشتقات المالية على أسعار الفائدة المتداولة في البورصة

وخارجها خلال فترة البحث تبعا لنوع الأدوات وفترة الاستحقاق، طبيعة العملات المستعملة ومحل تداول عقود مشتقات على أسعار الفائدة.

## 1. الإطار النظري للبحث

اكتسبت أدوات الهندسة المالية (أو ما يعرف بالمشتقات المالية) أهميتها بعد انفتاح الأسواق المالية وإزالة الحواجز والقيود التي كانت تحد من انتقال رؤوس الأموال فضلا عن المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية لابتكار أحدث الأدوات المالية وطرحها في الأسواق وتشجيع المستثمرين للتعامل بها، وتتخذ هذه الأدوات أشكالا مختلفة ومنها الخيارات والمستقبليات والمبادلات والعقود الآجلة والتي سيتم توضيحها لاحقا.

### 1.1. تعريف أدوات الهندسة المالية

في عالمنا اليوم فان الأسواق العالمية تستخدم المشتقات المالية لأغراض المضاربة وبصورة كبيرة على الرغم من الهدف الأساسي لتلك الأدوات وهو الحد من المخاطر التي تواجه المتعاملين في تلك الأسواق، وهذا ما أشارت إليه إحدى الدراسات التي قام بها مكتب مراقبة العملات في الولايات المتحدة الأمريكية والتي توصلت إلى أن نسبة عمليات المتاجرة بالمشتقات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية والتي يتم من خلالها التسليم الفعلي للموجودات المباعة هي (2.7 بالمائة) من إجمالي العمليات وان هذه النسبة تمثل عمليات التحوط بتلك الأدوات أما الجزء الآخر من عمليات المشتقات المالية كان يستخدم لأغراض المضاربة بنسبة (97.3 بالمائة). حيث تعد عقود المشتقات أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلال أدوات لدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر والتحوط ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسواق وأخيرا المضاربة(عبد الحميد، 2005، ص61). كما عرفت أيضا بأنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن انتقال الملكية لأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري(BIS, 1995).

وعلى هذا الأساس تتميز عقود المشتقات المالية بالخصائص التالية:

- ✓ تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للموجودات المالية أو الحقيقية محل التعاقد مثل سعر الفائدة الحالي أو سعر الورقة المالية الحالي أو أسعار السلع؛
- ✓ إن عقود المشتقات المالية عادة لا تتطلب استثمارات مبدئية كبيرة لان ملكية الموجود محل التعاقد لا تنتقل إلى الطرف المشتري؛
- ✓ غالبا ما يتم تسوية العقود المالية للمشتقات في تاريخ مستقبلي محدد؛
- ✓ تقلب قيمة هذه العقود أكبر من تقلب قيمة الموجود الضمني لأنها تتعلق بفقرات خارج الميزانية العمومية.

## 2.1. أنواع أدوات الهندسة المالية

**1.2.1 عقود الخيارات:** هي "عقود تمثل حقا للمشتري (وليس التزاما) في بيع أو شراء شيء معين، بسعر معين (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية معينة، ويلتزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ معين محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشريطية، وهذه العلاوة غير قابلة للإرجاع سواء نفذ المشتري حقه أو لم ينفذ" (عبد الكريم، 2013، ص 108)؛ ولعقود الخيارات ثلاثة أنماط هي: (فوزي، 2008، ص 132)

✓ تنفيذ الخيار في أو قبل تاريخ التنفيذ ليصبح بعدها مالكا للموجود؛

✓ بيع عقد الخيار في السوق المنظمة للخيارات قبل تاريخ التنفيذ؛

✓ ترك الخيار لتنتهي صلاحيته ويصبح من دون قيمة.

وهناك عدة تقسيمات للخيارات المالية تختلف حسب زاوية النظر، من أشمل التقسيمات نجد: (حبش، 1999، ص 203)  
أ. اختيار الشراء أو الطلب: وهو عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق شراء أصل معين (سلعة أو أسهم مثلا) خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق) وبالسعر التنفيذ المسمى في العقد، فعقد اختيار الشراء يلزم بائع الاختيار (محرر العقد) ببيع الأصل لمشتري الاختيار إذا رغب في الشراء أما المشتري فله الحق في:

✓ أن يحتفظ بعقد الاختيار لوقت لاحق؛

✓ أن يبيع حق الاختيار لآخر (وهو بيع للحق وليس للأصل)؛

✓ أن يمارس حقه في تنفيذ حق الخيار مع بائعه.

ب. خيار البيع أو الدفع: هو عملية عكسية لخيار الشراء، فهو عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق بيع أصل مالي معين، خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق) وبسعر التنفيذ المسمى في العقد، وعليه فعقد خيار البيع يلزم بائع الخيار بشراء الأصل من مشتري الخيار إذا رغب في البيع، أما مشتري الخيار فله الحق في:

✓ ممارسة حقه في بيع الأصل مقابل السعر المحدد؛

✓ بيع الخيار في السوق وإلغاء وضعيته؛

✓ المحافظة على حقه دون تنفيذ إلى أن ينقضي تاريخ الاستحقاق ويسقط حقه في البيع.

ج. الخيار حسب الأصل محل العقد: إن أول أنواع عقود الخيارات هي خيارات الأسهم التي بدأت منذ قرون إلا أن عقود الخيارات لم تقتصر فقط على خيارات الأسهم، ولكن ظهرت أنواع أخرى مثل: خيارات أسعار الفائدة وخيارات العملة (الريبيعي وآخرون، 2011، ص 202)، إضافة إلى خيارات النفط والمعادن الثمينة والسلع الرئيسية (خاصة الزراعية منها).

د. الخيارات على المستقبلات: هي اتفاقيات بين مشتري وبائع تمنح حامل العقد الحق في شراء أو بيع عقد مستقبلي بسعر محدد، في أو قبل تاريخ انتهاء الصلاحية، مقابل علاوة معينة، هذا وتحظى عقود خيارات مستقبلات أسعار الفائدة بأهمية كبيرة فيما بين المتعاملين، وذلك بسبب كفاءة أسواقها وسيولتها وسهولة التعامل بها والمنافع التي توفرها للمستثمرين والمضاربين والمتحوظين؛

هـ. خيارات المبادلات: يجمع هذا النوع من العقود بين خصائص عقود الخيارات وعقود المبادلات، ويستمد الخاصية الرئيسية من عقود الخيارات، وهي عقود تعطي لحامل العقد الحق في استلام معدل ثابت للعوائد، ليدفع في المقابل معدلا معوما إلى طرف

خيارات مبادلات البيع، الذي يستلم معدلا معوما للعوائد ليدفع معدلا ثابتا، وأن ما يدفع إلى إبرام هذا النوع من العقود هو استمرار الشعور بتأثير مخاطر الفوائد خاصة وأن خيارات المبادلات توفر للمشتري حق الاختيار(الربيعي وآخرون، 2011، ص 246).

## 2.2.1 العقود الآجلة والعقود المستقبلية

**1.2.2.1 العقود الآجلة:** العقد الآجل هو: "اتفاق بين طرفين لتبادل أصل بسعر محدد في تاريخ محدد، وفي ظل هذا العقد يلتزم المشتري بشراء أصل ويلتزم البائع ببيعه بهذا السعر في التاريخ المحدد للتنفيذ"(عبد العال، 2001، ص 116)؛ وتتميز عن بقية عقود الأدوات المالية الأخرى بـ:(خالد، 2012، ص 74)

- المرونة: حيث لا تكون العقود الآجلة بصفة عامة معيارية، وهذا يعني أن كل من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد، ولذلك فإنهما يمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها لأي سلعة؛

- تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

**2.2.2.1 العقود المستقبلية:** أسواق المستقبلية المالية والخيارات من بين أكثر الإبداعات والابتكارات التي حدثت في الأسواق والتي بان وضوح تطورها في السنوات الأخيرة، وكذا نمت نمو متسارعا، وأصبحت الأسواق المستقبلية تلعب الدور المهم في الاستثمار العالمي اليوم، وقد أفرز الاهتمام بهذا الجانب الاستثماري إلى إيجاد أدوات جديدة تشتمل على الأساليب المستعملة في المستقبلية.

وعرفها منير إبراهيم هندي(1995، ص 323) المستقبلية بأنها "عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته".

فالعقود المستقبلية متعددة ومتشعبة ومن الصعب حصرها، وتشمل سلعاً حقيقية (مثل: البن، السكر، القطن، النفط، المعادن الثمينة، الحبوب..) أو مالية (مثل: الأسهم والسندات والودائع والعملات الأجنبية..) أو مؤشرات السوق المالي، ويجري التعامل بها في بورصات العقود المستقبلية، ومن بين الأسواق النشطة في التعامل بالعقود المستقبلية نجد: الولايات المتحدة الأمريكية من خلال 11 بورصة للمعاملات المستقبلية، سيدني، هونج كونج وطوكيو، باريس ولندن وغيرها؛ ويمكن تقسيم العقود المتاحة في سوق المستقبلية إلى مجموعتين هما:(الربيعي وآخرون، 2011، ص 58)

✓ مستقبلية السلع والسلع الأساسية التي تشمل تشكيلة واسعة من المنتجات الزراعية، المعادن

الثمينة، وكذا العقود على السلع الأساسية (مثل: النحاس، الخشب) والعقود على المنتجات النفطية المختلفة، وقد وجدت أسواق المستقبلية لتحوط استثمارات المستثمر ضد المعاكسة للأسعار للأسعار؛

✓ العقود المالية المستقبلية: في عام 1971 بدأت الاقتصاديات الغربية المتقدمة السماح بتعويم

عملاتها بما يعني السماح بتقلب أسعار الصرف، مما فتح الطريق لقيام سوق النقد الدولي والتي تعد سوقا معاونة لبورصة

شيكاجو للتجارة، والتي تخصص في العقود المستقبلية على العملات الأجنبية، وكانت هذه هي أولى العقود المستقبلية التي أطلق عليها العقود المستقبلية المالية.

**3.2.1 عقود المبادلات:** عقد المبادلة هو: "اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهدان بموجبه إما على مقيضة الدفعات التي ترتبت على التزامات كان قد قطعها كل منهما للطرف الآخر دون الإخلال بالالتزام الأصلي لأي منهما تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو مقيضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول" (الربيعي وآخرون، 2011، ص 364). وتعد عقود المبادلات واحدة من أهم أدوات الهندسة المالية مع الخيارات والمستقبليات وأنسب ما توصلت إليه علوم الهندسة المالية من طرق للتحوط ضد المخاطر. ولعقود المبادلة خمسة أنواع:

أ. المبادلة الخيارية: هي عقد خيار لمبادلة أسعار فائدة يعطي حامله الحق وليس الالتزام للدخول في صفقة مبادلة أسعار فائدة ثابتة أو متغيرة، خلال مدة محددة مستقبلية بشروط يتم الاتفاق عليها وقت التعاقد على الخيار، والغرض من المبادلة الخيارية هو إتاحة الفرصة للعميل المقترض للاستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة خلال فترة معينة قادمة، وبالتالي يمكنه احتواء تكلفة التمويل عندما يتمكن من تثبيت سعر الفائدة عند نسبة معينة، ويدفع مشتري الخيار حامل الحق علاوة للبائع للاستفادة من هذا الحق، وبذلك يكون قد حصل على ضمان بأن سعر الفائدة الذي سيدفعه على مبلغ معين قد تم تثبيته سلفاً، وذلك مقابل سداد علاوة معينة تؤمنه ضد مخاطر تحرك سعر الفائدة في غير صالحه، والطرف البائع لعقود المبادلة الخيارية إما أن يكون بنكا تجاريا، أو بنك استثمار، وتتحمل هذه البنوك مخاطر تغير أسعار الفائدة مقابل الحصول على علاوة الخيار (مدحت، 2001، ص 131).

ب. مبادلة أسعار الفائدة: تتم بين طرفين كل منهما يرغب في مبادلة نمط مختلف من التدفقات النقدية، مثال ذلك عقد مبادلة أسعار فائدة يبرم بين بنك تجاري وشركة تأمين، يتفق الطرفان على أن يدفع البنك التجاري لشركة التأمين فوائد بسعر فائدة ثابت، على أن تدفع شركة التأمين للبنك فوائد بسعر فائدة متغيرة، وذلك على أساس مبلغ مفترض يتفق عليه الطرفان، وتكمن قيمة العقد بالنسبة للطرفين على سعر الفائدة على الأصل المرجعي في السوق الحاضر، والذي على أساسه يتحدد سعر الفائدة المتغير (منير، 2009، ص 9).

ج. مبادلات العملة: من الأمور الشائعة أن تقترض إحدى المنشآت بعملة ما مع أنها قد تكون في حاجة إلى عملة غيرها، مثل هذه المنشآت تتوجه إلى أحد المشتغلين بالمناجزة في المبادلات والذي يوفق بين تلك المنشأة ومنشأة أخرى تحتفظ بمركز عكسي، ويقوم بإعداد الترتيبات اللازمة لتبادل المنشأتين للتدفقات النقدية (رضوان، 2005، ص 231).

د. مبادلات البضائع: هي ترتيبات منظمة لمبادلة الأسعار الثابتة بالمتغيرة، ورغم أن أسواق السلع لم تعرف سابقا سوى العقود المستقبلية، إلا أن أحد أهم التوسعات في تقنيات المبادلات حصل في أسواق السلع، وأن أغلب عقود المبادلات المستعملة في السلع، هي في أسواق المنتجات البترولية، وأسواق الذهب والنحاس (الربيعي وآخرون، 2011، ص 386).

هـ. المبادلات الائتمانية: وهي من المبادلات التي تسمح للمؤسسات المالية بالتحوط من مخاطرة الائتمان (الربيعي وآخرون، 2011، ص 357)، وهذا النوع مهم جدا لسببين الأول هو أن هناك احتمال كبير بأن مخاطرة تسبب الفشل للمؤسسات المالية أكثر من

باقي المخاطر، والسبب الثاني هو أنها تسمح للمؤسسات المالية بالمحافظة على علاقات جيدة مع الزبائن الذين يحملون قروضا طويلة الأجل.

### 3.1. أسواق المشتقات المالية والمتدخلون فيها

#### 1.3.1 أسواق المشتقات المالية

يتم التعامل في أدوات المشتقات المالية من خلال أسواق المشتقات، هذه الأخيرة إما أن تكون أسواقا منظمة أو غير منظمة.

**1.1.3.1 الأسواق المنظمة (Organized Market):** وتعرف أيضا بالسوق الآجل للبورصة، وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات، كتلك المتعلقة بالتسليم والتسوية والحد الأقصى لعدد عقود المضاربة الذي يمكن أن يحوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل (سيد طه، 2001، ص 466).

ويشترط التعامل فيها أن تكون الأوراق المالية مدرجة (مسجلة) في تلك الأسواق ومن المشتقات المالية التي يمكن تداولها في هذه الأسواق هي عقود الخيارات والمستقبليات.

**2.1.3.1 السوق غير المنظمة ("OTC over the counter"):** على عكس السوق المنظمة، السوق غير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة، هذه العمليات التي تتم على مقصورة الأسواق غير المنظمة، هي الأكثر تغييرا للنظام المالي الدولي، بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة، ولأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة، وتتداول أيضا في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيدا (الخيارات، المبادلات، ...).

العمليات في هذه السوق ليست نمطية، بل يتخذ قرارها بشكل مشترك بالاتفاق بين الطرفين المعنيين، بمعنى أنها مهيكلية حسب إرادة الطرفين المعنيين، ويعتبر ذلك إيجابيا بالنسبة للمتدخل الذي حددت العملية على مقاسه، في حين يعتبر ذلك سلبية عامة تتميز بها هذه الأسواق (Gérard, 1999).

#### 2.3.1 المتدخلون في أسواق المشتقات المالية

يمكن تصنيف الذين يستخدمون المشتقات المالية في العصر الحالي إلى فئتين هما: (حمود، 1995، ص 87)

**1.2.3.1 الفئة الأولى: المستخدمون النهائيون:** هم الذين يدخلون هذه الأسواق لتحقيق أهداف معينة تتصل بالتحوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة وتشتمل هذه الفئة على مجموعة واسعة من المؤسسات مثل:

✓ تجار التجزئة: ويستخدم هؤلاء المشتقات بقصد حمايتهم ضد التعرض لمخاطر أسعار الفائدة أو أسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية؛

✓ صناديق المعاشات: ويستخدم هؤلاء المشتقات بقصد حماية العائد على الاستثمار في السندات، أو بغرض تأمين محفظة الأوراق المالية التي تمتلكها ضد التعرض لمخاطر السوق؛

✓ بنوك الاستثمار: تستخدم هذه البنوك المشتقات بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من أحد الأصول المالية حيث يبدو أن السوق الحاضرة لن تكون على استيعاب المعروض بأسعار السوق؛

✓ الشركات العقارية: ووهي تلك التي تباع المباني والأراضي أو تعطي للغير الحق في استخدامها بتأجيرها لعدد من السندات، وتستخدم هذه الشركات المشتقات للحماية ضد تحركات سعر الفائدة على قروض السندات والتي تمثل ديننا في ذمة الشركة؛

✓ الشركات: تلجأ الشركات إلى أدوات المشتقات بغرض الحماية ضد تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على عائد الاستثمار للفائض النقدي؛

✓ المصدرون والمستوردون: يستخدم هؤلاء المشتقات ضد تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات والمدفوعات؛(رضوان، 2005، ص 75)؛

✓ المتحوطون: يهتم المتحوطون بالإقلال من المخاطر التي يواجهونها بالفعل، والغرض من التحوط هو جعل النتائج أكثر تأكيدا ولكنه لا يحسن النتائج بالضرورة؛

✓ المضاربون: في حين أن المتحوطون يردون أن يتفادوا التعرض للتقلبات والتحركات السعرية الخاصة بأصل معين، فإن المضاربين يرغبون في اتخاذ مراكز في السوق وهم إما يراهنون على أن السعر سيرتفع أو على أن السعر سينخفض.(بلعوز، 2013، ص86)

**2.2.3.1 الفئة الثانية: الوسطاء:** فئة الوسطاء أو المتعاملين هم الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات باستخدام هذه الأدوات الجديدة في الأسواق وذلك في مقابل جني إيرادات في شكل رسوم وهوامش عروض البيع والشراء بالإضافة إلى الاستفادة من مراكزهم المالية الخاصة.

## 2. طبيعة الأدوات المالية المستخدمة في التحوط مخاطر أسعار الفائدة

### 1.2 العقود الآجلة والمستقبلية على أسعار الفائدة

**1.1.2 المستقبلية على أسعار الفائدة:** يقصد بالعقود المستقبلية على أسعار الفائدة، المستقبلية القائمة على سندات الدين أو ودائع ما بين البنوك، من الناحية النظرية مشتري مستقبلية السندات يوافق على تسليم السندات (محل التعاقد) عند انتهاء مدة العقد، ويأخذ العقد يوافق على تسليم السند(عبد الكريم، 2012، ص 187).

ومع ذلك، فإن غالبية العقود لا يتم تسويتها عن طريق الاستلام والتسليم، وبدلا من ذلك يتم تداولها قبل انتهاء الصلاحية، وتتغير قيمة العقد (بالزيادة أو النقصان) بشكل عكسي مع تغييرات أسعار الفائدة، فعلى سبيل المثال، إذا ارتفعت عائدات سندات الخزينة، فإن أسعار مستقبلية سندات الخزينة تنخفض، وفي حالة العكس، أي لو انخفضت عوائد سندات الخزينة، ترتفع أسعار مستقبلية سندات الخزينة، هذا ويوجد أنواع كثيرة من عقود مستقبلية أسعار الفائدة، منها: مستقبلية سندات الخزينة، مستقبلية السندات (الخاصة)، مستقبلية الودائع بين البنوك مثل: مستقبلية اليورو-دولار(أحمد، 2007، ص 3).

**2.1.2 اتفاقية الفائدة الآجلة (FRAs):** هي اتفاق بين طرفين-البائع والمشتري- على تطبيق سعر فائدة محدد في المستقبل من ثلاثة شهور إلى سنة على اقتراضه أو على استثماره لمبلغ معين من المال، ويتم التعامل بهذه العقود في الأسواق الموازية (OTC) أو السوق ما بين البنوك ولا يتم التعامل بها في الأسواق المالية النظامية، بهدف التحوط من مخاطر أسعار الفائدة.

إن مشتري اتفاقية الفائدة الآجلة (FRAs) سوف يدفع على أساس فائدة ثابتة، ويقبض على أساس فائدة متغيرة على قيمة وهمية أو نظرية (Notional Principal) لمدة معينة في المستقبل، بينما بائع اتفاقية الفائدة الآجلة سوف يدفع على أساس فائدة متغيرة ويقبض على أساس فائدة ثابتة على نفس القيمة الوهمية أو النظرية.

وتستخدم اتفاقيات الفائدة الآجلة (FRAs) في إدارة مخاطر أسعار الفائدة في البنوك التجارية، فيشتري البنك اتفاقية الفائدة الآجلة عند امتلاك الفجوة السالبة للتحوط من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة، ويبيع اتفاقية الفائدة الآجلة للتحوط من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة عند امتلاك الفجوة الموجبة (brian, 2001).

## 2.2. عقود مبادلات أسعار الفائدة

هي أداة مالية تسمح للمؤسسات المالية للمتاجرة بدفعات الفائدة الخاصة بها للحصول على مطابقة (ملائمة) أفضل لتدفقاتها من المدفوعات الخارجة والداخلية، ويتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المالي، وذلك بسبب اختلاف الملائمة بين المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول اتجاهات تقلبات أسعار الفائدة السوقية من جهة أخرى (الريبي وآخرون، 2011، ص 372).

## 2.3. عقود الخيارات على أسعار الفائدة

عقود الخيارات تعد أداة تحوط ضد مخاطر أسعار الفائدة، إذ يستطيع مالك (مشتري) الخيار أن يبيع لكاتب الخيار سندا ماليا بسعر محدد مسبقا قبل انتهاء صلاحيته إذا كان الخيار خيار بيع؛ أو شراء سند مالي إذا كان الخيار خيار شراء، مقابل علاوة يدفعها لكاتب الخيار، وهناك ثلاثة أشكال للتعامل بخيارات أسعار الفائدة.

**1.3.2 خيارات أسعار الفائدة للأجل القصير:** يعرف خيار سعر الفائدة للأجل القصير، بأنه خيار يعطي حامله أو مالكة الحق في اقتراض/اقتراض مبلغ معين بسعر فائدة معين ولأجل معين، وذلك في تاريخ لا حق يجري تحديده سلفا، وعليه فإن حامل الحق يكون قد حصل على ضمان بأن سعر الفائدة الذي سيدفعه أو يقبضه عن مبلغ معين قد تم تثبيته، وذلك مقابل علاوة معينة تأخذ في الغالب شكل نسبة مئوية من الصفقة قيد الضمان (رياض، 1996، ص 231).

وكغيرها من عقود الخيارات، قد تكون عقود خيار شراء أو بيع، ففي عقد خيار الشراء (خيار المقترض) على أسعار الفائدة يكون للعقد قيمة بالنسبة لمشتريه، وبالتالي يعتمد إلى تنفيذه عندما تكون أسعار الفائدة في السوق، التي عادة ما تقاس بأسعار الليبور، أعلى من سعر الفائدة المتفق عليه، أي سعر التنفيذ، حينئذ يحصل مشتري العقد على سعر الفائدة السائد في السوق، مقابل أن يدفع سعر التنفيذ، وهو ما يناسب التغطية التوقعية ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة، فالقيمة الموجبة للعقد تمثل تعويضا للمنشأة المقترضة عن ارتفاع أسعار الفائدة عندما يحين وقت الاقتراض (منير، 2011، ص 427).

**2.3.2 خيارات أسعار الفائدة للأجل المتوسطة:** عادة ما تغطي عقود الخيارات السابقة فترة واحدة (سنة واحدة)، ولكن كيف أن تتحوط منظمات الأعمال تتعرض لمخاطر تغير أسعار الفائدة على فترات دورية، حيث تحصل على قروض طويلة الأجل بسعر فائدة متغير، وأنه يصعب في لحظة ما، وجود عقود خيارات متعاقبة تمتد لأكثر من سنة، وحتى لو وجدت تلك العقود، فإنه سوقها عادة ما يكون غير نشط، مما يعني ارتفاع سعرها، استجابة لتلك المشكلات ظهر سوق غير منظم للخيارات، صنعته البنوك التجارية وشركات السمسرة الكبيرة، تحرر فيه عقود خيارات متعددة تواريخ التنفيذ، وهناك ثلاثة أنواع من عقود الخيارات المتعددة:

خيار الحد الأقصى لسعر الفائدة ويهم المقترضين، وخيار الحد الأدنى لسعر الفائدة ويهم المقرضين، ثم الخيار الذي يجمع بين الحد الأدنى والحد الأقصى لسعر الفائدة (منير، 2011، ص 444).

**3.3.2 خيارات أسعار الفائدة على العقود الآجلة:** تنفرد هذه الخيارات بين خيارات أسعار الفائدة بأنها الوحيدة التي يجري طرحها وتداولها في أسواق العقود الآجلة وأسواق الخيارات العالمية، وهي تحظى بقبول عام بالنظر إلى كفاءة أسواقها وسيولتها وسهولة التعامل فيها من حيث نمطيتها التامة كوحدة قائمة لذاتها محددة الصفات والشروط والأسعار، ويهتم بهذه الخيارات كل أصناف المتعاملين باعتبارها تخدم المستثمرين والمضاربين والمتحوظين، كل وفق ما يضع من برامج وأهداف.

تعطي هذه الخيارات للمالكها الحق دون الالتزام، لشراء أو بيع عقد آجل معين بسعر تنفيذ معين خلال فترة معينة وهكذا فإن الفرق الرئيسي بينها وبين العقود الآجلة أن المشتري للخيار على عقد آجل لا يلتزم مطلقاً بتنفيذ الشراء أو البيع المتضمن في الخيار، وذلك عكس العقود الآجلة التي يلتزم طرفيها بقدر متساو من الالتزام بالوفاء أو التسليم (رياض، 1996، ص 244). وتوفر في البورصات الرئيسية خيارات على عقود آجلة لأدوات قصيرة الأجل وأخرى طويلة الأجل، وجميعها تتصف بالسيولة التامة، كما أن آجال انتهاء الخيارات المطروحة يكون متفقاً مع نهاية آجال العقود الآجلة المرتبطة بها، كذلك يجب أن ينتبه المتعاملون لطرق عرض الأسعار في هذه الأسواق سواء بالنسبة للعقود الآجلة أو الخيارات المبينة عليها وذلك كما هي في الأسواق الرئيسية.

### 3. الدراسة التحليلية على عقود مشتقات أسعار الفائدة المتداولة في البورصة وخارجها

نتناول في هذا الجانب التحليلي أسواق المشتقات المالية على عقود أسعار الفائدة المتداولة في الأسواق غير المنظمة (OTC) والأسواق المنظمة (البورصة) خلال الفترة (من 2019 إلى جوان 2021) على أساس القيم السوقية الإجمالية، حيث تمت الدراسة التحليلية وفقاً ل: نوع العقود، الأطراف المتعاملة، مدة التسوية، نوع العملات، وأخيراً محل أسواق تداول عقود مشتقات أسعار الفائدة. واستندت الدراسة على البيانات الإحصائية الصادرة عن بنك التسويات الدولية سواء كانت شهرية أو دورية أو نصف سنوية وحتى سنوية.

### 1.3 عقود مشتقات أسعار الفائدة المتحوظ بها في الأسواق غير المنظمة (OTC)

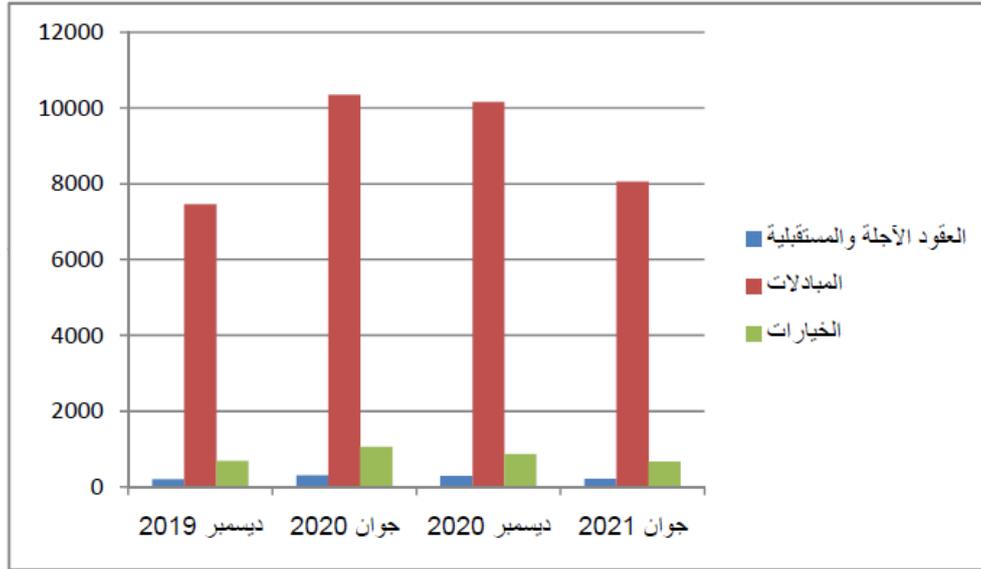
الجدول (01): عقود مشتقات أسعار الفائدة حسب الأداة

الفترة	القيم السوقية الإجمالية			
	ديسمبر 2019	جوان 2020	ديسمبر 2020	جوان 2021
نوع العقد				
العقود الآجلة والمستقبلية	204(2.8%)	312(2.7%)	285(2.6%)	210(2.5%)
عقود المبادلات	7463(89%)	10348(88.3%)	10162(89.7%)	8058(90%)
عقود الخيارات	685(8.20%)	1058(9%)	872(7.7%)	671(7.5%)
إجمالي المبالغ	8352	11718	11319	8940

المصدر: من إعداد الباحث بناء على إحصائيات بنك التسويات الدولية، سوق المشتقات، أنظر الرابط:

[https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6\\_32\\_71](https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6_32_71)

الشكل (01): التوزيع الهيكلي للأدوات المالية المستخدمة في إدارة مخاطر أسعار الفائدة



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول (01)

تبعا لما جاءت به البيانات الإحصائية لأسواق المشتقات المالية الصادرة شهرا ودوريا عن بنك التسويات الدولية، يظهر أن من بين الأدوات المالية الأنسب استخداما في التحوط من مخاطر أسعار الفائدة نجد عقود المبادلات في الدرجة الأولى بنسبة قارت 90 بالمائة بقيمة تراوحت بين 8000 و 10000 بليون \$ رغم التباين الطفيف في حجم تداول هذه العقود خلال فترة الدراسة (2019-2021)، ويعزى لجوء الأطراف المتعاملة في سوق المشتقات على عقود مبادلات أسعار الفائدة لتجنب المخاطر الناجمة على التقلبات غير المرغوب فيها في أسعار الفائدة وأثر ذلك على استثماراتهم، إلى خصائص هذه العقود ومرونة التعامل بها، كون أن الأطراف المتعاقدة يتبادلون المدفوعات النقدية (الفائدة) وليس أصل القرض.

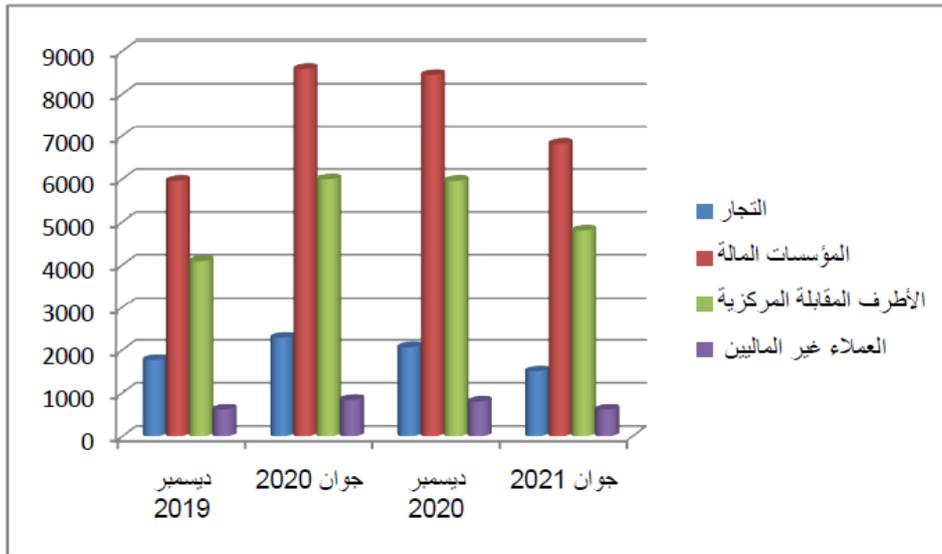
الجدول (02): عقود مشتقات أسعار الفائدة حسب الأطراف المتعاملة

الفترة	القيم السوقية الإجمالية			
	ديسمبر 2019	يون 2020	ديسمبر 2020	يون 2021
الأطراف المتعاملة				
التجار	1772(14.23%)	2289(12.94%)	2069(12%)	1508(11%)
المؤسسات المالية	5962(48%)	8587(48.5%)	8449(48.89%)	6817(49.5%)
الأطراف المقابلة المركزية	4093(33%)	5999(34%)	5963(34.5%)	4807(35%)
العملاء غير الماليين	617(4.77%)	842(4.56%)	801(4.61%)	615(4.5%)
إجمالي المبالغ	12444	17687	17282	13747

المصدر: من إعداد الباحث بناء على إحصائيات بنك التسويات الدولية، سوق المشتقات، أنظر الرابط:

[https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6\\_32\\_71](https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6_32_71)

الشكل (02): يبين طبيعة الأطراف المتعاملة في سوق مشتقات أسعار الفائدة



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول (02)

من خلال الجدول والشكل (02) يتبين أن الفئات التي تتخذ مراكز عكسية (أحدهما متحوط والآخر مضارب) في سوق مشتقات أسعار الفائدة، المؤسسات المالية في المرتبة الأولى ثم الهيئات المركزية في المرتبة الثانية لتأتي فئة تجار الأوراق المالية في المرتبة الثالثة وأخيرا العملاء غير الماليين، تفسير ذلك يرجع إلى أن العمليات الائتمانية التي تقوم بها المؤسسات المالية خاصة البنوك التجارية قائمة أساسا على سعر الفائدة، مما يحتم عليها إبرام عقود مالية مشتقة على العقود الأصلية لتغطية ضد مخاطر تقلبات الأسعار حماية للعوائد وأرباحها في المستقبل، كما أن الهيئات المركزية (البنوك المركزية على سبيل المثال) بعض عملياتها تتم في سوق العملات الأجنبية وفق لأسعار الفائدة، مما يستدعي دخولها في عقود مالية مشتقة بغرض التحوط.

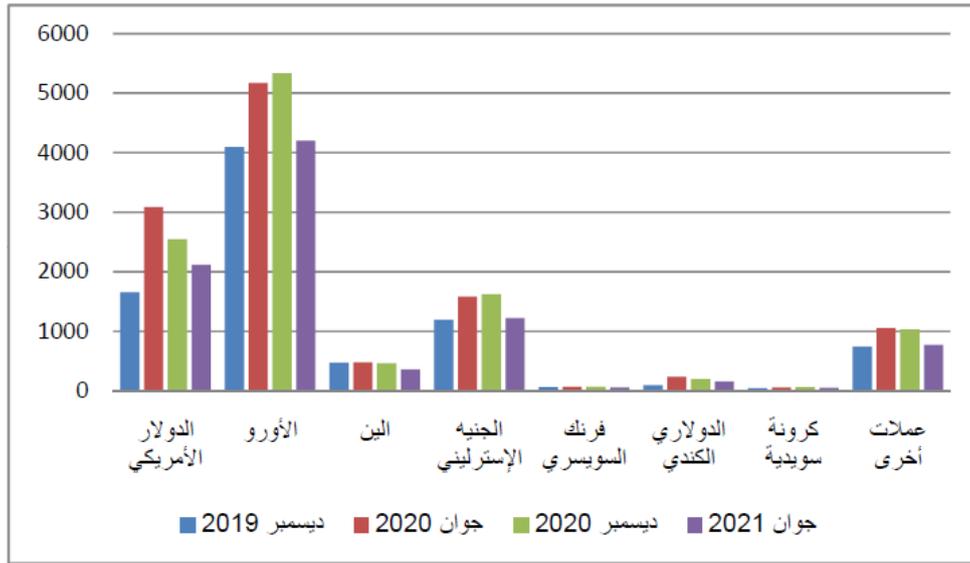
الجدول (03): عقود مشتقات أسعار الفائدة حسب العملات

الوحدة: بليون دولار أمريكي	القيم السوقية الإجمالية			
	ديسمبر 2019	جوان 2020	ديسمبر 2020	جوان 2021
الفترة				
نوع العملة				
الدولار الأمريكي	1657(19.8%)	3086	2544(22.4%)	2115(23.6%)
الأورو	4093(49%)	5168	5335(47%)	4204(47%)
الين	471(5.6%)	476(4%)	463(4.09%)	361(4%)
الجنيه الإسترليني	1194(14%)	1580	1623(14.3%)	1224(13.7%)
فرنك السويسري	58	65	67	55
الدولاري الكندي	91	237	197	158
كرونه سويدية	45	56	59	51
عملات أخرى	744(8.9%)	1050(8.96%)	1029(9.09%)	772(8.63%)
إجمالي المبالغ	8352	11718	11319	8940

المصدر: من إعداد الباحث بناء على احصائيات بنك التسويات الدولية، سوق المشتقات، أنظر الرابط:

[https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6\\_32\\_71](https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6_32_71)

الشكل (03): يوضح العملات الأكثر استخداما في سوق مشتقات أسعار الفائدة



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول (03)

خلال فترة الدراسة يتضح أن سوق المشتقات على أسعار الفائدة خارج البورصة تهيمن عليها ثلاث عملات أجنبية هي: الأورو بنسبة تفوق 46 بالمائة، والدولار الأمريكي بما نسبته 23 بالمائة، والجنيه الإسترليني 13 بالمائة، وهذا يعكس سيطرة هذه العملات على سوق الإقراض الدولي باعتبارها عملات صعبة من جهة، وكبر حجم الاستثمارات الأجنبية التي تتم بين الدول بواسطة هذه العملات في شكل قروض وتدفقات لرؤوس أموال من جهة أخرى.

الجدول (04): عقود مشتقات أسعار الفائدة حسب فترة الاستحقاق

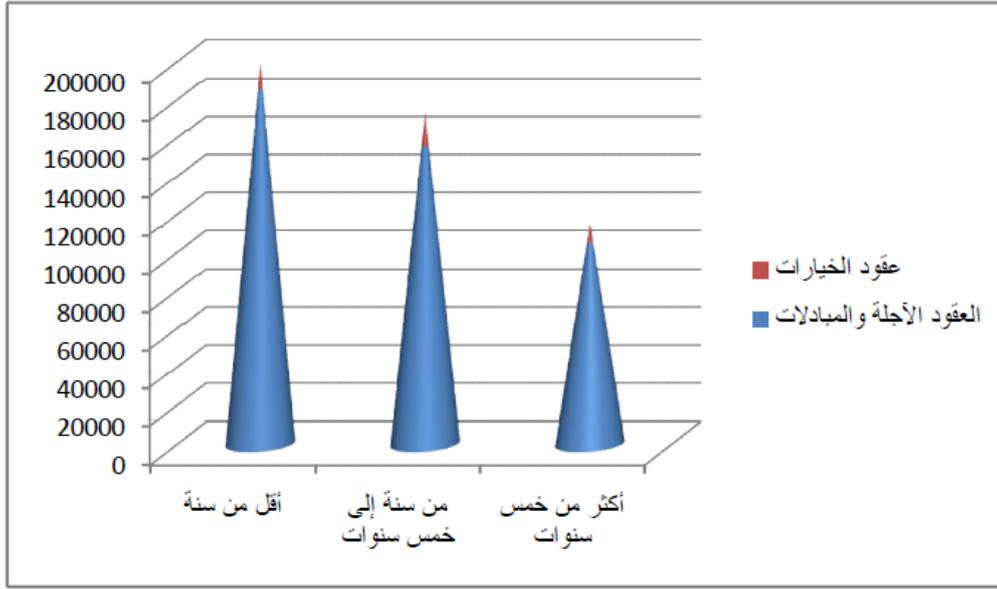
الوحدة: بليون دولار أمريكي	إجمالي	أقل من سنة	من سنة إلى خمس سنوات	أكثر من خمس سنوات
العقود الآجلة والمبادلات	446002	185409	155672	104921
إجمالي الخيارات	41810	13538	17886	10385
إجمالي المبالغ	487811	198947(40.7%)	173558(35.5%)	115306(23.8%)

المصدر: من إعداد الباحث بناء على احصائيات بنك التسويات الدولية، سوق المشتقات، أنظر الرابط:

[https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6\\_32\\_71](https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6_32_71)

بما أن التعامل بأدوات المديونية (خاصة السندات) غالبا ما يتم استحقاقها في المديين القصير والمتوسط الأجل، فإن 75 بالمائة من عقود المشتقات على أسعار الفائدة يتم تسويتها في أجل تنفيذ يتراوح بين أقل من سنة وخمس سنوات و25 بالمائة منها يكون على المدى الطويل (انظر الشكل (04))؛ هذا يعني أن المتدخلين في سوق المشتقات من تجار ومؤسسات مالية وغيرهم يلجؤون بشكل كبير لخيار التحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة أثناء ابرامهم لصفقات قصيرة ومتوسطة الأجل خوفا من وقوعهم في خسائر أو تراجع الأرباح في تاريخ التسوية.

الشكل (04): التوزيع عقود المشتقات على أسعار الفائدة تبعاً لمدة العقد



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات الجدول (04)

بينت الدراسة الإحصائية والبيانات المالية الخاصة بسوق الأدوات المالية المشتقة على أسعار الفائدة خارج البورصة، أن ما بين فترة (ديسمبر 2019 – جوان 2021) تم تداول أكثر من 8 و 11 تريليون دولار أمريكي في هذه الأسواق، مما يعكس موقع سوق المشتقات المالية في الأسواق المالية العالمية بالنسبة لجميع الأطراف المتعاملة في مجال التجارة الخارجية والاستثمار الأجنبي وحتى الإدخار الدولي وأهمية استخدامها لعقود تحوط على عقودهم الأصلية بغرض تجنب التقلبات الحادة في أسعار الفائدة في المستقبل. كما أوضحت الدراسة أن العقود الآجلة وعقود المبادلات تعد الأكثر استخداماً من طرف التجار والمؤسسات المالية في سوق عقود مشتقات أسعار الفائدة من بقية أدوات الهندسة المالية الأخرى.

### 2.3 عقود مشتقات أسعار الفائدة المتحوط بها في الأسواق المنظمة (البورصة)

الجدول (05) أدوات الهندسة المالية المستخدمة في التغطية ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة

الأداة	متوسط حجم التداول			
	2019	2020	Jun 2021	Sep 2021
عقود المستقبلات	6903(76.8%)	5281(79%)	6008(80.85%)	5008(80%)
عقود الخيارات	2081(23.2%)	1403(21%)	1423(19.15%)	1245(20%)
إجمالي المبالغ	8984	6684	7431	6253

المصدر: من إعداد الباحث بناء على إحصائيات بنك التسويات الدولية – سوق المشتقات، نوفمبر 2021، انظر الرابط:

[https://www.bis.org/statistics/extderiv.htm?m=6\\_32\\_616](https://www.bis.org/statistics/extderiv.htm?m=6_32_616)

من خلال الجدول (05) يتبين أن متوسط تداول الأدوات المالية مشتقات على أسعار الفائدة يتم في بورصة العقود المستقبلية والخيارات على أساس عقود مستقبلية بنسبة تفوق 78 بالمائة بمبالغ تتجاوز 5 تريليون دولار، لأن العقود المستقبلية على أسعار الفائدة يكون المتاجرة بها مجانياً وتخضع للتسوية اليومية بحسب السوق لمعرفة الربح والخسارة بغرض الدخول في صفقات

عكسية، وأن أغلبها يتم التعامل بها مباشرة بين المشتري والبائع (المصدر والمستورد)، وإنما عن طريق دار التسوية، وبالتالي فهي خالية من المخاطر الائتمانية، كما أن مستقبلات أسعار الفائدة لهذا ميزة نسبية تعود لكفاءة أسواقها وسيولتها سهولة التعامل بها.

**الجدول (06) العقود المستقبلية والخيارات على أسعار الفائدة المتداولة في البورصة حسب فترة الاستحقاق**

الفترة	متوسط حجم التداول			
	2019	2020	juin-21	sept-21
فصيرة الأجل	7992(89%)	5815(87%)	6477(87.16%)	5278(84.4%)
طويلة الأجل	992(11%)	869(13%)	954(12.84%)	976(15.6%)
إجمالي المبالغ	8984	6684	7431	6254

المصدر: من إعداد الباحث بناء على إحصائيات بنك التسويات الدولية - سوق المشتقات، نوفمبر 2021، انظر الرابط:

[https://www.bis.org/statistics/extderiv.htm?m=6\\_32\\_616](https://www.bis.org/statistics/extderiv.htm?m=6_32_616)

من خلال الجدول (06) نستنتج أن العقود المستقبلية والخيارات على أسعار الفائدة تم تداولها في بورصة المشتقات بأجل استحقاق قصير الأجل (أكثر من 85 بالمائة) وهذا ما يتوافق مع خصائص هذه العقود التي ورد ذكرها في الجانب النظري للبحث هذا جهة، ومن جهة أخرى عقود المشتقات على أسعار الفائدة تتداول أغلبها في سوق النقد، مما يعكس درجة السيولة العالية لهذه العقود.

**الجدول (06) العقود المستقبلية والخيارات على أسعار الفائدة المتداولة في البورصة حسب العملات**

العملات	متوسط حجم التداول			
	2019	2020	Jun 2021	Sep 2021
دولار استرالي	179(2%)	97(1.45%)	107(1.44%)	87(1.39%)
ريال برازيلي	71	54	69	77
دولار كندي	103(1.14%)	81(1.21%)	111(1.49%)	98(1.56%)
فرنك سويسري	26	18	11	17
الأورو	1206(13.4%)	1127(16.8%)	1358(18%)	1304(20.8%)
جنيه استرليني	642(7%)	601(9%)	598(8%)	607(9%)
ين	42	30	38	44
دولار نيوزلاندا	6	7	6	6
كرونة سويدية	2	0	1	1
دولار أمريكي	6680(74.3%)	4638(69.4%)	5090(68.5%)	3973(63.5%)
يون	16	16	27	25
عملات أخرى	9	15	16	16
إجمالي المبالغ	8984	6684	7431	6254

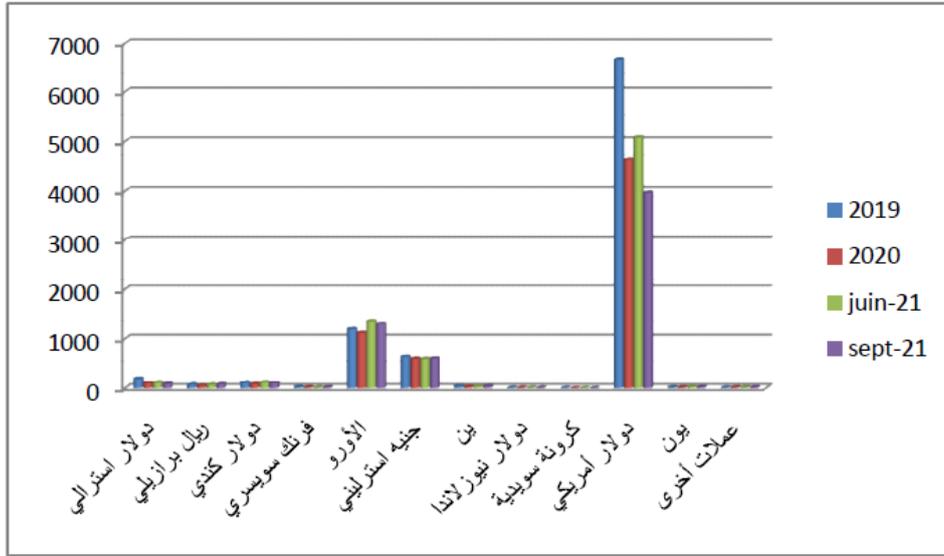
المصدر: من إعداد الباحث بناء على إحصائيات بنك التسويات الدولية - سوق المشتقات، نوفمبر 2021، انظر الرابط:

[https://www.bis.org/statistics/extderiv.htm?m=6\\_32\\_616](https://www.bis.org/statistics/extderiv.htm?m=6_32_616)

إن التوزيع النسبي لعقود المشتقات على أسعار الفائدة من حيث نوع العملات المستخدمة وفق ما هو وارد في الجدول أعلاه، يتضح جليا أن عملة الدولار الأمريكي هي المهيمنة على تداولات الأدوات المالية لأسعار الفائدة، وذلك لعدة أسباب من

بينها: سيطرة الدولار على بورصة العملات الأجنبية، سوق الإقراض الدولي يتعامل بعملة الدولار بشكل كبير، إضافة إلى أن أكثر العقود المستقبلية على أسعار الفائدة الواسعة الاستعمال تكون على أساس سندات الخزينة الأمريكية، كم تعد الولايات المتحدة الأمريكية المركز الأول في بورصات المستقبلية والخيارات. هذه الأسباب وأخرى تجعل من عملات الدولار تحوز على نسبة 70 بالمائة من سوق المشتقات على أسعار الفائدة.

الشكل (05): توزيع العملات المستخدمة في سوق مشتقات أسعار الفائدة المتداولة في البورصة



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات الجدول (06)

الجدول (07) العقود المستقبلية والخيارات المتداولة في البورصة على أسعار الفائدة، حسب محل الأسواق

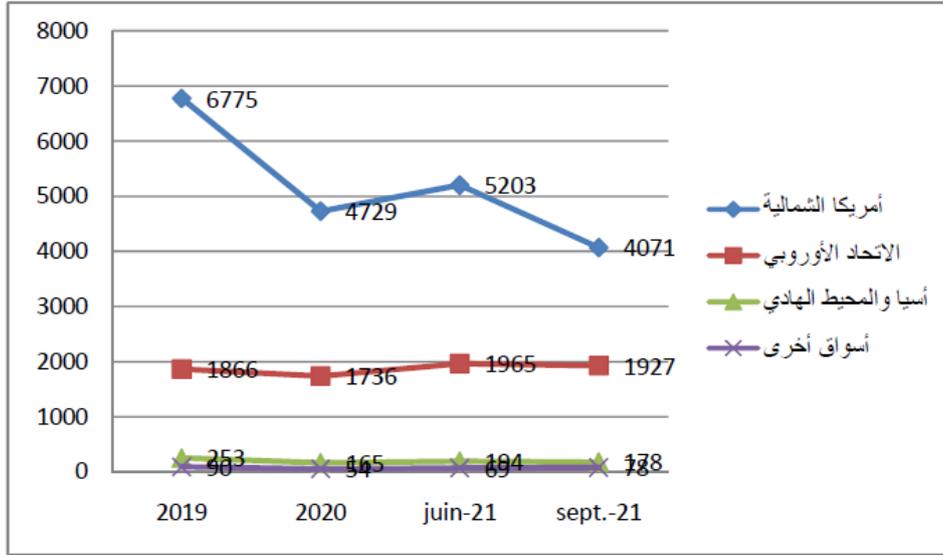
محل الأسواق	متوسط حجم التداول			
	2019	2020	Jun 2021	Sep 2021
أمريكا الشمالية	6775(75.4%)	4729(70.7%)	5203(70%)	4071(65%)
الاتحاد الأوروبي	1866(20.7%)	1736(26%)	1965(26%)	1927(30.8%)
آسيا والمحيط الهادئ	253(2.81%)	165(2.46%)	194(2.61%)	178(2.84%)
أسواق أخرى	90(1.09%)	54(0.84%)	69(1.39%)	78(1.36%)
إجمالي المبالغ	8984	6684	7431	6253

المصدر: من إعداد الباحث بناء على احصائيات بنك التسويات الدولية - سوق المشتقات، نوفمبر 2021، انظر الرابط:

[https://www.bis.org/statistics/extderiv.htm?m=6\\_32\\_616](https://www.bis.org/statistics/extderiv.htm?m=6_32_616)

من الجدول (07) يتبين أن بورصات أمريكا الشمالية تعد محل تداول لأغلب عقود المشتقات على أسعار الفائدة لاعتبارات تاريخية وأخرى واقعية، فالولايات المتحدة الأمريكية افتتحت عام 1975 بشيكاغو أول بورصة للعقود المستقبلية والخيارات على أساس أسعار الفائدة على سند جمعية الرهون الوطنية الحكومية، وفي الوقت الحاضر حافظت الأسواق المالية الأمريكية على مركزها الأول في سوق المشتقات المالية على المستوى الدولي باعتبار أن اقتصادها الأكبر مديونية في العالم، وبالتالي يحتاج المتعاملين والمستثمرين فيه لأدوات للتحوط لحماية أنفسهم من تقلبات أسعار الفائدة، وهذا ما يفسر حجم التداول الكبير لعقود مشتقات أسعار الفائدة في أسواق أمريكا الشمالية فاقت 70 بالمائة.

الشكل (06): الأسواق المالية محل تداول أدوات التحوط ضد مخاطر أسعار الفائدة



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول (07)

يظهر من خلال تحليل سوق أدوات الهندسة المالية المتحوط بها من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة والمتداولة في البورصة، أن عقود المستقبلات على أسعار الفائدة الأنسب في التغطية ضد المخاطر من بقية الأدوات الأخرى على المدى القصير، وأن عملة الدولار الأمريكي الأكثر استخدام في التسوية النقدية للعقود في بيوت التسوية عند تاريخ الاستحقاق، وتبعاً لذلك تمثل أسواق أمريكا الشمالية المحل الأول لتداول عقود المشتقات المالية على أسعار الفائدة متبوعة بأسواق الاتحاد الأوروبي.

#### الخاتمة:

في ختام هذا البحث، يمكننا أن نقول أنه بالرغم من المخاطر المحفوفة بالتعامل بعقود المشتقات المالية باعتبارها أدوات تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتحدد قيمتها بغير واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات، إلا أن حجم المبالغ المتداول بها في سوق المشتقات داخل وخارج البورصة التي تصل إلى أكثر من 10 تريليون \$ خلال الفترة (ديسمبر 2019 – سبتمبر 2021)، يعكس أهمية هذه السوق بالنسبة للمتحوطين وحتى المضاربين والمستثمرين سواء كانوا تجاراً، مؤسسات مالية أو عملاء غير ماليين، كونها أحد الأساليب المتاحة والأنسب للتغطية ضد مخاطر السوق التي من أهمها مخاطر تقلبات أسعار الفائدة، التي لا يمكن تجنبها بالسياسة التنويع.

الاستنتاجات: أهم الاستنتاجات التي تم التوصل إليها من خلال البحث، نعرضها في النقاط التالية:

- ✓ أن حجم عقود المشتقات المالية المتداولة في البورصة وخارجها المرتبطة بأسعار الفائدة عرفت استقرار نسبي خلال فترة الدراسة رغم بعض التراجع الطفيف في نوفمبر 2021 بسبب تداعيات جائحة كوفيد 19 على النشاط الاقتصادي.
- ✓ بينت الدراسة التحليلية أن حجم المبالغ السوقية لعقود مشتقات أسعار الفائدة (تفوق 10 تريليون \$) المتاجر بها في بورصات المشتقات المالية، يعكس أهمية استخدام أدوات الهندسة المالية في التحوط ضد مخاطر السوق.

- ✓ يتداول في الأسواق المالية غير المنظمة بكل عقود المشتقات المالية المتحوط بها على أسعار الفائدة، أما في البورصة فيتم التعامل فقط بعقود المستقبلية والخيارات على أسعار الفائدة وذلك راجع لطبيعة كل عقد.
- ✓ عقود المبادلات الأكثر استخداما في التحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة خارج البورصة، أما في البورصة فعقود المستقبلية على أسعار الفائدة الأنسب استخداما في التحوط.
- ✓ يتداول بعقود التحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة بنسبة 95 بالمائة في أسواق أمريكا الشمالية والاتحاد الأوروبي.
- ✓ تؤكد الدراسة التحليلية أن مدة استحقاق أغلب عقود مشتقات أسعار الفائدة تتراوح بين أقل من سنة وخمس سنوات.
- ✓ تعد فئة المؤسسات المالية والتجار الأطراف المتعاملة بشكل كبير في سوق مشتقات أسعار الفائدة، سواء باتخاذها مركزا طويلا أو قصيرا مقابل فئة التحوطين من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة.
- ✓ يهيم كل من الدولار الأمريكي والأورو على عقود مشتقات أسعار الفائدة، الأول في الأسواق المنظمة والثاني في الأسواق غير المنظمة.

**التوصيات:** فيما يلي نشير إلى التوصيات التي تم التوصل إليها على ضوء الاستنتاجات الدراسة التحليلية:

- ✓ على الأطراف المتحوظة من مخاطر السوق بعقود مشتقات أسعار الفائدة التعامل بحذر في سوق المشتقات المالية، لما تحمله من مخاطر غير متوقعة خاصة الائتمانية منها.
- ✓ تنوع أسواق تداول عقود مشتقات أسعار الفائدة لتشمل أسواق مالية ناشئة، بدل تركيزها على الأسواق الأمريكية والأوروبية.
- ✓ التركيز على عمليات التحوط في استعمال الأدوات المالية المشتقة لأن المهمة الأساسية لهذه العقود هي إدارة مخاطر السوق من خلال عمليات التحوط، والتي تعتبر افضل وسيلة لمواجهة تقلبات أسعار الفائدة.
- ✓ على المؤسسات المالية وتجار السوق والعملاء غير الماليين إيجاد توليفة مناسبة من العقود المالية المشتقة تتلاءم وطبيعة عمل وغرض تلك الأطراف المتدخلة في أسواق مشتقات أسعار الفائدة، بما يحقق مستويات من المكاسب عند مستوى معين من المخاطر.

## المصادر والمراجع:

### أولا: المصادر العربية

#### أ. الكتب

1. بدوي سيد طه، 2001، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، بيروت (لبنان)
2. بلعوز بن علي وآخرون، 2013، إدارة المخاطر، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)
3. بن سنجور حمود ، وآخرون، 2012، الصناعة المصرفية العربية وعالم التمويل، اتحاد المصارف العربية، بيروت (لبنان)

4. دباس العبادي هشام فوزي، 2008، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجية الخيارات المالية، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)
5. هندي منير إبراهيم، 1995، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار، وأسواق العقود المستقبلية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن
6. هندي منير إبراهيم، 2011، الفكر الحديث في الهندسة المالية: إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات، مطبعة الدلتا، توزيع المكتب العربي الحديث، الإسكندرية (مصر)
7. هندي منير إبراهيم، 2009، الفكر الحديث إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني: المشتقات: العقود الآجلة والعقود المستقبلية، مطبعة الدلتا، توزيع المكتب العربي الحديث، الإسكندرية (مصر)
8. حبش محمد محمود، 1999، الأسواق المالية وأدواتها المشتقة: تطبيقات عملية، عمان (الأردن)
9. حماد طارق عبد العال، 2001، المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية (مصر)
10. مدحت صادق، 2001، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب، القاهرة (مصر)
11. قندوز عبد الكريم، 2013، المشتقات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)
12. الربيعي حاكم وآخرون، 2011، المشتقات المالية، دار اليازوري، عمان (الأردن)
13. رضوان سمير عبد الحميد، 2005، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة (مصر)
- ب. الرسائل والأطريخ الجامعية
1. بوخلخال خالد، 2012، دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر "3" (الجزائر)
2. قندوز عبد الكريم، 2012، التحوط وإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف (الجزائر)
- ج. الدوريات
1. الإسلامبولي أحمد محمد خليل، 2007، العقود المستقبلية والشريعة الإسلامية، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة (المملكة العربية السعودية)
2. طلعت هشام عبد الحكيم، غضنفر عباس حسين، 2019، استخدام أدوات الهندسة المالية في التحوط والمضاربة وأثرها على ربحية المنشأة - دراسة تحليلية في مصرف TD Bank، مجلة الإدارة والاقتصاد، السنة 42 / العدد 118، (العراق)
3. رياض أسعد، 1996، الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، فصل: الخيارات، اتحاد المصارف العربية، بيروت (لبنان)

ثانيا: المصادر الأجنبية

#### A.Books

- 1.BIS, 1995 , issues of measurement related to market siz and macro prudential risks in derivatives markets-basle feb.
- 2.Coyle brian, 2001, **interest rate risk management: forward rate agreements**, financial world publishing, chartered institute of bankers (UK)
- 3.Chance, Don M, Robert Brooks 2010, "**An Introduction to Derivatives and Risk Management**", 8th.ed. , South-Western, (USA)
4. Gérard Marie Henry, 1999, **les marchés financiers**, Armand Colin, (Paris)

ثالثا: المواقع الإلكترونية

الموقع الرسمي لبنك التسويات الدولية – إحصائيات المشتقات: (تاريخ الاطلاع: 2022/02/26)

سوق المشتقات العالمي داخل البورصة على الرابط: [https://www.bis.org/statistics/extderiv.htm?m=6\\_32\\_616](https://www.bis.org/statistics/extderiv.htm?m=6_32_616)

سوق المشتقات العالمي خارج البورصة على الرابط: [https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6\\_32\\_71](https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6_32_71)