

المشتقات المالية كآلية لتغطية المخاطر أولصناعة الأزمات في ظل الاقتصاد الافتراضي؟

أ. بن شريف مريم

جامعة خميس مليانة

meriemfaiza@yahoo.fr

الملخص:

يعد الاقتصاد القاعدة التي تقوم عليها الدول أو تنهار بسببها، فإلى جانب الاقتصاد الحقيقي الذي يقوم على الأرض و العمل و رأس المال و يتجلى في صورة إنتاج زراعي أو صناعي أو عميري ، ومع التطور التكنولوجي وتوسع الإبداعات المالية- الأسهم ، السندات، المشتقات المالية... الخ- ظهر اقتصاد جديد يمكن اعتباره افتراضيا أو غير حقيقيا يعتمد على التعامل بالمنتجات المالية التي يتم تداولها عبر تقنيات مختلفة تقوم باستنزاف الموارد دون أن تبتكر جديدا أو تخلق منتجا فعليا.

حيث برزت إلى الواجهة، العديد من الممارسات المالية في مجال المال والأعمال وذلك في ظل الاقتصاد الافتراضي غير أن هذه الإبداعات والطرائق قد تكون مفيدة أو غير مجدية من خلال التسبب في أزمات مالية نتائجها جد مكلفة على الاقتصاد العالمي و تهدد الاستقرار المالي برمته، إذ يتعلق الأمر بالمشتقات المالية التي انبثقت عن الهندسة المالية كأداة للتغطية ضد المخاطر في أول وهلة إلا أن الواقع المالي كشف عن غير ذلك من خلال تسبب هذه المشتقات المالية بانتشارها الواسع في صناعة الأزمات عوض التحوط منها. وعليه يمكننا أن نتساءل: هل ساهمت المشتقات المالية في صناعة الأزمة المالية العالمية؟ وهو السؤال الذي نهدف إلى الإجابة عليه من خلال هذه الورقة.

: Abstract

Economy is base upon which states or collapsing because of them, besides the real economy which is based on land, labor and capital and is reflected in the form of agricultural or industrial production, with technological development and expansion of financial innovations - stocks, bonds, derivatives .. etc. - a new economy emerged can be considered a default or not true depends to handle financial products that are traded through the different techniques you drain without resources to innovate or create new products effectively.

Where came to the fore, many financial practices in the field of finance and business and in light of the virtual economy is that these creations and methods may be useful or useless by causing financial crises results too expensive on the global economy and threaten financial stability as a whole, as it comes derivatives that emerged from the financial engineering tool for coverage against risks at the first glance but the financial realities revealed is through cause these derivatives ta create crises

and we can ask: Did financial derivatives contribute in creating the global financial crisis ? It is a question which aim to answer it in this paper.

تمهيد:

إن تطور المشتقات المالية وزيادة نموها، إذ انتشر التعامل بها في الأسواق والمؤسسات المالية الدولية وغطت على النظام المالي الدولي.

فالأول وهلة كانت المشتقات وسيلة ناجعة لتغطية المخاطر المتمثلة في تقلبات أسعار الفائدة، أسعار الصرف وتقلبات أسعار الأسهم، إلا أن هذه المشتقات استعملت كذلك لأغراض المضاربة ونتيجة لتعقيد هذه الأدوات جعل من الصعوبة فهمها جيدا من قبل المستثمرين وهذا ما أدى إلى التسبب في الأزمات. نمو استخدام المشتقات يؤدي على تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية إذ تساهم المشتقات في تحسين كفاءتها، هذا ماجاء في تقرير بنك التسويات الدولية، إلا أن هناك من يرى أن هذه العقود هي السبب في أزمات الأسواق المالية وهناك من يتحفظ في التعامل بهذا النوع من العقود.

أولا: مفهوم الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي:

لقد أجمع الاقتصاديون والتاريخ الاقتصادي الحديث على أن فرعي الاقتصاد الرئيسيين هما الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي، غير أن التطورات الاقتصادية والمالية الهائلة التي مر بها العالم خلال العقود الخمسة الأخيرة وتحديدًا منذ نهاية الحرب العالمية الثانية أجبرت الاقتصاديين والمفكرين والعاملين بالأسواق على خلق مفاهيم لا ترقى إلى علم الاقتصاد، ومن أمثلة ذلك اقتصاد السيطرة النخبوية المالية والاقتصاد الافتراضي أو الوهمي اللذان يعكسان التحول الجوهرى للاقتصاد الحقيقي إلى اقتصاد يسيطر عليه المال في مرحلة أولى ثم اقتصاد وهمي في مرحلة ثانية.

أ- طبيعة العلاقة بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي:

يتمحور الاقتصاد علما ونشاطا حول قضية إشباع الحاجات من الموارد، ويتم ذلك في المقام الأول من خلال وظيفة الإنتاج التي تعمل على تحويل الموارد من حالتها الأولية أو الخام إل سلع ثم وظيفة الاستهلاك في المقام الثاني والتي تقوم على استخدام السلع في إشباع الحاجات وهذا ما يطلق عليه **الاقتصاد العيني أو الحقيقي**.

كما وجدت وظيفة ثالثة في الاقتصاد والمتعلقة بوظيفة التبادل من خلال الأسواق وذلك في إطار التعاون والتعامل مع الآخرين في الإنتاج والاستهلاك كون أن الشخص لا يمكنه أن ينتج كل السلع التي يحتاجها، كما لا يمكن للمنتج الواحد أن تتوفر لديه كل الإمكانيات لإنتاج السلعة التي يتخصص فيها. ويرتبط الاقتصاد الحقيقي بالأصول العينية المتمثلة في مجموع الموارد الحقيقية التي تشبع الحاجات والمتطلبات بطريقة مباشرة (كالسلع الاستهلاكية من الطعام، الملابس وماشابه) أو بطريقة غير مباشرة (كالسلع الاستثمارية من الآلات والمعدات وما شابه).⁽⁰¹⁾

وإذا كان الاقتصاد العيني يمثل القيمة الحقيقية للاقتصاد والأساس لاستمرار الحياة البشرية، ولما كانت عملية التبادل تحتاج إلى مقابل من طرفها، وأنه من الصعوبة التبادل السلعي (المقايضة) فقد ظهر منذ وقت

مبكر أن الاقتصاد العيني لا يكفي وحده للتقدم، بل لابد من تزويد الاقتصاد العيني بأدوات مالية تسهل عمليات التبادل المتعلقة بالأصول العينية وتيسر التعاون المشترك. لذلك وجدت النقود كأول وسيلة للتبادل وكأحد الأدوات المالية للاقتصاد المالي لخدمة الاقتصاد الحقيقي، وأصبحت حركة النقود في المجتمع تسير في تيار عكسي ومزمن لحركة السلع، ومن هنا وجد ما يسمى **الاقتصاد النقدي** أو الاقتصاد المالي في صورته الأولى الذي يعبر عن حركة التيار النقدي المقابل للتيار السلعي وبذلك يسير الاقتصاد في توازن.⁽⁰²⁾

أخذت الأدوات المالية عبر الزمن مراحل وتطورات حيث وصلت إلى أهمها وأشهرها في العصر الحديث وهي الأسهم (التي تمثل حق الملكية على بعض الموارد كالمصانع والشركات) والسندات (التي تمثل حق الدائنية تجاه مدين معين)، والنقود (التي تعطي حائزها حق الحصول على أي سلعة أو خدمة من الاقتصاد)، إذ أنه ليس للأصول المالية قيمة في حد ذاتها وإنما تعبر عن قيمة ما ترمز إليه وما تعكسه من الاقتصاد العيني ولا تولد دخولا بذاتها وإنما تسهل من توليد الأصول العينية للدخول.⁽⁰³⁾

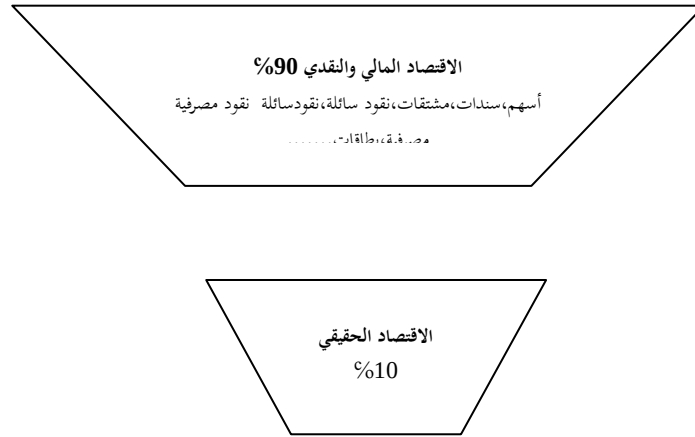
وإذا كان تطور الأصول المالية بدأ بظهور النقود، إلا أن البشرية اكتشفت أيضا أن الكفاءة الاقتصادية تزداد كلما اتسع حجم المبادلات ولم يعد قاصرا على عدد محدود من الأفراد أو القطاعات، فالقابلية للتداول ترفع القيمة الاقتصادية للموارد، ومن هنا ظهرت أهمية أن تكون الأصول المالية قابلة للتداول، إذ تطورت أشكال هذه الأصول المالية مع ظهور شركات المساهمة (حقوق تثبت ملكية) وتطور الأوراق التجارية والسندات (حقوق تثبت دين)، إذ أصبحت هذه الأصول أشبه بحقوق على الاقتصاد الوطني، كما ساعد تنوع هذه الأصول المالية على انتشار وتوسع الشركات وتداول ملكيتها وزيادة قدرتها على الاستدانة.⁽⁰⁴⁾

إلا أن الأمر لم يقتصر على ظهور هذه الأصول المالية الجديدة (أسهم، سندات، أوراق تجارية) بل ساعد على انتشار تداولها ظهور مؤسسات مالية قوية تصدر هذه الأصول باسمها حيث أدى تمتعها بثقة الجمهور إلى زيادة تداول هذه الأسهم والسندات بين الجمهور، فمن ناحية ظهرت البورصات التي تتداول فيها هذه الأصول المالية مما عزز ثقة المتعاملين في سلامة هذه الأصول المالية المتداولة فيها، ومن ناحية أخرى فإن المؤسسات المالية الوسيطة (البنوك خاصة) بتدخلها في عمليات التمويل، فالبنوك تحول المديونيات الخاصة للعملاء إلى مديونيات عامة يقبل عليها الجمهور لأن البنوك تتمتع بثقة عامة في الاقتصاد.

وعليه يتكون الاقتصاد المالي من أدوات ومؤسسات مالية، فهناك مجموعة من الأدوات المالية في شكل رموز من حقوق ملكية أو دائنية أو غير ذلك من الالتزامات على أصول الاقتصاد العيني من موارد طبيعية أو بشرية، كذلك هناك العديد من المؤسسات التي تتعامل في هذه الرموز (الأصول المالية) بالإصدار، التداول، التقييم والترويج، وهكذا فالحديث عن الاقتصاد المالي أو القطاع المالي هو حديث عن رموز ومؤسسات تتعامل في هذه الرموز.⁽⁰⁵⁾

والشكل الموالي يوضح الهرم المقلوب في ظل نظام الائتمان والذي يدل على أن الاقتصاد المالي والنقدي يشكل 90% من المعاملات سواء تعلق الأمر بالأسهم السندات المشتقات وغيرها مقابل 10% فقط بالنسبة للاقتصاد الحقيقي

الهرم المقلوب في ظل الائتمان



المصدر: شريط عابد، سيدي علين معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، محاولة للفهم واقتراح الحلول، <http://conference.qfis.edu.qa>

ب- العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني:

يمكن وصف العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني في أمرين: الأول يتمثل في وجود أسباب في بنية الاقتصاد العالمي أدت إلى انفصام الاقتصاد المالي عن الاقتصاد العيني والثاني: وجود عيوب هيكلية في الاقتصاد المالي أدت إلى استحداث إشكاليات ظهرت على سطح العلاقة بين الاقتصادين. يتمثل سبب انفصام الصلة بين الاقتصاد المالي والعيني بوجه عام في احتلال التوازن الذي قادت إليه الليبرالية الجديدة خلال ربع قرن من هيمنتها على صانعي القرار العالمي.⁽⁰⁶⁾ ويمكن تفصيل هذا السبب العام في الأسباب التالية:

1- فقدان التوازن بين الحكومات والأسواق: إن فقدان الدولة لدورين أساسيين - دور الضامن الأخير لعمليات الاستثمار والإنتاج عند اضطراب البيئة الاقتصادية الكلية ودور الموجه لحركة رأس المال والمراقب لأداء الأسواق - زاد من حدة الانفصام بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني، إذ تمتع الاقتصاد المالي بقوة دفع خاصة به لا تمت بصلة بتمويل عمليات إنتاج السلع والخدمات كما هو مفترض إلى حد أصبحت معه تحركات رأس المال في العالم تساوي أكثر من مئة ضعف القيمة الإجمالية لحركة التجارة الدولية والاستثمارات المباشرة والتي لا تتجاوز 13 تريليون دولار سنوياً.⁽⁰⁷⁾

2- تركز الثروة في دول الشمال: حيث أدت آليات الاقتصاد العالمي إلى فقدان التوازن بين تركز الثروة في دول الشمال وتركز الإنتاج في دول الجنوب.

3- عدم العدالة في توزيع المداخل: وهنا تكمن مشكلة الرأسمالية في اعتقادها بأن الفئات الأعلى في سلم الدخل قادرة على خلق طلب كاف ومتنوع وقيادة قاطرة النمو بمفردها، وهذا غير صحيح في الوقت الذي تحتكر فيه هذه الفئات الجزء الأكبر من المداخل نجد أنها تقوم بتشويه عمليات التخصيص الفعال للموارد، وتبعد الاقتصاد العالمي عن الاستثمار في الاقتصاد العيني والمبالغة في المضاربة في الاقتصاد المالي، مما ساعد في انفصام الصلة بين الاقتصاد المالي والعيني.

ج- إشكاليات الاقتصاد المالي المؤثرة على الاقتصاد العيني:

لم تنتج إشكاليات العلاقة بين الاقتصاد المالي والعيني عن المتناقضات الكامنة في الاقتصاد الرأسمالي فقط وخاصة انعدام التوازنات بأنواعها المختلفة، وإنما نتجت كذلك عن عيوب هيكلية في الاقتصاد المالي نفسه أدت إلى استحداث إشكاليات أخرى برزت على سطح العلاقة بين الاقتصاديين ويتمثل ذلك فيما يلي: (8)

1- تجاهل اعتبارات الحدود المعقولة للرافعة المالية:

ويتعلق الأمر بوضع حدود لما يمكن إصداره من أصول ملكية (أسهم) وكذا مديونية (السندات)، إذ أن التوسع في العمليتين بشكل كبير غير مبرر من شأنه وضع النظام المالي ككل في خطر.

إذ حددت اتفاقية بازل للرقابة على البنوك حدودا للتوسع في الإقراض و بالتالي الاقتراض للبنوك، بآلا يتجاوز نسبة رأس المال المملوك لها، فالبنك لا يستطيع أن يقرض أكثر من نسبة محددة لما يملكه من رأس مال واحتياطي، وهذا ما يعرف إلا أن الاهتمام بالريح السريع أدى إلى تعريض النظام المالي للمخاطر في المدة الطويلة. (9) Leverage بالرافعة المالية

2- المشتقات المالية: سيتم التطرق إليها لاحقا.

3- عدم توزيع القطاع المالي للمخاطر:

إذ أن تركز الإقراض على قطاع أو قطاعات قليلة يؤدي إلى زيادة المخاطر، إذ ينبغي توزيع المخاطر لتقليلها وهذا ما أثبتته الأزمة العقارية الأخيرة نتيجة تركز الإقراض والاقتراض في قطاع العقارات.

4- نقص أو انعدام الرقابة على المؤسسات المالية الوسيطة:

على الرغم من أن البنوك المركزية تقوم بالرقابة الدقيقة على أعمال البنوك التجارية، إلا أن ضعف أو انعدام الرقابة على مؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية أو الرقابة على المنتجات المالية الجديدة كالمشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية، مما من شأنه خلق أزمة عدم ثقة في النظام المالي مما قد يؤدي إلى انهياره.

وعموما تتمثل التطورات التي اعتبرت في حد ذاتها جذورا للثورة المالية فيما يلي:

* تبلور مفهوم الاقتصاد المالي.

* التحرر من القيود " التحرير المالي غير الوقائي ".

* ثورة المفاهيم المالية: مثلاً: الرافعة المالية، نظرية المحفظة، المراجحة بين الأسواق، القيمة الزمنية للنقود...

* تعدد وتنوع الأسواق والمؤسسات المالية.

* ثورة الابتكارات المالية: التوريق، المشتقات المالية...

ثانياً: المشتقات المالية كأداة لتغطية المخاطر:

في العقدتين الأخيرين ازدادت أهمية المشتقات المالية بسبب الثورة التي حدثت في تكنولوجيا الاتصالات وانعكاساتها على أسواق المال والتي بدخولها عصر العولمة ازدادت عمقا واتساعا، وقد قادت الثورة الحادثة في عالمي الاستثمار والتمويل إلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة، أدوات تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثانوي. ويمكن فهم المشتقات المالية بمقارنتها بالأدوات المالية الأولية (الأصلية)، فالأدوات المالية الأصلية تشمل الأدوات التي تظهر في صلب الميزانية والتي يترتب على اقتنائها حدوث تدفق نقدي ومن أمثلتها الأسهم والسندات

off-balance-sheet وعلى خلافه، فإن معظم المشتقات المالية هي من أدوات خارج الميزانية وفي الغالب لا ينشأ عنها أي تدفق نقدي مبدئي. **Instruments. sheet**

أ- تعريف المشتقات المالية

هناك عدة تعاريف للمشتقات المالية نذكر منها:

- هي عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية، وتحدد قيمتها بقيمة واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها. (10)

- هي عقود تشتق قيمتها من قيمة أصول معينة (أسهم، سندات، سلع أو عملات...) تسمح المشتقات المالية للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد. (11)

- كما تعرف على أنها اختراع يمكن عن طريقه توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد بداية هذه الظاهرة هو ما يسمى بالتوريق. (12)

وبناء على التعاريف السابقة يتلخص مفهوم المشتقات المالية فيما يلي:

" هي عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود، إذ تعتمد قيمتها (الأرباح أو الخسائر) على الأصل المعني أي الأصل موضوع العقد) تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد ولذلك سميت بالمشتقات). ويتضمن العقد: (13)

1- تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل.

2- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.

3- تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد.

4- تحديد الشيء محل العقد والذي قد يكون: سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي، مؤشر أسعار، تقييم أو مؤشر ائتماني، تغييرات مماثلة.

ب- أهداف التعامل في عقود المشتقات:

يتم اللجوء إلى عقود المشتقات إما للتحوط، المضاربة أو المراجحة.
أ-التحوط: إذ يهتم المتحوطون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها، والمشتقات تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

ب- المضاربة: وذلك من خلال المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك يستخدم المضاربون المشتقات من أجل تحقيق الربح.

ج- المراجحة: وذلك من خلال الشراء من السوق الذي يكون فيه سعر أصل معين منخفض والبيع في نفس الوقت في السوق الذي يكون فيه السعر مرتفع وبالتالي تحقيق ربح عديم المخاطرة.

ج- أسواق عقود المشتقات و المتدخلون فيها

1 - أسواق عقود المشتقات :

يتم تداول عقود المشتقات في أسواق تسمى أسواق المشتقات، أسواق المشتقات هذه إما أن تكون أسواقا منظمة أو غير منظمة. ¹⁴

1-1 السوق المنظمة:

وتعرف أيضا بالسوق الأجل للبورصة، وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات كذلك المتعلقة بالتسليم والتسوية والحد الأقصى لعدد عقود المضاربة الذي يمكن أن يحوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل. إضافة إلى أن السوق المنظمة تكون مجهزة بغرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود وتضمن تغطية مخاطر الطرفين، وتتحقق هذه التغطية من خلال هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد تتراوح بين 3 إلى 5 % تودع لدى غرفة المقاصة. للإشارة فإنه لا يتم التعامل في هذه السوق إلا من طرف متعاملين معتمدين تحكمهم قواعد التداول المحددة من طرف هذه البورصة.

1-2 السوق غير المنظمة:

على عكس الأسواق 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 والخيارات والمبادلات،...

العمليات في هذه السوق ليست مخطية، 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.

2/أنواع المتدخلين في أسواق المشتقات

يتمثل المتدخلين في أسواق المشتقات فيما يلي «15»

1-2المؤسسات

تدخل المؤسسات سوق المشتقات من أجل التغطية من المخاطر المرتبطة بنشاطها الإنتاجي، وأيضاً من أجل الحصول على أرباح إضافية حوالي 50 من إرباحا المؤسسات ناتجة في الحقيقة عن المضاربة المالية في حين أن المنتجات المشتقة لا تظهر حتى في ميزانية هذه المؤسسات فهي عملية خارج الميزانية وهو ما أدى إلى صعوبة تحديد دورها وأهميتها الحقيقية في نشاطات المؤسسة.

2-2المضاربون:

ويدخلون سوق المشتقات لتحسين وضعيتهم، وتوسيع مركزهم بمساعدة أثر الرفع المالي، يتم ذلك من خلال هامش مبدئي منخفض جداً، ثلاثة بالمائة في المتوسط من قيمة الأصل محل التعاقد ومحاولة تسجيل أرباح مهمة جداً، إذا ما حققت توقعاتهم فيما يخص سعر ذلك الأصل.

2-3مسيرو المحافظ: صناديق الاستثمار، البنوك، صناديق المعاشات، هيئات التوظيف الجماعي...

يدخل مسيرو المحافظ أسواق المشتقات من أجل البحث عن توسيع توظيفها، فكلما كان للصندوق إمكانيات أكبر، كلما نوع استثماراته في أسواق عديدة وذلك بعد تقييمه للوضعية العامة لهذه الأسواق. و بذلك يضمن إذا خسر قليلاً من اليسار وريح كثيراً من اليمين، سيكون رابحاً في النهاية. في حين أنه لو كانت لدى هذا الصندوق إمكانيات واستثمرها يساراً فقط أي في اتجاه واحد سوف يخسر في النهاية وعليه فان الصندوق إذا اجتمع لديه رأس المال الضخم والقدرة على تقييم مخاطر استثماراته سيكون لديه حظ كبير في الربح في النهاية.

د- الأنواع الرئيسية لعقود المشتقات:

تتمثل هذه الأنواع في عقود الخيار، العقود المستقبلية، العقود الآجلة وعقود المبادلات.

1- العقود المستقبلية

هي عقود يتم من خلالها تسليم أصل مالي في وقت محدد في المستقبل ويتحدد السعر وقت إنشاء العقد. إذ توسع التعامل بالعقود المستقبلية في الثمانينات والتسعينات وتم إنشاء أسواق مالية وذلك لتنظيم قواعد المتاجرة بالعقود المستقبلية.⁽¹⁶⁾

ونشير إلى أن العقود المستقبلية متجانسة ومتماثلة مما يسهل فهمها والتعامل بها، كما أنه لا يتم المتاجرة بالعقود المستقبلية بين المصارف فهي تتم فقط في الأسواق المالية التي حددت مواصفاتها وأوقات المتاجرة بها ومواعيد الاستلام والتسليم.

أما العقود الآجلة فهي عقود يتم تصميمها خصيصاً لتلبية احتياجات محددة والتعامل بها يكون خارج الأسواق المالية النظامية.⁽¹⁷⁾

2- عقود الخيارات:

نشأ هذا النوع من العقود في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث كان يجري التعامل بهذه العقود في السوق المالية غير المنظمة من خلال وسطاء ماليين، ثم انتقل التعامل بها بعد ذلك إلى السوق المنظمة من خلال بورصة شيكاغو في 26 أبريل 1973 و سرعان ما انتشرت هذه العقود في البورصات الأمريكية والأوروبية وغيرها.

وعقد الخيار هو عقد بين طرفين: مشتري العقد والمحرر، إذ يعطي العقد لمشتريه الحق في شراء أو بيع عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي من أو إلى المحرر بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق يطلق تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية، والخاصية التي تتمتع بها هذه العقود تتمثل في إمكانية التنفيذ أو عدم التنفيذ بالنسبة لمشتري العقد مقابل مكافأة غير قابلة للرد تدفع للمحرر⁽¹⁸⁾

2-1 عناصر عقد الخيار:

تتمثل فيما يلي:⁽¹⁹⁾

- مشتري أو حامل عقد الخيار: هو الطرف الذي يستفيد من الحق الذي يتيح له العقد بشراء الأصل إذا كان الخيار للشراء أو بيع الأصل إذا كان خيار بيع.
- بائع أو محرر عقد الخيار: هو الطرف الذي يقع عليه الالتزام بتنفيذ العملية موضوع العقد - شراء أو بيع - في حالة طلب المشتري تنفيذ العقد.
- سعر الممارسة أو التنفيذ: هو السعر المحدد سلفاً لتنفيذ عقد الخيار أي سعر الشراء أو البيع قبل تاريخ الاستحقاق.
- العالوة أو المكافأة: هي ما يدفعه مشتري العقد للمحرر وغالباً ما تحدد نسبة مئوية من مبلغ العقد، إذ تتحدد قيمة المكافأة حسب العرض والطلب.
- السعر السوقي: هو سعر الأصل موضوع العقد في السوق في تاريخ تنفيذ العقد أو في آخر يوم في فترة العقد.

- تاريخ التنفيذ: وهو التاريخ الذي يقوم فيه المشتري بتنفيذ العقد.

- تاريخ الانتهاء: وهو آخر يوم متفق لصلاحية تنفيذ العقد.

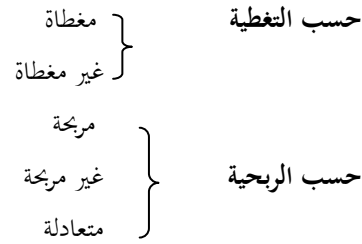
2-2 أنواع عقود الخيار :

يمكن حصر أنواع عقود الخيار كما يلي:

خيارات الشراء خيارات البيع - خيارات مزدوجة الضمانات	} الأنواع الرئيسية
خيارات أمريكية	} مجلة الاقتصاد الجديد

حسب تاريخ التنفيذ

خيارات أوروبية



call option - عقود خيارات الشراء:

وهو عقد بين طرفين يمنح فيه لمشتري العقد الحق وليس الالتزام في شراء أو عدم شراء أصل معين وذلك في تاريخ مستقبلي بسعر محدد سلفاً مقابل مكافأة تدفع للمحرر.

Put Option - عقود خيار البيع:

تمنح هذه العقود لمشتري العقد الحق في بيع أو عدم بيع أصل معين.

Warrant - الضمانات

يمكن النظر إلى الضمانات على أنها عقود شراء تعقد بواسطة الشركات على أسهمها، معادة ما تكون لفترات زمنية طويلة مقارنة بعقود الخيارات.

- عقود الخيارات الأمريكية والأوروبية:

الخيار الأوروبي يتم تنفيذه فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد، أما الخيار الأمريكي فيمكن ممارسته في أي وقت خلال فترة سريان العقد.

- الخيارات المغطاة والخيارات غير المغطاة:

الخيارات المغطاة هي تلك الخيارات التي يكون فيها المحرر مالكا للأصول موضوع العقد (خيار شراء) والعكس بالنسبة للخيارات غير المغطاة.

- خيارات المؤشرات

هي العقود التي يكون موضوعها مؤشر للسوق المالي، إذ أنه في هذا العقد لا يتم تسليم الأوراق المالية موضوع المؤشر بالبيع أو الشراء وإنما تكون التسوية نقدية فقط.

3 swaps - عقود المبادلات:

IBM ترجع نشأة عقود المبادلات إلى عام 1970، إذ حدث أول عقد للمبادلة لأسعار الفائدة في 1981 بين شركة

، وهي اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، ويوجد نوعان world bank و

رئيسيان للمبادلات هما مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات أسعار الصرف.

3-1 مبادلات أسعار الفائدة: يوافق أحد الأطراف الداخلة في المبادلة على دفع سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة.

3-2 مبادلات أسعار الصرف: وتتضمن عملية مبادلة بين عملتين في شراء إحداها وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري وفي نفس الوقت إعادة بيع الأولى وشراء الثانية مقابل سعر المبادلة (السعر الآجل).

هـ : مخاطر المشتقات المالية

إن عنصر المخاطرة يلزم الاستثمار أيا كان مجاله، ويبلغ أوجهه لدى الاستثمار في المشتقات المالية، وتنشأ هذه المخاطرة الشديدة في المشتقات المالية عن حالة عدم التأكد **Uncertainty** المحيطة بأسعارها لأنها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل.

ومن أفضل الشواهد على ذلك حادثة إفلاس بنك **Barings Merchant bank** عام 1995 والتي نتجت عن الإفراط في تعامل كبير المتعاملين لدى فرعه في سنغافورة والمدعو **Nik Lesson** بالمشتقات وبالذات عقود الخيار والعقود المستقبلية سواء للعملات الأجنبية أو الأوراق المالية مما تسبب في خسارة إجمالية تقارب 1,3 مليار دولار.

ولكن كما أن للمشتقات المالية مخاطرها، فإنه يمكن استخدامها كأداة للمضاربة **Speculation** وفي الوقت نفسه أداة للتحوط **Hedging** من مخاطر الاستثمار.

رغم أن التعامل في أدوات المشتقات المالية، يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد و أسعار الصرف وأسعار السلع. إلا أنه بحكم طبيعة تلك الأدوات إذ هي ترتبط بالتوقعات فهي كذلك تتضمن احتمالات الربح والخسارة، حيث أنها في حد ذاتها تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة و غير محتملة، مما يتسبب في خلق الأزمات. و تتمثل المخاطر التي يمكن أن تواجهها أدوات المشتقات أساسا في: «20»

1/ مخاطر السوق:

تتعلق هذه المخاطر أساسا بالتقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات، و التي ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، كما قد تنجم تلك المخاطر من نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى تدهور أسعار بعض الأصول، و عدم إمكانية إبرام عقود مشتقات للاحتياط ضد احتمال استمرار هذا التدهور.

إلى جانب ذلك هناك مخاطر التسوية، فقد تصل الأصول المتعاقد عليها إلى حدها الأدنى يوم التسوية الذي قد يشهد تقلبات حادة، مما يؤثر على القيمة التي تتم على أساسها التسوية.

و يزيد احتمال التعرض لمخاطر السوق كلما كان هناك احتكارية من صانعي السوق، حيث يقومون بعمليات الشراء و البيع على نطاق واسع، و لذلك يمكنهم التأثير بدرجة أكبر على أسعار الأوراق المالية و

على توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، الأمر الذي قد يفضي إلى تقلب أسعار بعض تلك الأوراق بشكل حاد.

و مما يزيد من هذه المخاطر ترابط الأسواق المالية بدرجة كبيرة، و سهولة انتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى.

و يتطلب الحد من مخاطر السوق تقييم موضوعي شامل لظروف السوق، كما يتطلب أيضا أن تحافظ بيوت التسوية على حد أدنى مناسب من السيولة لديها و كذا على كفاءة أدائها كوسيط بين البائع و المشتري في السوق، و بحيث تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها بصفة مستمرة.

2/ المخاطر الائتمانية:

تنتج عن عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزامات العقد، و تقدر بتكلفة الإحلال بسعر السوق للتدفقات المتولدة عن العقد في حالة التقصير.

و يعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر انتشارا في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصات المنظمة، الأمر الذي يقتضي اهتمام المتعاملين في البورصات غير المنظمة بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها.

هذا و يطالب عدد كبير من البنوك المركزية في المرحلة الحالية، البنوك الخاضعة لها، بتقديم تقارير تتعلق بأنشطتها المالية في أسواق المشتقات، باعتبار أن ذلك يمثل امتدادا طبيعيا لدورها الرقابي. كما تقوم بعض البنوك بتكوين مخصصات لمواجهة الخسائر الناتجة عن عدم سداد بعض العملاء للقروض الممنوحة لهم لتمويل التعامل في المشتقات.

3/ مخاطر التشغيل:(المخاطر الرقابية): ويقصد بها المخاطر الناجمة عن ضعف نظم الإشراف و الرقابة الداخلية على العاملين في البنوك وغيرها من المؤسسات المتعاملة في سوق المشتقات، وكذا المخاطر الناتجة عن عدم سلامة السياسات الخاصة بالإدارة.

4/ المخاطر القانونية:ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي، يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقا لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة.

5/ أثر الرفع المالي:

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

/ مساهمة عقود المشتقات في خلق الأزمات 6

لقد كانت المشتقات بشكل أو بآخر متاحة خلال العديد من السنين الماضية كما أن المهندسين الماليين دأبوا على تطوير المنتجات المشتقة الجديدة و المعقدة و التي تبدو صعبة إن لم تكن مستحيلة الفهم، فقد قال عنها j.lipen في مقال له في صحيفة وول ستريت لعام 1994 لم أعرف موضوعا يجهله الناس قدر المشتقات غير أنه لسوء الحظ فإن فقدان التفهم العام لهذه الأدوات لم يحل دون تورط المستعملين في معاملات المضاربة بالمشتقات و بالتالي التعرض لمستويات من المخاطر لا يمكن تحملها إن التوسع في المشتقات المالية بدون ضوابط عرض المتعاملين فيها لخسائر فادحة و ربما للإفلاس، و الأمثلة على ذلك كثيرة، نذكر منها مايلي

لقد بلغت خسائر شركة procter&gamble - وهي إحدى الشركات الأمريكية الكبرى المصنعة للسلع الاستهلاكية نحو 1.2 مليون دولار خلال شهر أبريل من عام 1994 من جراء المضاربة على تحركات سعر الفائدة ، كما حققت شركة أمريكية أخرى وهي air products and chemicals خسائر خلال شهر ماي من عام 1994 بلغت قيمتها 60 مليون دولار نتيجة التعامل بالمشتقات

ومن ناحية أخرى قدرت الخسائر المالية التي لحقت بشركة kachima oil اليابانية بحوالي 1.5 مليار دولار نتيجة الاتجار و التعامل في عقود أسعار الصرف، وتلك التي لحقت بشركة metallgesellschaft الألمانية بحوالي 1.4 مليون دولار ووصلت الخسائر التي تحملتها إحدى الشركات المتخصصة في الأوراق المالية وهي painewebber إلى حوالي 268 مليون دولار بين شهري جوان و بداية سبتمبر 1994 والتي نتجت عن دعم إحدى صناديقها الاستثمارية في تجارة المشتقات، وتجاوزت خسائر بنك kiddier peabody - وهو أحد بنوك الاستثمار الأمريكية - نتيجة قيامه بعملية شراء و بيع المشتقات في أحد صناديقه الاستثمارية حوالي 4 ملايين دولار خلال شهر أوت 1994.

وتعد أزمة بنك barings من الأزمات الشديدة لما لها من آثار و انعكاسات ممتدة و متشعبة على النشاط المصرفي في كثير من دول العالم وتعود تلك الأزمة إلى قيام أحد فروع هذا البنك والكائن في سنغافورة بالمضاربة في سوق العقود الآجلة - وخاصة عقود الخيارات والعقود الآجلة المتداولة في بورصتي أوساكا اليابانية و سيمكس السنغافورية - في الوقت الذي جاءت فيه اتجاهات السوق عكس توقعاته في ظل غياب عملية الرقابة على عمليات تلك السوق من قبل إدارة البنك (21)

و في الأخير ، كانت المشتقات المالية أحد أسباب الأزمة المالية العالمية التي لازالت تلقي بضلالها وتداعياتها على العالم، إن هذه الأزمة ضربت الاقتصاد العالمي بصورة واضحة في الربع الأخير من سنة 2008 وخاصة بعد انفجار أزمة الرهونات العقارية الأمريكية، و أدت إلى إفلاس العديد من المؤسسات المالية و المصرفية والتي

كان من بيت أهم أسباب انهيارها تعاملها بالمشتقات المالية المبنية على ديون عقارية وتصدر الإشارة إلى أن حجم المشتقات المالية قد تجاوز 600 تريليون دولار

ثالثاً: الأزمة المالية العالمية والمشتقات المالية: إشكالية العلاقة

أ- تعريف الأزمات وأنواعها: عرف المسار التاريخي لكثير من الدول العديد من الأزمات التي تعتبر مؤشراً على هشاشة وسوء أداء النظام المالي ليلد أو آخر بالرغم من عدم وجود تعريف أو مفهوم محدد للأزمة المالية، إلا أن معظم التعاريف المساقة تركز على كونها اختلالاً عميقاً واضطراباً حاداً ومفاجئاً في بعض التوازنات المالية، ويتبع ذلك انهيار مفاجئ في مجموع المتغيرات المالية (مثل الإصدارات، أسعار الأسهم و/أو السندات، قيمة القروض والودائع المصرفية، أسعار الصرف) وقد تمتد آثار ذلك إلى القطاعات الأخرى، ويتم استعمال مصطلح الدورة الاقتصادية أحياناً للدلالة على الأزمة بالرغم من الفرق بينهما، إذ تتسم الدورة بانتظام حصولها في فترات متعاقبة وقد تكون تعبيراً عن وضع مرغوب فيه (كالانتعاش أو الرواج).⁽²²⁾

يتم التمييز بين ثلاثة أنواع من الأزمات:⁽²³⁾

1- أزمات العملة: تحدث عندما تتعرض قيمة العملة بدلالة عملة أو عملات مرجعية إلى تدهور خلال فترة زمنية معينة تحديداً سنة، ويكون هذا التدهور أكثر من الحدود المعقولة التي يتم اعتبارها في الغالب ما فوق 25%، ويمكن أن يعتمد مؤشر ضغوط المضاربة على العملة معياراً لذلك، والذي يكون بمزج تغير سعر صرف العملة بتغير مستويات الاحتياطات الرسمية ومعدلات الفائدة.

2- الأزمات المصرفية: وتحدث هذه الأزمات حين يكون حجم الأصول غير الكفوءة الموجودة لدى البنك كبيراً أو عندما تتفق المعلومات الصادرة عن مختلف الجهات على أن هناك مؤشرات دعر (تجميد ودائع، سحب مكثف للودائع، غلق بنوك، ضمان ودائع، وجود مخططات إنقاذ حكومية للبنوك...)⁽²⁴⁾

3- أزمات الأسواق المالية: تحدث أزمات الأسواق المالية نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة الفقاعات، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر، ويحدث ذلك عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة الأصل على توليد الدخل، مما يجعل انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيعه فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الدعر في الظهور فتتهار الأسعار والذي يمكن أن يمتد أثره إلى أسعار أصول أخرى، ويتم الحديث عن أزمة عندما ينخفض مؤشر السوق المالية بأكثر من 20% قياساً على أزمته 1929 و1987.

ب - الأزمة المالية الأمريكية: الأزمة المالية هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت على السطح في العام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك. وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأميركي، ووصلت تبعاتها إلى اقتصادات أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من كبريات البنوك والمؤسسات المالية العالمية. ولم تفلح

مئات مليارات الدولارات التي ضخّت في أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة الرهون العقارية التي ظلت تعمل تحت السطح حتى تطورت إلى أزمة مالية عالمية، لم يخف الكثير من المسؤولين خشيتهم من أن تطيح بمنظّم اقتصادية عالمية وأن تصل تداعياتها إلى الكثير من أنحاء العالم.

1- أزمة الرهن العقاري:

تفجرت الأزمة في سبتمبر 2008²⁵ في الولايات المتحدة حيث انهارت مؤسسات مالية ضخمة و تواصل الانفجار ليطال مؤسسات مالية كبرى في أوروبا و آسيا لارتباطها الاستثماري بالسوق المالية الأمريكية.

بدأت الأزمة مع انفجار الفقاعة العقارية التي ظهرت عام 2007 بسبب عجز ملايين المقترضين لشراء مساكن و عقارات على تسديد ديونهم للبنوك ، و يعود السبب الرئيسي في تفجر أزمة الرهن العقاري الأمريكية إلى خلفيات تاريخية بدأت بأزمة السيولة في سوق الإئتمان و في النظام المصرفي العالمي حين ارتفع سعر الفائدة على الدولار إلى ما يفوق 5% و قد ظهرت الأزمة بصورتها الحالية عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات التي نتجت عن تسويق العقارات لمحدودي الدخل الذين لم يتمكنوا من سداد الأقساط المستحقة و ازدادت معدلات حجز البنوك للعقارات لتصل حوالي 93% و فقد أكثر من 2 مليون أمريكي ملكيتهم لهذه العقارات ، و قد ساهم في تفاقم المشكلة اتجاه البنوك المقدمة للقروض لتوزيع الديون العقارية و إعادة بيعها لمؤسسات مالية و عقارية أخرى مما أدى إلى امتداد آثار الأزمة لعدد كبير من البنوك

- و من المظاهر التي أدت إلى زيادة الأزمة نذكر :
 - المبالغة في تقييم قيمة العقارات إلى حد يتجاوز في بعض الأحيان عشرات أضعاف سعرها الحقيقي .
 - التحايل على المقترضين بربط أسعار فائدة قرض الرهن العقاري بفائدة الاحتياطي الفيدرالي (ما يسمى بالفائدة القابلة للتعديل) الذي كان منخفضا في ذلك الوقت للحصول على فوائد أعلى في حال ارتفاع أسعار فائدته و هذا ما حدث فعلا .
 - قيام المصارف بإقراض أصحاب العقارات ذوي المراكز المالية المتواضعة و توسعت حتى بلغت القروض ذات من إجمالي قروض الرهن 15% المخاطر العالية و العوائد المرتفعة حوالي 2 تريليون دولار أي ما يشكل العقاري التي سميت بقروض الرهن العقاري الرديء .
 - نص عقد الإقراض على ارتفاع سعر الفائدة إلى ثلاثة أضعاف قيمة القرض عند عدم أو تأخر السداد مما أدى إلى زيادة حجم الديون الممنوحة .

بعد إنخفاض أسعار العقارات التي لم تكن تعكس أسعارها الحقيقية قامت الهندسة المالية بتحويل المخاطر و خاصة الإفلاس و ذلك بطرح سندات للرهن العقاري و بيعها خارج الولايات المتحدة بأسعار فوائد عالية و تواصل تداول هذه السندات و تدخلت شركات التأمين حيث قام حاملو السندات بالتأمين عليها مما أدى إلى تعقد الأزمة و زيادة المتورطين فيها .

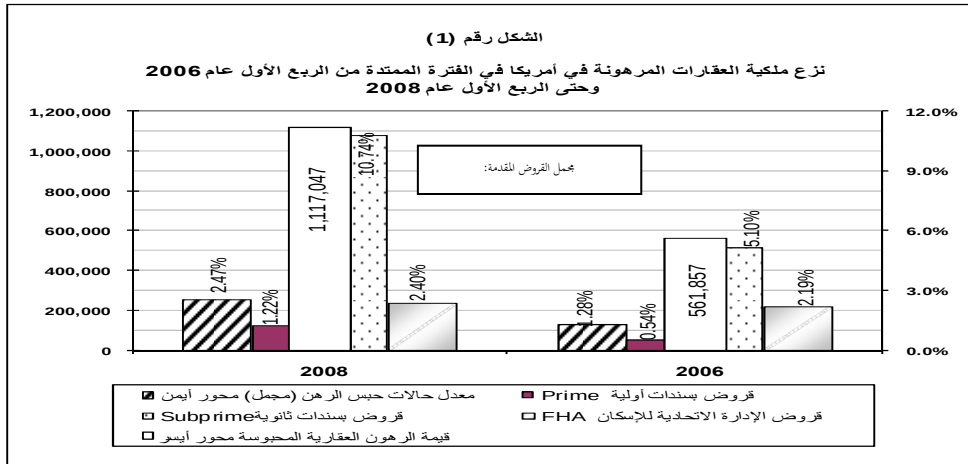
كل ماسبق أدى إلى إعلان أكبر الشركات عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها مثل شركة التأمين العالمية أي إي جي تجاه 64 مليون عميل تقريبا مما دفع بالحكومة الأمريكية إلى منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل 79,9 % من رأس مالها و تلتها البنوك الأمريكية مثل مورجان ستانلي ، جولدمان ساكس. كما قام البنك الفدرالي الأمريكي في يناير 2008 بخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.5 ثم تخفيضه تدريجيا إلى 2 بين يناير و أبريل من نفس العام.

(2) الإفراط في عمليات توريق وبيع الديون:

عملت المؤسسات المالية على جدولة الديون بطرق مباشرة أو غير مباشرة عن طريق عمليات التوريق، وذلك من خلال تحويل هذه الديون إلى أوراق مالية تستخدم مرة أخرى كأداة مصرفية تؤمن السيولة. وقد ساعدت الزيادة الكبيرة في حجم القروض والديون على ارتفاع حجم عمليات التوريق وكانت هذه الزيادة نتيجة لمجموعة من العوامل لعل من أهمها:

- تطور الأسواق المالية وبخاصة أسواق السندات منذ سبعينات القرن الماضي.
- أزمة المديونية الخارجية لمعظم الدول النامية في ثمانينيات القرن الماضي وتعثرها عن سداد ديونها في مواعيدها المحددة وبالتالي تفاقم حجم هذه الديون بسبب الفوائد المركبة وغرامات التأخير.
- سهولة تحرك الأموال بين البنوك والأسواق المالية على مستوى العالم.
- تحرير أسعار الصرف.
- الإفراط في حجم الإصدار النقدي وارتفاع مستويات التضخم.
- ارتفاع أسعار الفائدة بصورة كبيرة وما ترتب عليه من ارتفاع خدمة القروض.

3- تصاعد الأزمة المالية عالميا وعربيا: يظهر الشكل رقم (1) الارتفاع الكبير في معدل نزع الملكية العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية والذي واكب حدوث أزمة الرهن العقاري إذ أن هذا المعدل تضاعف

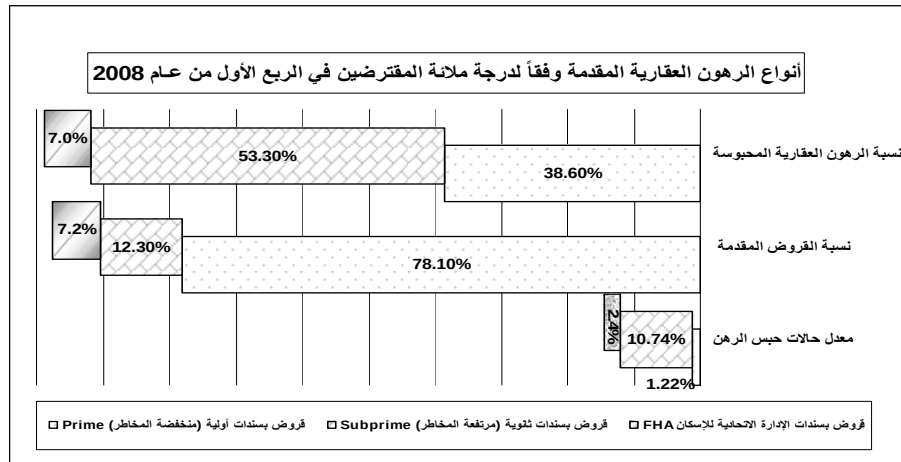


خلال عامين (من 1.28% من مجموع القروض المقدمة في الربع الأول من عام 2006 إلى 2.47% في الربع الأول من عام 2008).

المصدر: نبال القصبة، أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية والحلول المقترحة في

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/12>

ومع أن حالات حجز الرهن العقاري كانت تتزايد بقوة في العقارات المضمونة بسندات ثانوية (Sub-Prime Mortgages) من 5.1% إلى 10.74% كما يبين الشكل رقم (1) إلا أن ذلك لم يكن استثناءً، فقد شهدت قروض الرهن العقاري المضمونة بسندات من الدرجة الأولى أيضاً (Prime Mortgages) الكثير من حالات التوقف عن الدفع، تبعها عملية حجز للرهن، إذ أن حالات حجز الرهن هذه ازدادت في عام 2008 من حوالي 0.54% عام 2006 إلى 1.22% ولحسن الحظ لم تكن نسبة القروض العقارية الثانوية (عالية المخاطر) من حجم القروض العقارية الكلية كبيرة، فقد بلغت 12.3% فقط. كما يوضح الشكل الموالي كذلك أنواع الرهون العقارية المقدمة وفقاً لدرجة ملاءة المقرضين في الربع الأول من عام 2008



المصدر: نفس المرجع السابق.

قدّرت الخسائر المؤسسات المالية حول العالم في يوليو 2008 ما يقارب 435 مليار دولار أمريكي كما بلغت الخسائر الناجمة عن القروض الرديئة وحدها في يناير 2008 أكثر من 80 مليار دولار كما يوضح الجدول التالي :

جدول رقم "1" : خسائر البنوك الناجمة عن القروض الرديئة في يناير 2008

المؤسسة المالية	مليار دولار
ميرل لينش	22
سي تي جروب	18
يو بي أس	14
مورجان ستانلي	9,4
اش أس بي سي	3,4
بيرشترين	3,2
دويتش بنك	3,2
بنك أوف أمريكا	3
باركليز	2,6
رويال بنك أوف سكوتلاند	2,6

المصدر : نشأت عبد العزيز، الأزمة المالية العالمية ، مرجع سابق ، ص 159.

وسرعان ما انعكست آثار هذه الأزمة على الاقتصاد الأمريكي الذي شهد انكماشا ملحوظا علي مدار العام 2008 ، و ظهر ذلك جليا في معدلات البطالة ، حيث وصلت معدلات البطالة إلى 6,1 % ، وهو المعدل الأعلى في خمس سنوات ، حيث قام أصحاب الأعمال بالاستغناء عن ما يقرب من 605,000 وظيفة منذ بداية الشهر الأول من هذا العام ، وقد انعكست هذه الصورة السلبية علي سوق الأوراق المالية في صورة انخفاضات حادة في أسعار الأسهم و السندات.

و إمتد أثر الأزمة المالية نتيجة العولمة المالية ليشمل الدول الأخرى و علي رأسها دول الاتحاد الأوروبي، حيث هبط الإنتاج الصناعي الأوروبي في ماي 2008 بمعدل 1,9% ⁽²⁶⁾ ، و هو الانخفاض الأكثر حدة في شهر واحد منذ أزمة سعر الصرف Foriegn Exchange Crisis في 1992 ، وقد سجل الاقتصاد الأوروبي في الربع الثاني من العام انخفاضا قدره 0,2% ، علي سبيل المثال ارتفعت حالات البطالة في الاقتصاد البريطاني حسب إحصاءات " مكتب الإحصاءات القومية إلي 904,900 ، بزيادة حوالي 32,500 حالة وذلك في أوت 2008 ، بينما شهد الاقتصاد الايرلندي في الربع الأول من العام انكماشا في إجمالي الناتج المحلي قدره 1,5% و هي السابقة الأولى له منذ عام 1983 ، كما سجل كذلك انكماشا قدره 0,5% في الربع الثاني لتصبح بذلك ايرلندا أولى دول الاتحاد الأوروبي دخولا في الكساد الاقتصادي.

أما اسبانيا فقد نجحت في تجنب الانكماش في النشاط الاقتصادي مؤقتاً ، و لكنها عانت من ارتفاع شديد في معدلات البطالة حيث وصلت إلى 9,99% ، فقد ازدادت حالات البطالة في الاقتصاد الاسباني بنحو 425 ألف حالة عن 2007 .

كل تلك الظواهر الخاصة بالأزمة انتقلت بدورها إلى الدول الأخرى مثل بلجيكا و النمسا و ألمانيا و الدنمارك و غيرها من الدول الأوروبية.

• تختلف الآثار التي انعكست على الدول العربية جراء الأزمة المالية الاقتصادية العالمية من دولة إلى أخرى لاختلاف هيكل كل دولة و طبيعة صادراتها و مستورداتها و انفتاحها على العالم . ﴿27﴾

فلقد شهدت الدول المصدرة للنفط تراجعاً في عائداتها النفطية و تدهوراً في أسواقها المالية مما دفع حكوماتها إلى مراجعة خططها الاستثمارية بعد الانخفاض الحاد في أسعار النفط عقب الأزمة و ضخ أموالها في مشاريع أخرى للحفاظ على وتيرة النشاط الاقتصادي . أما الدول المستوردة للنفط فقد عانت من تراجع صادراتها و انخفاض المساعدات و الاستثمارات و تحويلات العاملين مما انعكس سلباً على نشاطها الاقتصادي . و بشكل عام تعتبر منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا التي تضم الدول العربية أقل المناطق تأثراً بالأزمة حيث تباطأ نمو الناتج المحلي بصفة عامة إلى 2,9% عام 2009 أما المصدرة للنفط فقد تراجع معدل النمو إلى 1,6% و تراجعت الإيرادات النفطية .

4- أبرز المتضررين من الأزمة:

اشتملت القائمة المبدئية علي مايلي (28)

- بيعت مؤسسة واشنطن ميوتشوال للخدمات المالية _ أكبر الصناديق الأمريكية العاملة في مجال الادخار و الإقراض _ لمجموعة جي بي مورغان المصرفية بـ 1,9 مليار دولار .
- بنك الاستثمار الأمريكي {ليمان برازرز} يعلن إفلاسه بعد فشل جهود المسؤولين الأمريكيين في وزارة الخزانة و الاحتياط الفيدرالي الأمريكي لانقضاء البنك .
- بنك ميريل لينش احد البنوك الإستثمارية الكبرى في الولايات المتحدة يضطر لقبول عرض شراء من "بنك ارف أمريكا" خشية تعرضه للإفلاس .
- الحكومة الأمريكية تعمل علي تأمين الجزء الأكبر من نشاط شركة "إي إي جي" العملاقة و أكبر شركة تأمين في العالم ، وذلك بعد شرائها ديون الشركة المتعثرة بمبلغ 85 مليار دولار .

- الحكومة البريطانية تضطر للتدخل لإنقاذ بنك "اتش بي أو أس" عن طريق بنك لويديز بشرائه بمبلغ 12 مليار جنيه إسترليني أسـهـ تـرـالـيـتـي .

- عشرات الآلاف من موظفي البنوك و المؤسسات المالية في أمريكا و بريطانيا يفقدون وظائفهم

- انهيار سعر المجموعة المصرفية و التأمين البلجيكية الهولندية {فورتييس} في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

- بنك واكوفيا - ربع أكبر مصرف في الولايات المتحدة - بيع المؤسسة سيبي جروب المصرفية الأمريكية ضمن موجة الاندماجات في السوق الأمريكية لمواجهة تبعات الأزمة المالية.

كما يوضح الجدول رقم "2" أكبر نسبة انخفاضات خلال يوم واحد في تاريخ مؤشر دو جونز اندستريال افيريج Dow Jones Industrial Average.

جدول رقم "2" أكبر انخفاضات في مؤشر دوجونز في يوم واحد

01	التاريخ	رقم المؤشر	التغير بالنقط	التغير
01	10-19-1987	1,738.74	-508.00	-22.61
02	10-28-1929	260.64	- 38.33	- 12.82
03	10-29-1929	230.07	- 30.57	- 11.73
04	11-06-1929	232.13	- 25.55	- 9.92
05	12-18-1899	58.27	- 5.57	- 8.72
06	08-12-1932	63.11	- 5.79	- 8.40
07	03-14-1907	76.23	- 6.89	- 8.29

المصدر : نشأت عبد العزيز، الأزمة المالية العالمية ، مرجع سابق ، ص 173.

وقبل نهاية عام 2008، كانت البورصات العالمية قد سجلت خسائر كبرى لم تشهدها طوال تاريخها الطويل. بل تجاوزت خسائر هذا العام الخسائر المحققة في الانهيارين الكبيرين عام 1929 و 1987 .

و يسجل الجدول رقم "3" النسب المئوية للبورصات الأسوأ أداء حيث سجلت بورصة إيسلندا أكبر خسارة (-94) و حتي تلك الأفضل أداء (باستثناء تونس) فقد سجلت (-4) و ذلك مع نهاية ديسمبر 2008 .

جدول رقم "3": البورصات الأسوأ والأفضل أداء في نهاية 2008

أفضل أداء في نهاية 2008	أسوأ أداء في نهاية 2008
تونس + 10%	إيسلندا -94%
كوستاريكا -4%	بلغاريا -80%
المغرب -6%	أوكرانيا -73%
فينزويلا -9%	الإمارات -72%
بوتسوانا -15%	سبيليا -71%
سلوفاكيا -19%	ليتوانيا -71%
لبنان -21%	رومانيا -70%
شيلي -23%	سلوفينيا -68%
المكسيك -25%	فيتنام -67%
إفريقيا الجنوبية -27%	اليونان -66%

المصدر : نشأت عبد العزيز، مرجع سابق ، ص 174.

ج- هل كانت المشتقات المالية صانعة للأزمة المالية العالمية 2008

يرى "بيتر داركر"²⁹ أن المنتجات التي ظهرت خلال الثلاثين عاما الماضية كانت في الغالب مشتقات مالية زعموا أنها عملية، في حين أنها لم تكن أكثر عملية من أدوات القمار التي يجري التعامل عليها في "مونت كارلو، ولاس فيجاس".

"كثيرا من أدوات المشتقات لا تخدم غرضا معيناً سوى تسهيل المضاربة على وجه الخصوص". ومن المعلوم أن الملياردير الأمريكي جورج سورس مستثمر عالمي كانت له صولات وجولات في أسواق المال العالمية منذ سنوات طويلة ، إلا أن شهرته ازدادت بعد أن قاد مضاربات شرسة على الجنية الإسترليني عام 1996 وبعد ذلك تسببه في انهيار أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا عام 1998، خصوصاً سوق ماليزيا والفلبين، كما أقم أيضاً بقيامه بمضاربات شرسة على الريال السعودي في التسعينيات كذلك

في فبراير 2003م، ألقى (وارن بافيت) - أحد أغنى أغنياء العالم ومن أنجح المستثمرين ورجال الأعمال - خطابه السنوي أمام الجمعية العمومية لشركته بيركشاير هاثاوي. في هذا الخطاب وصف (بافيت) المشتقات المالية بأنها "قنابل موقوتة للمتعاملين بها وللنظام الاقتصادي". وأضاف: "إنها مثل جهنم: يسهل الدخول إليها ويكاد يستحيل الخروج منها". ويقول: "إن الصورة الكلية خطيرة وتتجه نحو الأسوأ". ثم ختم تعليقه بقوله: "إننا نعتقد أن المشتقات أسلحة مالية للدمار الشامل".

حينما أطلق (بافيت) هذه التصريحات، وقف البعض منها موقف الاستغراب، وبعضهم موقف الاستنكار؛ لأن المشتقات - في نظرهم - أدوات مبتكرة لإدارة المخاطر وتوزيعها بكفاءة، ومن ثم السيطرة عليها وتقليلها. لكن الأيام - للأسف - أثبتت بُعد نظر هذا الرجل وصدق حدسه؛ فالكارثة المالية التي تجتاح العالم اليوم أحد أهم أسبابها هو المشتقات المالية، خاصة المشتقات الائتمانية، أو أدوات مقايضة مخاطر الائتمان.

كل دولار خسارة في سوق العقار يمكن أن يؤدي إلى خسارة عدة أضعاف في سوق المشتقات. فحجم الديون المراهن عليها بلغ (62) تريليون دولار بنهاية 2007م، مع أن حجم الرهن العقاري في الولايات المتحدة بأكمله لا يتجاوز (10) تريليون دولار، في حين يقدر الرهن منخفض الملاءة بنحو (1.3) تريليون دولار.

وإذا كانت المشتقات الخاصة بالأصول الأقل ملاءة تبلغ نحو ثلث سوق المشتقات الائتمانية، فهذا يعني أن كل دولار تم إقراضه فعلاً يتم الرهان عليه نحو عشر مرات. ويتربط على ذلك أنه في حالة تعثر المدين، فإن الخسارة لا تقتصر على المقرض الفعلي له، بل تتعداه إلى المجازفين الذين يمكن أن تتجاوز خسارتهم (10) أضعاف الخسارة الفعلية.

إن مكن الخطر الحقيقي الذي تكشف علي نطاق واسع وتسبب في الجزء الأكبر من المشكلات المالية والاستثمارية والاقتصادية يرتبط بسوق المشتقات المالية، وهي سوق بالأساس، وترتبط بمضاربات مستقبلية آجلة لتعاملات شبه وهمية على النفط والمعادن النفيسة وغير النفيسة والسلع، بالإضافة إلى نوعيات مستحدثة من المعاملات المالية وتديرها أساساً المؤسسات المالية والبنوك الكبرى والعملاقة وشركات التأمين الدينصورية الأمريكية والتي تكاد تنحصر في شركة واحدة هي شركة إيه.آي.جي، التي كادت تفلس لولا وضعها تحت الوصاية الحكومية،

وصولا إلى مرحلة التأمين شبه الكامل بعد ضخ 85 مليار دولار لمساندتها ارتفعت أخيرا إلى نحو 130 مليار دولار في ظل الضغوط الواقعية.

وتدقيق عمق الأزمة العالمية يكشف عنه ضخامة سوق المشتقات المالية، وارتفاع قيمتها إلى 480 تريليون دولار، بما يعني أن قيمتها تبلغ 10 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمي الراهن، وتصل إلى 35 ضعف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي البالغ 14 تريليون دولار، وهي بذلك تساوي ثمانية أضعاف قيمة الأسهم المتداولة بكافة البورصات الدولية، وتكاد السوق المالية الأمريكية والبريطانية أن تحتكر معاملات سوق المشتقات المالية، وتدار من خلال المؤسسات المالية والبنوك العملاقة والكبرى في البلدين وغيرهما من البلدان عميقة الاندماج في النظام المالي العالمي، ولا تعبر هذه السوق عن أموال حقيقية، بل تعكس معاملاتها أموال افتراضية بحكم أن عمليات الشراء للمشتقات المالية يتم سداد جزء زهيد من قيمتها، مما أسهم في تضخم قيمتها كمشتقات دون علاقة مع الأموال المدفوعة فعليا، أكد رئيس هيئة الإشراف على المصارف في بريطانيا لورد تيرنر على زيادة الرقابة على المصارف واحتياطياتها وعملياتها الخطرة في حين قدّر مفوض الرقابة المصرفية في الاتحاد الأوروبي تشارلي ماكرفي حجم سوق المشتقات المالية بنحو 600 تريليون دولار «التي لا يمكن تحصيل مبالغ كبيرة منها لأنها مشتقات هالكة». وأشار إلى أن نسبة عشرة في المائة من هذه المشتقات (60 تريليون دولار) قد تكون «خطرة جدا» يمكن أن تتبخّر مع الأزمة ولا يمكن لأحد أن يكون مسؤولاً عنها. وكان المستثمر الأمريكي وارن بافيت وصف المشتقات المالية، التي رفض التعامل فيها، بأنها «أسلحة مالية للدمار الشامل».

هل ساهم انتشار المشتقات المالية خارج حدود الرقابة في تسريع وتيرة الأزمة ؟

أدى الانتشار الكبير الخارج عن حدود الرقابة للكثير من المشتقات المالية سائلة الذكر⁽³⁰⁾ إلى قصور المعلومات المتعلقة بحجم المخاطر لدى جميع اللاعبين في الأسواق المالية سواء كانوا منظمين أو متعاملين، ولم يكن أحد قادراً على التنبؤ بحجم الأضرار ومدى انتشارها في حال إفلاس أو عدم قدرة أحد كبار المستثمرين على السداد. أدى تجاهل الوضع الائتماني الهش لمعظم المدينين وعدم التحقق من البيانات المدخلة على النماذج الرياضية في الكثير من الأحيان إلى خداع وتضليل المتعاملين، على سبيل المثال نمت سندات الرهن العقاري من النوع A (Alternative A-Mortgages) بسرعة كبيرة في الأسواق المالية وكان يتم تداولها بتشجيع من الدائنين والضامين فهي

ذات تكلفة زهيدة للمدينين وتعطي دخلاً كبيراً للدائنين والضامين، مع أن هذه السندات لا تتطلب من المدين وثائق إثبات دخل أو أصول، وقد أصبحت معروفة بالقروض الكاذبة⁽³¹⁾ (Liar Loans).

كما تعتبر صعوبة فهم الأدوات المالية (التعقيد) أحد أهم محاذير الأدوات المالية التي تم ابتكارها وتداولها، إذ أدى إلى عدة نتائج سلبية تتمثل في: عدم قدرة المستثمرين على إعطاء تقويم دقيق حول مدى كفاءة أدواتهم المالية، حيرة المنظمين وعدم قدرتهم على ضبط ومراقبة هذه الأدوات، بالإضافة إلى غموض المخاطر المرتبطة بهذه الأدوات.

خلاصة:

توصلنا من خلال هذه الورقة البحثية إلى النتائج التالية:

- 1- تطوراً للاقتصاد الافتراضي مع تنامي وتطور المشتقات المالية التي تعتبر من بين الابتكارات المالية الناتجة عن العولمة المالية، حيث أصبح الاقتصاد الافتراضي يفوق الاقتصاد الحقيقي بكثير.
- 2- القراءة المتأنية للأزمات وأسبابها توضح جلياً أن السبب الرئيسي الكامن وراء هذه الأزمات هو الانتشار الواسع والمتسارع للاقتصاد الافتراضي.
- 3- عقود المشتقات أهمية اقتصادية، والتي تتمثل في تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية. كما تتيح الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية فضلاً عن إتاحة فرص استثمار جديدة، إلى جانب كونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة.
- 4- بالرغم من الأهمية البالغة للمشتقات المالية في تغطية المخاطر إلا أنه وبحكم طبيعتها التي ترتبط بالتوقعات فهي كذلك تتضمن احتمالات الربح والخسارة حيث أنها في حد ذاتها تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة وغير محتملة مما يتسبب في خلق أزمات كما حدث في أزمة الرهن العقاري.
- 5- أزمة الرهن العقاري تكشف من جديد عن قناع العولمة المالية وانفصام العلاقة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي الافتراضي.

المصادر والإحالات:

- (1) نشأت عبد العزيز، الأزمة المالية العالمية من الاقتصاد الحقيقي إلى الاقتصاد الوهمي، مكتبة الآداب، الطبعة الأولى، جمهورية مصر العربية، 2010، ص ص 178-180.
- (2) أحمد شعبان محمد علي، الارتباط بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي ودور الاقتصاد الإسلامي ومؤسساته المصرفية في تجنب الأزمات، ورقة مقدمة في المؤتمر العلمي العاشر "الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية" 19-20 ديسمبر 2009، بيروت، ص 3.
- (3) رضا فتحي علي المنسي، الاقتصاد المالي-الاقتصاد العيني إشكالية العلاقة، صحيفة جامعة الملك سعود الأسبوعية، العدد 966، 2009/1/10، المملكة العربية السعودية، ص 17.
- (4) رضا فتحي علي المنسي، إشكاليات العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ودورها في امتصاص الأزمة الراهنة، مداخلة مقدمة في المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة من 1-3 أبريل 2009، ص 2.
- (5) حازم البيلاوي، الأزمة المالية العالمية، محاولة للفهم، جريدة المصري المصرية، 2008/10/4.
- (6) رضا فتحي علي المنسي، مصير الليبرالية الجديدة، صحيفة جامعة الملك سعود الأسبوعية، العدد 958 نوفمبر 2008، ص 17.
- (7) عبد الحليم فضل الله، الجذور الاجتماعية لأزمة السوق العالمية، عالم التجارة، العدد 13، ديسمبر 2008، ص 36.
- (8) رضا فتحي علي المنسي، الاقتصاد المالي-الاقتصاد العيني إشكالية العلاقة، مرجع سابق، ص 5-8.
- (9) حازم البيلاوي، مرجع سابق.
- (10) هود بن سنجور وآخرون، الصناعة المصرفية العربية وعالم التمويل، إتحاد المصارف العربية، 1995، ص 85.
- (11) طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 56.
- (12) رضا فتحي علي المنسي، مصير الليبرالية الجديدة، مرجع سابق.
- (13) طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص 58.
- (14) <http://iefpedia.com> سحنون محمود، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات:
- (15) نفس المرجع السابق.
- (16) مصطفى كامل خليل الحجازي، المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية من 1-2 أبريل 2009، كلية الحقوق جامعة المنصورة، ص 27.
- (17) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص 159.

- (18) منير ابراهيم هنيدي، إدارة المخاطر، الجزء الثالث عقود الخيارات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007، ص 5-6.
- (19) محمد عبد المنعم جودة حزين، دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر سعر الفائدة وسعر الصرف في البنوك التجارية المصرية، دراسة تطبيقية، مجلة الدراسات المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد 2003، 3، ص 253.
- (20) سحنون محمود، مرجع سابق.
- (21) بزار حليلة، هدى بن محمد، مرجع سابق.
- (22) عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها المالية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 46، ربيع 2009، ص 8.
- (23) نشأت عبد العزيز، مرجع سابق، ص 34-35.
- (24) عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 9.
- (25) محمد أبو حمور، جذور الأزمة المالية و تحلياتها، مؤتمر الأزمة العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي و إسلامي، عمان، 2010.
- (26) نشأت عبد العزيز مرجع سابق، ص 159-160.
- (27) هشام سفيان صلواي، قراءة للأزمة المالية المعاصرة، دراسة اقتصادية قياسية لبعض الاقتصاديات المتأثرة بما مدرسة الدراسات العليا التجارية، الجزائر ص 2.
- (28) سحنون محمود، مرجع سابق.
- (29) نفس المرجع السابق.
- (30) How to Solve the Derivative Problem, Walter Lukken, Wall Street Journal. 10/10/2008. P (A15).
- (31) Zibel. "Liar Loans Threaten to Prolong the Crisis." Huffington Post (August/18/2008).