

انعكاسات استخدام المشتقات المالية وإدارتها

The implications of using and managing financial derivatives

زيد جابر(*)

المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميله، الجزائر

d.zeid@centre-univ-mila.dz

عيساوي سهام

المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميله، الجزائر

aissaoui.sihem@gmail.com

تاريخ الاستلام: 2019/12/21 تاريخ القبول للنشر: 2021/05/29

ملخص:

لم يكن ظهور عقود المشتقات المالية وليد الصدفة بل كان وليد حاجة وضرورة، غير أنها تعتبر من الأدوات خطيرة الاستعمال فهي تتميز بمخاطر عديدة، وقد يؤدي الإفراط في استعمالها وانتشارها الواسع واستخدامها السيئ إلى إلحاق الضرر بمستخدميها. وتهدف هذه الورقة البحثية لمعرفة الأهمية الاقتصادية للأدوات المالية المشتقة وكذا مخاطرها وكيفية إدارة هذه المخاطر. وذلك من خلال دراسة انعكاسات الاستخدام السيئ لها على عدد من المؤسسات والبنوك الكبرى والحلول المقترحة لتفادي مثل هذه الخسائر وذلك بوضع استراتيجية مرنة لإدارة المشتقات المالية.

الكلمات المفتاحية: مشتقات مالية-مخاطر-إدارة مخاطر.

Abstract:

The emergence of financial derivatives contracts was not a coincidence but rather a necessity, However, it is considered one of the dangerous tools to use as it is characterized by many risks, and its excessive use, widespread and bad use may lead to harm to its users, This research paper aims to know the economic importance of derivative financial instruments as well as their risks and how to manage these risks. This is by studying the implications of its misuse on a number of major institutions and banks and the proposed solutions

* المؤلف المرسل.

to avoid such losses by setting a flexible strategy for managing financial derivatives.

key words: derivatives-risks-Risk-Management.

مقدمة:

لم يكن ظهور عقود المشتقات المالية وليد الصدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، بل كان وليد لحاجة وضرورة، ولكن قد يؤدي الإفراط في استعمالها وانتشارها الواسع واستخدامها السيئ إلى إلحاق الضرر بمستخدميها. لذا من الواجب أن ننبه إلى المشكلات التي يمكن أن تلحقها مثل تلك العقود ومعرفة إدارة مخاطرها بشكل جيد.

فعلى الرغم من أن نشوء المشتقات المالية سببه استخدام إدارة المخاطر المختلفة في الأسواق، إلا أن الاستخدام الكبير والسيئ لها نتج عنه عديد من المخاطر التي قد يتعرض لها مستخدميها. فقد كشف العديد من الكتاب الغربيين عن حجم المخاطر التي تسببها المشتقات، وفي مقدمتهم الكاتب النمساوي الشهير "بيتر داركر" أحد رواد الإدارة الحديثة الذي يرى أن المنتجات التي ظهرت خلال الثلاثين عاما الماضية كانت في الغالب مشتقات مالية زعموا أنها علمية، في حين أنها لم تكن أكثر علمية من أدوات القمار التي يجري التعامل عليها في "مونت كارلو، وللاس فيجاس"، ووصف آخرون سوق المشتقات بأنه نوع من المقامرة، وبيت للعب القمار.

تتطلب الإدارة السليمة لمخاطر المشتقات على المستثمرين وضع إجراءات مكتوبة تحدد بوضوح توجهاتها في هذا الشأن. وينبغي أن تكون إدارة مخاطر المشتقات تشكل جزءا من إدارة المخاطر للمؤسسة وتكون متكاملة ومتوافقة مع توجهات المؤسسة ومستواها، ورأس مالها الاستثماري، واستراتيجية المؤسسة، والخبرة والرغبة في المخاطرة. وعلى ضوء هذا يمكننا طرح الإشكالية التالية: كيف نقوم بإدارة المخاطر الائتمانية الخاصة بالمشتقات المالية؟

المبحث الأول: المشتقات المالية ومخاطرها

المطلب الأول: تعريف المشتقات المالية:

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 للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري. (أشرف محمد ، 2008).

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. (سمير عبد الحميد ، 2005).

المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية

الفرع الأول: العقود الآجلة Forward:

هي اتفاق تعاقدى 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. (دريد كامل، 2009). 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. (لحسن ، 2009).

الفرع الثاني: 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 (دريد كامل، 2009، صفحة 414). كما عرفت بأنها التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما 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. (محمد محمود ، 2005).

الفرع الثالث: 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 وعمليات أجنبية أو بعض المؤشرات، وذلك لتنفيذ في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار (أو التسليم) (سمير، 2009). وعقد الخيار هو عقد يقوم بموجبه محرر العقد أو البائع بإعطاء أحد الطرفين العقد الحق (وليس التزام) في أن يشتري منه أو يبيع له شيء ما (سلعة أو أداة مالية) بسعر معين وخلال فترة زمنية معينة أو في تاريخ معين، ولذلك يشار إلى محرر عقد الخيار على أنه بائع الخيار، وهو يعطي هذا الحق للمشتري في مقابل مبلغ من المال يسمى سعر الخيار أو مكافأة (علاوة) الخيار والسعر الذي يباع أو يشتري به الأصل يسمى سعر التنفيذ. (طارق، 2001)

الفرع الرابع: عقود المبادلات Swaps:

هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية)، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية). (محمد محمود ، 2005 ، صفحة 137). وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ (مروان ، و كنجو عبود ، 2008). وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المبادلة عدة عناصر رئيسية هي: طرفي العقد، الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المبادلة، قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المبادلة، العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات، السعر الآجل لمبادلة الأصل المتفق عليه، مدة سريان العقد.

المطلب الثالث: مخاطر المشتقات المالية

ويمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها مستخدمو الأدوات المشتقة إلى مخاطر ائتمانية، ومخاطر السوق قانونية، مخاطر تشغيلية ورقابية، مخاطر السيولة، مخاطر التسوية وأثر الرفع المالي.

الفرع الأول: المخاطر الائتمانية ومخاطر السوق

أولا. المخاطر الائتمانية:

وهي مخاطر الطرف المقابل في العقد المشتق نتيجة التقصير وعدم قدرة الطرف المقابل

على الوفاء بالتزاماته المالية في الأوقات المحددة طبقاً لشروط العقد-خاصة عقود مشتقات OTC، فمخاطر الطرف المقابل هو خطر مهم لا بد من أن يدار حيث أصبح هذا الخطر أكثر بروزاً. وبذلك فإن أغلب المتعاملين بهذا العقد يستخدمون ضمانات للحد من مخاطر الطرف المقابل، ووفقاً لمسح الإيسدا 2006 ISDA ، فإن 63% من المشتقات مضمونة من خطر الطرف المقابل لهذا العقد. (Michael , 2007).

وهناك العديد من التعريفات لمخاطر الائتمان والتي تعتمد على المصادر المحتملة للخطر، والتي قد تكون من العميل أو من الأصل الذي يستخدمه. والبنوك على وجه الخصوص تركز قدر كبيراً من الوقت والتفكير في تحديد وإدارة مخاطر الائتمان، وهناك مصدرين أساسيين لمخاطر الائتمان: تقصير من جانب أي طرف في العقد المالي، والتغير في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية (التي تنتج عن التغيرات في ظروف السوق المالية، والتغيرات في البيئة الاقتصادية... الخ). (Charles , 2004).

ويعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر انتشاراً في السوق الموازية منها في البورصات الأمر الذي يقتضي اهتمام المتعاملين في السوق الموازية بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي تتم التعامل معها (أحمد، 2003، ص 217). أما في البورصة فيتم حصر كمي لمخاطر الخسارة بتسوية تغيرات في قيمة مراكزهم يومياً من المخاطر الائتمانية المرتبطة ببعض الأدوات المشتقة، وتتم هذه التسوية وفقاً لقواعد محددة في البورصة. (طارق، 2001، صفحة 265).

ثانياً. مخاطر السوق:

وهي درجات التغير التي تحدث في متغيرات السوق كأسعار الفائدة، أسعار صرف العملات الأجنبية وأسعار الأصول المالية، والتي تؤثر سلباً على أرباح وعوائد المؤسسات. والمتغير الرئيسي لمخاطر السوق هي مخاطر أسعار الفائدة-الخطر على العوائد المتصلة بالتغيرات في أسعار الفائدة-، وتنشأ مخاطر أسعار الفائدة من اختلافات بين توقيت التغيرات في أسعار الأصول وتوقيت التدفقات النقدية أي الاختلافات الزمنية في فترة الاستحقاق للأسعار الثابتة وأسعار أصول العائمة للبنك (مخاطر إعادة التسعير)؛ كما تنشأ من تغيير العلاقة بين منحنيات العائد المختلفة التي تؤثر على أنشطة بنك (مخاطر الأساس)؛ وتنشأ كذلك من علاقة غير صحيحة في الأسعار المكتسبة والمدفوعة بإدارات مختلفة (المخاطر القاعدية). أما مخاطر الأسعار ترتبط ارتباطاً وثيقاً بمخاطر أسعار الفائدة، وهو خطر على

الأرباح الناجمة عن التغيرات في قيمة الأدوات المالية. (Derivatives Risk Management Guideline, Autorité des marchés financiers (AMF), August.)

وبذلك فمخاطر السوق تظهر نتيجة لتقلب أسعار الأدوات المالية المشتقة في الأسواق، إذ أن هذه الأدوات تكون حساسة بصورة كبيرة لظروف السوق، وبذلك فإن أي تغير ولو كان بسيطاً في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد قد يؤدي إلى تغير أكبر في قيمة الأداة المشتقة (بن رجم محمد ، 2009 ، صفحة 109). وتكون هذه التغيرات في القيمة داخل السوق نتيجة لما يلي:

1. التقلبات في مستوى الأسعار كنتيجة للتغيرات في معدلات الفائدة أو أسعار الصرف الأجنبي أو أسعار الأصول المرتبطة بالأداة المالية المشتقة، مما يؤثر في قيمة عقود المشتقات المالية نفسها.
2. عدم تناسب بين مقدار الارتفاع أو الانخفاض في قيمة عقود المشتقات، وبين مقدار الانخفاض أو الارتفاع في قيمة الأصول التي تحميها تلك العقود مع الأخذ في الاعتبار أن حجم التعامل في الأدوات المشتقة يفوق بمراحل حجم الأصول المرتبطة بها.
3. عدم المقدرة على تسهيل المشتقات بالتخلص منها عند الحاجة بسبب وجود خلل في معدلات الطلب على تلك الأداة أو بسبب عدم رغبة الطرف المتعامل معه استناداً على خلل في العقد ذاته. (أحمد صلاح ، 2003).

ويتطلب الحد من مخاطر السوق تقييم موضوعي شامل لظروف السوق، كما يتطلب أيضاً أن تحافظ بيوت التسوية على حد أدنى مناسب من السيولة لديها وكذا على كفاءة أدائها كوسيط بين البائع والمشتري في السوق، وبحيث تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها بصفة مستمرة. (بن رجم محمد ، 2009).

الفرع الثاني: المخاطر القانونية، التشغيلية والرقابية

المخاطر القانونية مخاطر ترتبط بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقاً لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة، وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود، مثل هذه المخاطرة يمكن أن تنشأ من عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس (طارق، 2001، صفحة 266)

كما أن التغيرات في البيئة القانونية كإدخال تغييرات عكسية في قوانين الضرائب أو وجود قوانين تحظر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية أو غيرها من التعديلات تؤدي إلى بعض المخاطر ومن الضروري تحديد ومعالجة القضايا التي تؤثر في القدرة على تنفيذ العقود، ذلك لأن مخاطرة عدم القدرة على التنفيذ تعني أن عقدا ما يتمتع بالمزايا الإيجابية غير أنه لا يمكن تنفيذه. وقد يعزى ذلك على عدم تخويل الطرف الآخر بالصلاحيات اللازمة للتعاقد أصلا أو من الإعلان عن أن مجموعة من العقود قد غدت فجأة غير قابلة للتنفيذ. (عدنان ، و اخرون، 1996)

أما المخاطر التشغيلية هي تلك المخاطر التي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات وفشل المديرين وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية وضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات والتعامل بها، وذلك كما هو الحال في غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات المالية، وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للمنشأة. كما أن زيادة تعقيد أدوات الهندسة المالية يجعل من الصعب إدارتها بصورة صحيحة وقد تحققت خسائر كبيرة نتيجة لسوء الإدارة (بن رجم محمد ، 2009 ، صفحة 109).

والمخاطر الرقابية هي تلك المخاطر المتعلقة بأي خسائر ناتجة عن فشل نظام الرقابة الداخلية للمنشأة في منع أو اكتشاف أي أخطاء أو مشكلات قد تعوقها عن تحقيق أهدافها التشغيلية أو المالية أو القانونية من حيازة عقود المشتقات المالية ويرجع الفشل في هذه الحالة إلى عدم الفهم الكافي من قبل إدارة المنشأة للخصائص الاقتصادية لعقود المشتقات المالية مما يؤدي إلى تصميم غير مناسب لنظم الرقابة عليها (أحمد صلاح ، 2003 ، الصفحات 218-219). ومن أمثلة ضعف الرقابة الداخلية ونظم العمل، السماح لمسؤول واحد بالبنك بممارسة دور السمسار والقيام بتسوية المعاملات في نفس الوقت، إذ أنه من الضروري ألا يجمع شخص واحد بين الدورين معا، للحيلولة دون التلاعب وإخفاء الخسائر التي يمكن التعرض لها. (محمد و سميرة، 2009)

الفرع الثالث: مخاطر السيولة، التسوية ومخاطر الرفع المالي أولا. مخاطر السيولة:

وهي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الالتزامات أول بأول من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات

أكثر صعوبة. وتشمل مخاطر السيولة عدم القدرة على إدارة الانخفاضات الغير مخطط لها أو التغييرات في مصادر التمويل وتسمى مخاطر سيولة التمويل. كما تنشأ أيضا من عدم القدرة على التعامل مع تغيرات ظروف السوق التي تؤثر على تسهيل الأصول بسرعة وبأقل خسائر في القيمة وتسمى مخاطر سيولة السوق. وجميع المؤسسات العاملة في مجال المشتقات تواجه نوعين من مخاطر السيولة:

1. مخاطر سيولة التمويل: هو احتمال عدم قدرة المتعاملين على تلبية متطلبات التمويل بتكلفة معقولة، وغالبا ما تنشأ من عدم تطابق التدفق النقدي للمشتقات خاصة عقود المبادلة، وممارسة الخيارات. وركز النمو السريع للمشتقات المالية في السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا على تأثير تدفق النقد لهذه الصكوك، كما قد تنتج أيضا نتيجة للاحتياج الى سيولة نقدية إضافية التي يتطلبها الهامش للإبقاء المبكر للعقد.

2. مخاطر سيولة السوق: هي مخاطر عدم قدرة المتعامل على الخروج من العقد أو تبادل المراكز بسرعة، وبكميات كافية وبسعر معقول. وهذا يرجع إلى عدم عمق السوق، واختلاله، أو عدم قدرة المتعامل الوصول إلى السوق، فأسواق المنتجات الغريبة أو الجديدة تفتقر إلى العمق بسبب قلة المشاركين في هذا السوق. فعادة يمكن للأسواق السائلة أن تصبح غير سائلة خلال فترات اضطراب السوق (فعلى سبيل المثال، انهيار سوق الأوراق المالية في أكتوبر 1987 وسببه أن البائعين أكثر من المشترين). (Risk

Management of Financial Derivatives, 1997)

ولذلك فبالرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق المشتقات المالية، ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك نتيجة لعوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب وغيرها من العوامل، مما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسهيل مراكزها بسرعة (بن رجم محمد ، 2009). بالإضافة إلى ذلك فإن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد خطورة في ظل ترابط الأسواق المالية بدرجة أكبر، مما يؤدي إلى سهولة انتقال المخاطر التي قد يتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى. ومن ثم فإن المتعاملين في مجال عقود المشتقات يكونوا في حاجة ماسة إلى تحديد عناصر هذه المخاطر وفهم كيفية تفاعلها مع بعضها البعض، وبالتالي فإن تقدير

مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات المالية إنما يعتمد على التقييم المرتبط بالسوق، وأيضا على الأدوات التي تستخدم كوقاية من هذه المخاطر. (رابح، و دليلة، 2011).
ثانيا. مخاطر التسوية:

تمثل إحدى واجهات هذه المخاطرة في كون القليل من المعاملات المالية تتم تسويته بنفس اليوم وأنيا، ففي الأسواق المالية الأمريكية، مثلا تمتد مدة تسوية قيمة الأسهم إلى خمسة أيام (من تاريخ البيع حتى تاريخ التسوية الفعلية). ولذلك فإن أحد الأطراف قد يتعرض للخسارة إذا كان السعر الذي باع به يعتبر مرتفعا، ولكن الطرف المقابل يرفض التسديد في التاريخ المحدد للتسوية. أما أكبر مخاطرة تسوية فتتمثل في يوم التسوية ذاته، حيث تكون كل قيمة الأوراق المالية تحت رحمة المخاطرة، عندما لا يتوافق تسليم الورقة مع استلام ما يقابلها نقدا.

ويمكن تقليل مخاطرة التسوية في المشتقات المالية لدرجة كبيرة باستعمال "شروط تصفية التسويات" في الاتفاقيات الشاملة. وهذا ما يقلل من مخاطرة التسوية التي تتم بنفس العملة. كما أن الكثير من معاملات المشتقات (مثل مبادلات أسعار الفائدة) لا يتم فيه تبادل أصل المبلغ بتاريخ الاستحقاق. غير أن مقاصة التسويات لا تعالج مشكلة التسديد بأكثر من عملة واحدة. فهناك مخاطرة كبيرة هنا تتمثل بسبب التسديد بالعملات الأجنبية، سواء أنيا أو أجلا. (عدنان ، و اخرون، 1996، صفحة 25).

ثالثا. مخاطر الرفع المالي

تعتبر من بين مخاطر الأدوات المشتقة أيضا، فآثر الرفع المالي العالي مشترك بين جميع هذه الأدوات. فالمستثمر يودع ببساطة 10%(في بعض الأحيان 5 أو حتى 2%) من قيمة العقود التي يشتريها أو يبيعها، ويمكنه أن يربح أو يخسر 10 مرات أكبر من لو أنه اشترى أو باع الأصل محل التعاقد. (محمد و سميرة، 2009).

المطلب الرابع: انعكاسات استخدام المشتقات المالية:

سنوضح فيما يلي بعض المؤسسات الكبرى التي خسرت الملايين بسبب الاستخدام المفرط والسيئ للمشتقات المالية والمضاربة بها على مر السنوات السابقة. وقد أدت هذه الخسائر لإفلاس العديد منها. وفيما يلي بعض المؤسسات التي خسرت الملايين من الدولارات نتيجة الاستخدام السيئ للمشتقات المالية.

الفرع الأول: انهيار شركة (LTCM) Long-Term Capital Management

وهي عبارة عن صندوق تحوط بدأ العمل في فيفري 1994، تأسس من قبل جون دبليو ميرري ويزر النائب السابق لرئيس مجلس الإدارة ورئيس تداول السندات في سالومون براذرز. مقرها في غرينيتش بولاية كونيتيكت وكان لديها أيضا مكتبا في لندن وفرع في طوكيو. أما من حيث الموظفين فقد كان محدودة الحجم: في البداية كان بها أحد عشر شريكا وثلاثين موظفا، وبحلول سبتمبر 1997، كان هناك خمسة عشر من الشركاء ونحو 150 موظف. ومع ذلك، تمكنت من جمع مجموعة كبيرة من الأصول: في أوت 1997، كانت أصول شركة LTCM قد بلغت 126 مليار دولار، منها 6.7 مليار دولار رأس مال الصندوق نفسه. وكانت استراتيجية LTCM الأساسية المراجعة المتقاربة باستخدام الأساليب الحسابية والكمية وذلك باستغلال فروق الأسعار التي يجب أن تكون إما مؤقتة أو لديهم احتمال كبير لكونها مؤقتة. ونموذج المتاجرة لديها تنطوي على "عقود المبادلة Swaps" والمراكز المكشوفة في خيارات الأسهم. إذ وصل مجموع تداولها لعقود المبادلة حوالي 10000 عقد مبادلة بقيمة إسمية إجمالية تقدر بـ 1.25 تريليون دولار. (Donald , 2003)

أفلس سنة 1998، إذ وعدت الشركة باستخدام النماذج الحسابية لكي تربح المستثمرين بما يفوق أحلامهم، واجتذبت إليها صفوة مستثمري وول ستريت وقد حصدت في البداية على أرباحا طائلة، ومن أهم هذه النماذج الحسابية نموذج الخيار السعري بلاك-شولز. في البداية كانت ناجحة بعوائد سنوية تبلغ أكثر من 40% في سنواتها الأولى، أما سنة 1998 فقد فقدت 4.6 مليار دولار في أقل من أربعة أشهر بعد الأزمة المالية الروسية التي تطلبت التدخل المالي من جانب مجلس الاحتياطي الاتحادي، وتم تصفية وحل الصندوق في أوائل عام 2000.

فقد كان ينظر إلى شركة LTCM بأنها شركة فريدة من نوعها، فقد كان فيها أفضل العقول المفكرة ومن أمثلتهم نائب الرئيس السابق للاحتياطي الفيدرالي، وكذلك جون دبليو ميرري ويزر تاجر السندات الأسطوري، كما كان المكان الذي أطلق منه ميرتون وشولز نظرياتهم. وبذلك اعتبرت على أنها تذكرة للحصول على الأرباح السهلة. فقد قام حوالي 55 بنك بتمويل شركة LTCM منها: بير ستيمز، تشيز منهاتن، جولد مان، جي بي مورجان، ليمان برذرز. وبذلك وصلت أصولها المستعارة إلى 100 مليار دولار، حتى أن ميرتون وصف إستراتيجية الصندوق بأنها مكنسة كهربائية ضخمة تقوم بشفط المال من جميع أنحاء العالم. بالمقارنة مع

الأسهم من حوالي 5 مليارات دولار فقط، وهي تعتبر استراتيجية شديدة التعقيد، ومحملة برافعة مالية أكبر مما ينبغي وخالية من إدارة المخاطر.

وكانت النتيجة المترتبة عن كل هذه الاستراتيجيات واستخدامها لنماذج رياضية معقدة خاصة صيغة تسعير خيار بلاك- شولز، أدى بذلك إلى صواعق رعدية في أوت وسبتمبر من عام 1998، عندما ضربت شركة LTCM (مايكل ، 2007، الصفحات 173-176)، وذلك عند مراهنتها على عودة معدل السندات إلى معدلها الطبيعي بعد الأزمة الآسيوية باستخدام المراجعة بالمعاملات الآجلة. ولكن الأزمة امتدت إلى روسيا تسببت بصدمة على أسواق السندات وهذا كان مخالفا للتوقعات (John, 2008, P781)، وأدى ذلك إلى حدوث تقلب كبير وخطير في الأسواق العالمية خلال شهر أوت، وقد فقدت شركة LTCM 44% من رأس مالها وحوالي 1,9 مليار دولار في شهر أوت و52% عن العام السابق، وتعد خسائر بهذا الحجم صدمة بالنسبة للمستثمرين وللشركة ككل. (مايكل ، 2007)

الفرع الثاني: انهيار بنك بارينجز "Barings Brothers and company bank"

وكان لبارينجز تاريخ طويل في لندن، مع وجوده في مجال الخدمات المصرفية التجارية لأكثر من 230 عاماً، وتتألف مجموعة بنك بارينجز من البنك المعتمد في المملكة المتحدة بروس بارينج وشركاه Baring Bros & Co، وشركة الأوراق المالية بارينجز للأوراق المالية المحدودة BSL، ومختلف الشركات التابعة لها وفروعها في المملكة المتحدة وبلدان أخرى. وفي أواخر 1980، شاركت مجموعة بارينجز في تغييرات هيكلية كبيرة ودخولها مجالات جديدة للعمل، ومحاولة لدمج هذه الأنشطة الجديدة في هيكل المجموعة. والمهمة الأكثر تحدياً كان إدماج أعمال الأوراق المالية في الهيكل والتي كانت حتى ذلك الوقت يهيمن عليها النشاط المصرفي والثقافة. (Bulletin, 1995, p. 01)

وكان سبب انهيار بنك بارينجز للمشتقات، وبدأ ذلك يوم الأحد الموافق 1995/02/26، عندما وضعت مجموعة المصارف التجارية المسماة بارينجز تحت حراسة بنك إنجلترا، وهو المصرف المركزي. بعد أن أخفقت محاولة ترتيب من يشتري هذا المصرف. إذ تعرض البنك إلى خسائر فادحة، كان سببها دخول أحد المسؤولين المتخصصين بتداول المشتقات في معاملات غير مرخصة من خلال شركة في سنغافورة تسمى "مستقبلات برنجز" تابعة لشركة للأوراق المالية يمتلكها برنجز باسم "Barings securities" التي تعتبر الذراع المنفذ لصنع السوق في المجموعة.

فلقد قام البنك في عام 1992 بتعيين شاب عمره 28 سنة يدعى نيكولاس ليسون سبقته سمعته وكفاءته، حيث ترك له مسؤولية تصميم وإدارة عمليات عقود المشتقات في سنغافورة. والغريب أنه قد بدأ نشاطه في عام 1994 بعمليات من المفترض أنها محدودة المخاطر، وهي المراجعة بين عقود مستقبلية على مؤشر نيكي 225، ومؤشر بورصة أوزاكا الذي يتداول في بورصة سنغافورة، على أساس أنهما مؤشرين يكاد يكونا بديلين لبعضهما البعض، فكان يبيع عقود مستقبلية على مؤشر نيكي 225 مثلاً عندما يرتفع سعره، ليشتري عقوداً مستقبلية على مؤشر بورصة أوزاكا الذي لم يرتفع سعره بنفس القدر، عمليات يصعب أن تتعرض للمخاطر ولكن انظر ما حدث.

وقع زلزال كوب في 16 جانفي 1995، في وقت كان ليسون قد اشترى قدر هائل من العقود المستقبلية على مؤشر نيكي، الذي انخفض بسبب الزلزال بنسبة 10% أي من 20000 نقطة في أول جانفي إلى 18000 نقطة بعد الزلزال. وأملاً في أن تعاود أسعار تلك العقود الصعود، سارع بشراء المزيد منها عند السعر المنخفض، وذلك بهدف تخفيض متوسط قيمة العقود، أملاً في تخفيض خسائره على نحو أسرع، إلا أن مؤشر نيكي قد باشر بمزيد من الانخفاضات حتى وصل إلى 17000 نقطة ومع كل انخفاض في قيمة المؤشر تزداد الخسائر.

وقد تمكن ليسون من إخفاء خسائره على رؤسائه في حساب أخذ رقم 88888 حيث بلغت الخسائر 59 بليون ين، أي ما يعادل حينئذ 610 مليون دولار. فإذا كان قد استطاع أن يخفي الخسائر على رؤسائه، غير أنه لا يمكنه إخفاءها عن السوق، بسبب القروض التي حصل عليها من البنوك، حيث أن التعامل في عقود المشتقات يتطلب إيداع هامش مبدئي لدى السمسار قد يكون في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية حكومية. وإذا ما هبط الهامش الفعلي من تأثير الخسائر إلى مستوى يقل عن هامش الصيانة، حينئذ يتطلب الأمر من الطرف الذي تعرض لخسائر إيداع مبالغ نقدية، وليس شيء آخر حتى يرتفع الهامش الفعلي ليس إلى مستوى هامش الوقاية بل إلى مستوى الهامش المبدئي، وقد استطاع ليسون الوفاء بتلك الإيداعات الإضافية من قروض مصرفية.

وبدأ المسؤولون عن البنك في لندن يدركون حقيقة وجود أزمة وذلك إثر مطالبة البنوك اليابانية وعددها 15 بنك باسترداد قيمة القروض، والتي بلغت 715 مليون دولار، غالبيتها كانت بهدف تغطية متطلبات الهامش. وهكذا ومن جراء عمليات تكاد تكون آمنة على عقود

المشتقات تعرض البنك لهزة عنيفة. وكان من المفضل لدى بنك انجلترا إنقاذ المصرف من خلال شرائه من قبل مصرف آخر، أو مجموعة مصرفية. (منير ، 2006)
الجدول الزمني للأحداث:

جويلية 1992: فتح حساب معلق 88888، لاستيعاب خسائره في وقت مبكر التي وصلت إلى 02 مليون جنيه إسترليني.

1993: ذكرت بارينجز مجموع الأرباح 100 مليون جنيه إسترليني، في حين وصلت خسائر ليسون التراكمية إلى 23 مليون جنيه إسترليني.

1994: ذكرت بارينجز مجموع الأرباح 205 مليون جنيه إسترليني، في حين كانت خسائر ليسون التراكمية 208 مليون جنيه إسترليني.

1995: بحلول نهاية جانفي كانت هناك العوامل التي يجب أن تنبه إليها إدارة لندن إلى وجود مشاكل محتملة في سنغافورة، فقد كانت هناك شائعات في السوق حول موقف بارينجز في بورصة أسهم اوساكا Osaka Stock Exchange وبورصة سنغافورة للنقد الدولي Exchange International Monetary Singapore SIMEX.

بين 19 جانفي و23 فيفري مجموعة بارينجز لم تتردد بنقل 550 مليون جنيه إسترليني إلى سنغافورة لدعم مواقف ليسون في SIMEX غير المصرح بها. وفي منتصف فيفري اكتشف موظفي مجموعة أكبر مقريضين في لندن عن ثقب أسود في حسابات سنغافورة بقيمة 190 مليون جنيه.

في 23 فيفري وفي سنغافورة، يتواجه ليسون في هذه المشكلة ويخرج في لقاء. ويوم الاثنين بعد اندلاع الأزمة قال رئيس بارينجز بيتر بارينجز في لندن: "إن عمليات مراجعة بارينجز للمشتقات كانت مربحة جدا، ولكن الأعمال التجارية الرئيسية منخفضة المخاطر قد تعرضت إلى عملية احتيال".

27 فيفري، تلقى رئيس مستوطنات بارينجز رسالة تحذير من SIMEX عن حدوث عجز بقيمة 74 مليون جنيه إسترليني.

وبحلول نهاية فيفري 1995، كانت قد انهارت بارينجز. (Baring & Co, 1995)

الفرع الثالث: خسائر بنك Allied Irish Bank (AIB)

تم تشكيل تحالف البنوك الأيرلندية Allied Irish Bank في عام 1966 وتجمع بين الثلاث بنوك مميزة وهي: The Provincial Bank التي تأسست في عام 1825، الرائدة في الأعمال

المصرفية في أيرلندا، و Royal Bank الذي أنشئ قبل أحد عشر عاما في وقت لاحق، وكان مشهور بالروابط التجارية، و Munster and Leinster التي تشكلت في عام 1885، كان مع شبكة فروع واسعة من أكبر ثلاث بنوك. وتعتبر واحدة من "الأربعة الكبار" من البنوك التجارية في الدولة الإيرلندية، وتقدم AIB مجموعة كاملة من الخدمات المصرفية الشخصية للشركات. مع إجمالي أصول أكثر من 76 مليار أورو، وأكثر من 323 مليون أورو في عام 1966. وقد ثبت أيضا استثمارات كبيرة في بريطانيا وبولندا والولايات المتحدة الأمريكية، وتوظف أكثر من 25000 شخص حول العالم في أكثر من 800 مكتبا. (A Guide about Allied Irish Banks in Poland, 2012)

- 691 مليون دولار فقدت في سوق الصرف الأجنبي

- انخفاض أرباح من 1 مليار إلى 426 مليون دولار في 2001

- 5 سنوات من الاحتيال والخسائر مغطاة

كيف حدثت هذه الخسائر؟

في عام 1993، استأجر بنك ألفورست "Allfirst Bank*" السيد جون روسناك "John Rusnak"- تاجر العملة-لتحويل العملات في البنك لأجل عمليات التحوط، إذ كان للسيد روسناك خبرة واسعة في تداول العملات، وعلى وجه الخصوص في مطابقة عقود الخيار مع العقود الآجلة للتحوط ضد المخاطر. إذ رقى السيد روسناك نفسه كتاجر من التجار الذين استخدموا عقود الخيار في عمليات المراجعة، في محاولة للاستفادة من فروق في الأسعار بين خيارات العملات والعقود الآجلة للعملات. (John Rusnak's Role and the Fraud, 2012).

تفائل جون روسناك على صعود الين الياباني مقابل الدولار، فاشترى العقود الآجلة للحصول على الين أرخص من حيث القيمة السوقية، وكان روسناك واثقا كثيرا في عملية صعود الين لذلك أهمل عملية تغطية هذه العقود الآجلة باستخدام عقود الخيارات عكسية. وعندما بدأت الأزمة الآسيوية وذلك بانخفاض قيمة الين تعرض روسناك لخسائر. وحين اكتشف ذلك أصيب بالرعب ودخل في خيارات وهمية مع بنوك وهمية في الشرق الأقصى التي جعلت الأمور تبدو تغطيتها مواقف وذلك لإبقاء هذه الخسائر مغطاة على إدارة البنك. إذ

* Allfirst Bank: في 1999 اندمجت مؤسسة دوفين للإيداع "Dauphin Deposit Corporation" مع أول بنك وطني في ولاية ماريلاند الأمريكية وهو "First Maryland Bancorp" لتشكيل "Allfirst Bank"، وذلك بعد أن استحوذت عليهما AIB Bank، وبذلك يعتبر بنك Allfirst فرع لبنك AIB Bank.

حددت الخسائر بين عامين 1997 و1999 بحوالي 104 مليون دولار أمريكي. وفي 2000 خسر روسناك 207 مليون دولار، أما في عام 2001 خسر روسناك 380 مليون دولار. وأوائل عام 2002 بدأ اكتشاف الخداع من قبل الإدارة، وحددت إجمالي الخسائر في 70 بنك حول العالم من خلال الآلاف من المعاملات، وتم استبدال إدارة Allfirst، وفي ماي 2003 رفعت دعوى قضائية ضد Allfirst من قبل بنك أوف أميركا وسي تي كورب مدعيا أنها أقرضت روسناك 200 مليون دولار ورفضت كل الدعوى بأنها "لا أساس لها". وفي نفس العام قامت شركة AIB بدمج بنك Allfirst مع M&T Bank مقابل حصة 22.5% في M&T والتي يقع مقرها الرئيسي في بوفالو نيويورك. (Adrian, 2004)

الفرع الرابع: انهيار بنك بيرستيرنز Bear Stearns

تأسست شركة بير ستيرنز باعتبارها بيت لتجارة الأسهم في أول ماي 1923 من قبل جوزيف بير، ستيرنز وروبرت ماير هارولد برأس المال قدره 500000 دولار. نجحت الشركة من انهيار وول ستريت عام 1929 من دون الاستغناء عن أي موظف وفي عام 1933 فتحت أول فرع لها في شيكاغو. وفي عام 1955 افتتحت الشركة مكتبها الدولي الأول في أمستردام. وفي عام 1985، أصبحت شركة بير ستيرنز شركة مساهمة عامة. واستخدمت الشركة أكثر من 15500 شخص في أنحاء العالم. وكان المقر الرئيسي للشركة في مدينة نيويورك ولها مكاتب في أتلانتا، بوسطن، شيكاغو، دالاس، دنفر، هيوستن، لوس انجليس، ايرفين، سان فرانسيسكو، سانت لويس، ياني، نيو جيرسي، سان خوان، وبورتوريكو. أما دوليا فللشركة مكاتب في لندن، بكين، دبلن، فرانكفورت، هونغ كونغ، لوغانو، ميلان، ساو باولو، مومباي، شنغهاي سنغافورة وطوكيو، وكان رمز شركة بير ستيرنز في بورصة نيويورك سابقا BSC كبنك استثماري عالمي لتداول الأوراق المالية والوساطة المالية، حتى تم بيعها لمؤسسة جي بي مورغان JPMorgan Chase في عام 2008 خلال الأزمة المالية العالمية والركود.

إذ كان بنك بير ستيرنز يصدر كميات كبيرة من الأوراق المالية المدعومة بالأصول وهو ما يطلق عليها بالتوريق، خاصة القروض العقارية ورائدها رانييري لويس، "والد سندات الرهن العقاري". وتصاعدت خسائر المستثمرين في تلك الأسواق ما بين عامي 2006 و2007، وبذلك زادت الشركة تعرضها للخسائر، وخصوصا الأصول المدعومة بالرهن العقاري التي كانت محور الأزمة، فاعتبارا من 30 نوفمبر 2006 إلى 2007، كان لدى الشركة مبالغ كبيرة من الأدوات المالية المشتقة لعقود المستقبلية وعقود الخيار ما يقرب من 13,40 تريليون دولار و8,74 تريليون

دولار، على التوالي، ومنها المدرجة في البورصة بقيمة 1,85 تريليون دولار و1,25 تريليون دولار، على التوالي. فإجمالي القيمة الاسمية لعقود المشتقات هو انعكاس لمستوى النشاط، ولا تمثل المبالغ التي يتم تسجيلها في البيانات الموحدة للحالة المالية. وتتميز صكوك الشركة المالية المشتقة الغير مسددة، والتي تستخدم إما لتعويض المراكز التجارية، وتعديل سعر الفائدة للديون طويلة وقصيرة الأجل هي أدوات مشتقة من أنشطة تاجر (سوق المتعاملين التقليديين). (Bear , 2008)

جاءت هذه الأحداث وهزت هذا الصرح الهائل للمشتقات مع انهيار بير ستيرنز في 16 مارس 2008. إذ كان بنك بير ستيرنز يغذي النمو الهائل في سوق المشتقات، حيث أن العديد من المصارف وصناديق التحوط ومستثمرين شاركوا بـ 45 تريليون دولار من قيمة المراهنات على الجدارة الائتمانية للشركات والبلدان. فقبل انهياره، كان بنك بير ستيرنز الطرف المقابل إلى 13 تريليون دولار في تداولات المشتقات. وفي 14 مارس 2008، تم خفض تصنيف بير ستيرنز من قبل وكالة موديز، وهي وكالة تصنيف كبرى. وفي 16 مارس 2008، قدم بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك قرض طارئ لها في محاولة لتفادي انهيار مفاجئ للشركة بقيمة 29 مليار دولار وهو قرض "عدم اللجوء" في 17 مارس 2008، قدمت جي بي مورغان تشيس عرض بشراء بير ستيرنز بسعر 2 دولار للسهم الواحد أو 236 مليون دولار. وأكملت جي بي مورغان تشيس استحواذها على بير ستيرنز يوم 30 ماي 2008 في إعادة التفاوض على السعر وأصبح 10 دولارا للسهم الواحد.

وكان انهيار الشركة تمهيدا لخطر انهيار إدارة صناعة وول ستريت كبنك استثماري في سبتمبر 2008، وما تلاها من الأزمة المالية العالمية والركود. وفي جانفي 2010، توقفت جي بي مورغان على استخدام اسم بير ستيرنز. (Ellen , 2008)

الفرع الخامس: خسائر بنك الخليج الكويتي

تأسس بنك الخليج عام 1960 وحقق منذ ذلك الوقت تقدما كبيرا جعله رائدا في توفير الخدمات المالية من خلال شبكة واسعة تضم 56 فرعا منتشرا في مواقع استراتيجية هامة في الكويت. وتتركز الأنشطة الرئيسية لبنك الخليج في مجال الخدمات المصرفية الشخصية وللشركات والخدمات المصرفية الدولية. لقد أثمرت جودة والتزام فريق عمل بنك الخليج في حصول البنك على العديد من الجوائز الدولية من أعرق المجلات المالية العالمية، منها جائزة "أفضل بنك للخدمات المصرفية الفردية في الشرق الأوسط"؟ أربع مرات من مجلة بانكر

ميدل ايست. كما حاز بنك الخليج على التقدير الدولي لمركزه الريادي في سوق العمل الكويتي، حيث فاز بالمركز الأول في مجال إحلال وتوطين الوظائف على مستوى دول مجلس التعاون الخليجي، وحصل على الجائزة الشهيرة المقدمة من مجلس وزراء العمل بدول المجلس (Ellen, 2008). أعلن بنك الخليج عن تعرضه لخسائر فاقت 359 مليون دينار (قرابة 1.241 مليار دولار)، خلال العام 2008، يعود ذلك للخسائر الاستثنائية في معاملات المشتقات المالية. فقام بنك الكويت المركزي في هذا الشأن بتكليف مراقبي الحسابات الخارجيين لبنك الخليج لإجراء تدقيق على البنك كما هو الوضع في نهاية أكتوبر 2008 وذلك للتحقق مع الحجم الحقيقي للخسارة التي تكبدها البنك وذلك لاتخاذ الإجراءات اللازمة للعودة بحقوق المساهمين إلى ما كانت عليه في نهاية سبتمبر 2008. وأوضح المحافظ انه في ضوء تقرير مراقبي الحسابات الخارجيين والذي انتهى إلى أن مجموع خسارة البنك كما في نهاية أكتوبر 2008 بلغت 375 مليون دينار والتي تمثل خسارة البنك في التعامل في المشتقات المالية (المركزي الكويتي يقرر إعادة تداول سهم بنك الخليج في البورصة، 2012). كما قام البنك المركزي بضمان ودائع عملاء البنك داخل الكويت وخارجها. وتم في نفس اليوم وقف تداول سهم بنك الخليج في سوق الكويت للأوراق المالية. وإثر هذه الأزمة قدم رئيس مجلس إدارة البنك بسام الغانم استقالته وتم انتخاب أخيه قتيبة يوسف الغانم ليحل محله على أن يتم انتخاب مجلس إدارة جديد في 11 أبريل 2009 ولتغطية الخسائر وافق الجمعية العمومية للبنك وبنك الكويت المركزي في 2 ديسمبر 2008 على زيادة رأس مال البنك بنسبة 100% بحيث تكون قيمة السهم 100 فلس و 200 فلس علاوة إصدار على أن تكون الأولوية للمساهمين في البنك. وبلغت نسبة الزيادة 376 مليون دينار كويتي، 68% منها لمساهمي البنك و16% للهيئة العامة للاستثمار. وتم إعادة تداول سهم بنك الخليج بعد 03 أيام من انتخاب مجلس إدارة جديد واعتماد التقارير المالية في 11 أبريل 2009.

الجدول رقم (1): يوضح أكبر الخسائر لمؤسسات ضخمة نتيجة لمضاربات على المشتقات

نوع المضاربة	سنة الخسارة	الخسارة "مليار"	الدولة	المؤسسة
مقايضات CDS	2008	9.0	الولايات المتحدة	Morgan Stanley
العقود المستقبلية	1993	1,5	اليابان	Shell
مشتقات الأسهم	2008	7.2	فرنسا	بنك Société Générale

صندوق التحوط Amaranth	الولايات المتحدة	6.6	2006	العقود الآجلة للغاز الطبيعي
Daiwa	اليابان	1,5	1995	العقود المشتقة للعملات
Aracruz أراكروز	البرازيل	2.5	2008	خيارات العملات
Long Term Capital Management	الولايات المتحدة	4,6	1998	مشتقات الأسهم
Sumitomo	اليابان	2.6	1996	العقود الآجلة للنحاس
Sadia	البرازيل	1,05	2008	خيارات الائتمان
JP Morgan	المملكة المتحدة	2.0	2012	المشتقات
Metallgesellschaft	ألمانيا	1.3	1993	العقود الآجلة للنفط

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معلومات شبكة الانترنت

المبحث الثالث: إدارة المخاطر الائتمانية المشتقات المالية

كثيرا ما يتردد أن المشتقات المالية تنقل المخاطرة من الراغبين في تقليلها إلى الطرف الأقدر على تحملها، وهو افتراض بحث، فهناك فرق جوهري بين الرغبة في تحمل المخاطرة وبين القدرة على ذلك. فالطرف المجازف في المشتقات لا ريب أنه راغب في تحمل المخاطر، لكن هذا لا يعني بالضرورة أنه قادر بالفعل على تحملها، كما أشار لذلك ضمنا آلان جرينسبان الرئيس السابق لمجلس الاحتياطي الفيدرالي حين قال "إن رؤيتنا لاحتواء المخاطر قائمة على أساس نقل المخاطر إلى أولئك الذين لديهم الرغبة ويفترض أن لديهم القدرة، على تحملها" وبطبيعة الحال فإن هذا الافتراض لا يلزم تحقيقه بالضرورة، يوجد من المجازفين من يملك الرغبة في تحمل المخاطرة مع كونه الأقل قدرة على تحملها. وحيث أن المشتقات تولد دخلا حاضرا للطرف المجازف، فالحاجة الآنية قد تدفعه لتحمل مخاطر لا يستطيع احتمالها بسبب نقص السيولة لذلك يجب أن تملك كل مؤسسة وسيلة فعالة لقياس ومراقبة المخاطر المتعلقة بالمشتقات.

تتطلب الإدارة السليمة لمخاطر المشتقات على المستثمرين وضع إجراءات مكتوبة تحدد بوضوح توجهاتها في هذا الشأن. وينبغي أن تكون إدارة مخاطر المشتقات تشكل جزءا من إدارة المخاطر للمؤسسة وتكون متكاملة ومتوافقة مع توجهات المؤسسة ومستواها، ورأس مالها الاستثماري، واستراتيجية المؤسسة، والخبرة والرغبة في المخاطرة. (سامي ، 2008).

المطلب الأول: تحديات إدارة مخاطر المشتقات المالية

من الواضح أن المشاركين في السوق المالي يجدون في المشتقات المالية أدوات مفيدة لإدارة المخاطر ويتم استخدامها من قبل ثلاثة أنواع من المشاركين في السوق: البنوك التجارية وبنوك الاستثمار، والمستثمرين. ومع ذلك، فالمشتقات المالية تشكل تحديات لإدارة المخاطر الخاصة بها. ولنأخذ كمثال مخاطر الائتمان لفهم هذا التساؤل كونها تعتبر من أكثر المخاطر التي يتعرض إليها مستخدموها، خاصة مشتقات OTC، فهي تعتبر من أكثر الأدوات تداولاً، فخلال سنة 2007 كان حجم تداول المشتقات في السوق المنظم لا يتجاوز 80 تريليون دولار أمريكي أما العقود المتداولة في السوق الغير المنظم فهي تتجاوز 600 تريليون دولار أمريكي.

فهناك أربعة تحديات لمخاطر الائتمان، فالمشتقات تقوم بتحويل مخاطر الائتمان بطرق معقدة قد لا تكون سهلة الفهم، وبذلك يمكن أن تخلق مخاطر الائتمان وبذلك يجب فهمها. والمشتقات المعقدة تعتمد على نماذج معقدة لاستخدامها، مما يؤدي إلى خطر هذا النموذج المختار. كما أن هناك وكالات التصنيف الائتماني تفسر هذا التعقيد للمستثمرين، ولكن يمكن أن يساء فهم تصنيفاتها، ونتيجة ذلك قد تخلق عدة مخاطر.

الفرع الأول: مخاطر الائتمان:

في الواقع فالمشتقات المالية لا تزيل مخاطر الائتمان إنما تقوم بمجرد نقلها، ونتيجة لذلك، فإن شخص ما، وفي مكان ما، سوف يخسر المال. فعلى الرغم من أن المشتقات لا يمكنها القضاء على الخسائر الناجمة عن المخاطر المالية، ولكن يمكنها أن تحول المخاطر بطرق معقدة وقد لا تكون سهلة الفهم مثل عقود مبادلة أسعار الفائدة وأسعار الصرف وغيرها... لكن هل يعي المشاركون في السوق تعرضهم للمخاطر المتعلقة بالمشتقات المالية المعقدة؟ ونظراً لاتساع نطاق المشاركين في السوق الذين ينشطون فيه، لا توجد وسيلة حاسمة للرد على هذا السؤال. ومع ذلك، يمكن أن نشير إلى أن بعض المشاركين في السوق لا يقدرون تماماً التعرض للمخاطر نتيجة مشاركتهم في سوق المشتقات. ففي عام 2001، أمريكيان أكسبريس "خسرت مئات الملايين من الدولارات على الاستثمارات في التزامات الديون المضمونة" CDO "ونقلت الصحيفة عن الرئيس التنفيذي لشركة أمريكيان أكسبريس قوله انه "لم يفهم خطر" امتلاكه CDO.

الفرع الثاني: المقابل لهذا الخطر:

والمقابل لهذا الخطر هي مخاطر الطرف المقابل في العقد المشتق نتيجة التقصير وعدم

دفع ما يملكه بموجب العقد-خاصة في عقود مشتقات OTC-، فمخاطر الطرف المقابل هو خطر مهم لا بد من أن يُدار حيث أصبح هذا الخطر أكثر بروزاً. لذلك فإن أغلب التجار يستخدمون ضمانات للحد من مخاطر الطرف المقابل، ووفقاً لمسح الإيسدا ISDA 2006، فإن 63% من عقود المشتقات مضمونة من خطر الطرف المقابل لهذا العقد. ومع ذلك، وعلى الرغم من الاستخدام الواسع النطاق للضمانات والهامش، هناك بعض التحديات الهامة لإدارة المخاطر المرتبطة بمخاطر الطرف المقابل على المشتقات الائتمانية. وأهمها هو مقاييس التعرض لخطر المشتقات المعقدة، وإحدى هذه المقاييس الرئيسية هي "الاحتمال التعرض لهذا الخطر" فهو يأخذ بعين الاعتبار التحركات المستقبلية المحتملة لهوامش الائتمان أو الافتراضات المستقبلية التي يمكن أن تخلق مخاطر أكبر إذا تحرك السوق لصالح التاجر. لذا فالمشاركون يدركون الحاجة لقياس التعرض المحتمل لمخاطر الائتمان للمشتقات المعقدة في المستقبل وكذلك الصعوبات

الفرع الثالث: أخطار النموذج:

المشتقات المالية المعقدة تتطلب نماذج معقدة للتقييم وللتحوط مما يؤدي إلى خطر استخدامها، فخطر الخسارة الناجمة عن نموذج معيب يطلق عليه بخطر النموذج. وبالفعل تحققت هذه المخاطر المتعلقة بخطر النموذج في ماي 2005 بعد تخفيض التصنيف الائتماني لجنرال موتورز إلى وضع أقل من درجة الاستثمار، فتحركت أسعار السوق لبعض مؤشرات الائتمان القطاعية بطرق من شأنها أن تعتبر إما غير قابل للتصديق للغاية أو مستحيلة، وفقاً نماذج معينة كانت تستخدم لتقييم وإدارة المخاطر في ذلك الوقت.

الفرع الرابع: وكالة تصنيف المخاطر:

فوكالات التصنيف تلعب دوراً هاماً في سوق المشتقات ولكن يمكن أن يساء فهم تصنيفاتها، مما قد يساعد على خلق المخاطر. ففي تقرير بحثي للبنك المركزي الأمريكي، في سوق التمويل المنظم، بما في ذلك سوق المشتقات، والتي تعتمد اعتماداً كبيراً على تقييمات لجنة النظام المالي العالمي، 2005. بأن الكثير من المستثمرين يعتمدون على وكالات التصنيف لتقييم مخاطر الائتمان في معاملة خاصة نظراً للطبيعة المعقدة للمشتقات. ومع ذلك، وفقاً لذلك التقرير، فالمؤسسات الاستثمارية الكبيرة لا تعتمد فقط على التصنيفات لاتخاذ القرارات الاستثمارية، وهذا ما يدل على فهمها الجيد لوكالات التصنيف. (Michael , 2007, pp. 12-13).

المطلب الثاني: قياس ومراقبة مخاطر المشتقات المالية

يجب أن يكون لكل مؤسسة وسيلة فعالة لقياس ومراقبة مخاطر الائتمان والمشتقات، ويجب السيطرة بحكمة على بيئة هذه العقود ويجب أن تشمل ما يلي:

- الرقابة الفعالة من طرف مجلس الإدارة
 - السياسات والإجراءات الفعالة
 - قوة المراجعة الائتمانية، والموافقة، وحدود العمليات.
 - يجب أن تكون نظم قياس المخاطر دقيقة والتحقق من صحتها.
 - فعالية تقارير المخاطر، والرصد، وعمليات الموافقة على الاستثناءات. كما يجب أن تصل في الوقت المناسب
 - يجب أن تكون المعايير التي تقوم عليها وثائق الائتمان سليمة.
- فيجب السيطرة على المخاطر الائتمانية بدقة من خلال عملية الائتمان الرسمية والمستقلة، وأن تسترشد أنشطة الائتمان من خلال السياسات والإجراءات فعالة.
- وللتخفيف من تضارب المصالح، وينبغي أن تكون وظيفة الموافقة على الائتمان مستقلة عن وحدة المخاطر ويعمل به موظفين مؤهلين، كما يجب الحفاظ على استقلال كل من التقييم الأولي للائتمان، وإنشاء خطوط ائتمان الطرف المقابل، والرصد والإبلاغ عن التعرض، والموافقة على الاستثناءات، وعادة ما يتم تنفيذ هذه المهام من قبل قسم الائتمان في المؤسسة وغالبا ما تكون هذه المؤسسات عبارة عن بنوك.
- ولأجل فعالية تقييم التعرض للمخاطر وتعيين حدود الائتمان المناسبة، يجب أن يمتلك الموظفين المسؤولين عن الموافقة ومراقبة مخاطر الائتمان الفهم الجيد للمشتقات المالية، ومصدر التعرض لهذا الخطر، وعوامل السوق التي تعرض المؤسسة لخطر الائتمان.
- كما ينبغي لموظفي الائتمان تلقي التدريب المستمر على الأدوات المالية المشتقة، وتقنيات إدارة المخاطر، وأساليب قياس مخاطر الائتمان. وينبغي أيضا أن تستعرض دوريا الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة للأدوات المشتقة وتعيين تصنيفات مخاطرتهم. كما يجب على تجار مشتقة أيضا وضع ضوابط أن تقييم مدى ملاءمة المعاملات المحددة للأطراف المقابلة لعقودهم. (Risk Management of Financial Derivatives, 1997, pp. 46-47)

النتائج:

يعتبر السبب الرئيسي لاستخدام المشتقات هو حماية المستثمرين من مخاطر السوق المالي، يقوم المستثمرين باستخدامها لتخفيض المخاطر الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق. وفي المقابل أيضا تتميز المشتقات المالية بمخاطر عدة فمن أهم هذه المخاطر هي: مخاطر السوق، المخاطر القانونية، المخاطر التنظيمية أو التشغيلية، المخاطر الرقابية، مخاطر السيولة ومخاطر الرفع المالي.

ومع مرور الوقت أسئ استخداما، فبدلا من أن تسهم في حماية المستثمرين، تحولت إلى أداة مضاربة أو مقامرة بهدف تحقيق الربح فقط. حيث تم استخدام المشتقات لخلق منتجات مشتقة من أصول فاسدة. ونتيجة للاستعمال المفرط والسيئ للمشتقات المالية والمضاربة بها، أدى بالكثير من المؤسسات المهمة والعريقة لخسائر قد تبدو غير واقعية لحجمها كبيرة جدا، أدى بالبعض للإفلاس. فبدل أن تستخدم هذه الاداة للتحوط من المخاطر المختلفة أصبحت خطرا في حد ذاتها على مستعملها نتيجة للفهم الخاطئ لها والمبالغة في استخدامها.

التوصيات:

يجب أن تملك كل مؤسسة وسيلة فعالة لقياس ومراقبة المخاطر المتعلقة بالمشتقات، وتتطلب الإدارة السليمة لمخاطر المشتقات على المستثمرين وضع إجراءات مكتوبة تحدد بوضوح توجهاتها في هذا الشأن.

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

المؤلفات

1. أحمد صلاح عطية، (2003)، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر.
2. دريد كامل آل شبيب، (2009)، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، الأردن.
3. سامي بن إبراهيم سويلم، (2008)، التحوط في التمويل الإسلامي، (البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2008).
4. سمير عبد الحميد رضوان، (2005)، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر.

5. طارق عبد العال حماد، (2001)، المشتقات المالية-المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، مصر.
 6. طارق عبد العال، (2001)، المشتقات المالية-المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، مصر.
 7. عدنان الهندي، وآخرون، (1996)، الهندسة المالية وأهميتها للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية.
 8. مايكل كوفل، ترجمة رشا جمال، (2007)، أسرار البورصة، الدار العربية للعلوم، بيروت، لبنان.
 9. محمد محمود الداغر، (2005)، الأسواق المالية-مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق، عمان.
 10. محمد مطر، (2004)، إدارة الاستثمارات-الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، عمان.
 11. مروان شموط، (2008)، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة، مصر.
 12. منير إبراهيم هندي، (2006)، الفكر الحديث في إدارة المخاطر-الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات-، منشأة المعارف، مصر.
- المداخلات:
1. لحسن دردوري، يومي 20-21 أكتوبر 2009، دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاساتها على النظام المصرفي، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف.
 2. أشرف محمد دوابة، أيام 6-8 مارس 2008، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، مؤتمر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، جامعة الإمارات المتحدة.
 3. بن رجم محمد خميسي، يومي 20-21 أكتوبر 2009، المنتجات المالية المشتقة، أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر.
 4. سحنون محمد، محسن سميرة، يومي 20-21 أكتوبر 2009، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.
 5. بوعافية سمير، قريد مصطفى، يومي 20-21 أكتوبر 2009، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر.
 6. عرابة رابح، أحضري دليلة، يومي 13-14 مارس 2011، نظرة اقتصادية وشرعية لدور المشتقات المالية في إحداث الأزمات المالية، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، جامعة خميس مليانة، الجزائر.
- مواقع الانترنت:

المركزي الكويتي يقرر إعادة تداول سهم بنك الخليج في البورصة، على الموقع:
menafn.com/menafn/arabic/1093243491, le 23/08/2012, à 202:47

المراجع باللغة الأجنبية:

- ✓ **Derivatives Risk Management Guideline**, Autorité des marchés financiers (AMF), August.
- ✓ Michael S.Gibson, Credit Derivatives and Risk Management, (Finance and Economics Discussion Series by Federal Reserve Board, Washington, May 22, 2007.
- ✓ Charles tapiero , Risk and Financial Management: Mathematical and Computational Methods, (John Wiley & Sons Ltd, England, 2004.
- ✓ **Derivatives**, FHFB Office of Supervision, Examination Manual April 2007.
- ✓ **Risk Management of Financial Derivatives**, Comptroller's Handbook,(Washington, January 1997.
- ✓ Donald MacKenzie, **Long-Term Capital Management and the sociology of arbitrage**, Economy and Society (Volume 32 Number 3: August 2003, Copyright Taylor & Francis Ltd.
- ✓ John Hull, **Options,Futures, and Other Derivatives**, (Pearson education, 8th edition, United States of America.
- ✓ **Implications of the Barings Collapse for Bank Supervisors**, Reserve Bank of Australia Bulletin, November 1995.
- ✓ **Baring Brothers & Co. Ltd**, The Professional Risk Managers' International Association, 18 July 1995.
- ✓ **A Guide about Allied Irish Banks in Polan**, sur le site : www.business2000.ie/pdf/pdf_7/aib_7th_ed.pdf,le 14/09/2012, à 13 :29.
- ✓ **AIB Currency Losses: John Rusnak's Role and the Fraud**, sur le site : <http://financetrain.com/aib-john-rusnak-role-and-the-subsequent-fraud>,le 14/09/2012, à 17 :16.
- ✓ **Andrew Beattie, How did currency trader John Rusnak hide \$691 million in losses before being caught for bank fraud?**, sur le site : investopedia.com/ask/answers/09/john-rusnak.asp#axzz26TVCc2y9,le 14/09/2012, à 15 :47.

- ✓ Adrian E. Tschoegl, **The Key to Risk Management**, (The Wharton Financial Institutions Center, Philadelphia, 2004), sur le site:
fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/99/9942.pdf, le 12/09/2012, à 22 :10.
- ✓ ***Bear Stearns Bankruptcy Looms, March 16, 2008***, sur le site :
globaleconomicanalysis.blogspot.com. le 02/07/2012, à 22:11
- ✓ Ellen Brown, **Credit Default Swaps: Evolving Financial Meltdown and Derivative Disaster Du Jour**, April 11, 2008, sur le site :
globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=8634, le 02/07/2012, à 22:59.