

صناديق التحوط كأسلوب لإدارة المخاطر والوقاية من الأزمات المالية دراسة صندوق LTCM وصندوق Soros Fund Management

عديلة مريميت

مخبر التنمية الذاتية والحكم الراشد

جامعة 8 ماي 1945 قالمة - الجزائر

adilamerimet@gmail.com

تاريخ القبول: 2018/04/30

تاريخ الاستلام: 2018/01/17

ملخص:

أدت صناديق التحوط إلى توسيع نطاق إمكانيات الاستثمار والعمل على زيادة حجمه بشكل كبير إلى الحد الذي يستحقه وذلك عن طريق الاستثمار في مجالات جديدة، لذا فإن هذه الأداة لا تستحق أن تختفي في مجملها، ولكن ينبغي أن يكون هناك دائما مجال للاستفادة من الشجاعة في الاستثمار ومع التعرض للخطر بهدف الوصول إلى حدود جديدة للاستثمار. تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور صناديق التحوط في تسيير المخاطر التي تتعرض لها الأسواق المالية وكذا مساهمتها في معالجة الأزمات المالية.

كلمات مفتاحية: صناديق التحوط، الأزمة المالية، إدارة المخاطر.

تصنيف JEL : G23، G15.

Abstract:

Hedge funds have led to expand investment opportunities and increase its size in a significant way in so far as it deserves, and by investing in new areas, therefore this tool doesn't deserve to go away in its entirety, but must always be there to enjoy the risk exposure and the courage to invest in order to reach new frontiers for investment. The purpose of this study is to show the role of hedge funds in the management of the risks facing the financial markets and also their contribution to the treatment of financial crises.

Key words: hedge funds; financial crisis; risk management.

Jel Classification Codes: G15, G23.

1. مقدمة:

تمثل صناديق التحوط عالما آخر للاستثمار يختلف تماما عن التعاملات والتداولات المعتادة في أسواق المال، ونظرا لتكرار الأزمات في الساحة الدولية والمخاطر العالية وسرعة الحركة بهذه الصناديق عرفت اتجاهات مؤيدة لفكرة أن صناديق التحوط تساعد في تسيير المخاطر والتقليل من حدة الأزمات، وأخرى معارضة ترى أن هذه الصناديق هي السبب الرئيسي وراء جميع الأزمات الحاصلة. وحتى وقت قريب كانت الرقابة شبه معدومة على هذه النوعية من الاستثمارات، إلا أن المخاطر العالية وسرعة الحركة دفعت بهذه الصناديق إلى الواجهة الرقابية في الدول المتقدمة أثناء أزمة الرهن العقاري التي ضربت الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي في 2008.

من هنا تبرز أهمية دراسة صناديق التحوط من خلال الوقوف على الدور الذي لعبته في تسيير المخاطر التي يتعرض لها السوق المالي وكذا المساهمة في الخروج من الأزمات. وعليه يمكن طرح الاشكالية التالية: هل بإمكان صناديق التحوط أن تعمل على إدارة المخاطر والوقاية من الأزمات المالية؟

للإجابة على هذه الاشكالية اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي لأنه يتماشى وطبيعة موضوع الدراسة، التي قسمت الى أربعة محاور أساسية اهتم المحور الأول منها بدراسة صناديق التحوط والمحور الثاني جاء لتوضيح فكرة الاستثمار في صناديق التحوط وإدارة المخاطر أما المحور الثالث فقد تناول الأزمات المالية وعلاقتها بصناديق التحوط، في حين المحور الرابع جاء لعرض تجربة كل من صندوق LTCM وصندوق سوروس.

2. صناديق التحوط

تمثل صناديق التحوط فرصا استثمارية عظيمة، فهي غير مقيدة بالاستثمار في الأسهم والسندات التقليدية، كما تستطيع الاستثمار في أسواق النفط والمعادن الثمينة ومختلف العملات، فحيثما وجد أصل يمكن أن يرتفع ثمنه وسوق مستقبلي يمكن التحوط من مخاطره فإننا سنجد هذه الصناديق.

1.2 نشأة صناديق التحوط: مرت صناديق التحوط بالعديد من التطورات حيث أنه في 17 ديسمبر 1930 أطلق المختبر الإحصائي كارل كارستن صندوق يعمل على أساس توقعاته

الإحصائية عن طريق شراء وبيع الأسهم على المكشوف، وبعد ستة أشهر كان أداء الصندوق قد حقق 78% أي ما يعادل 250% سنويا. وفي سنة 1931 قام كارستن بنشر التنبؤات العلمية التي أسست لعمل صناديق التحوط.

إلا أن الظهور الفعلي لصناديق التحوط كان في 1949 على يد ألفريد وينسلو جونز، حيث كان يعمل على كتابة مقال عن طرق التحليل التقني للأسواق المالية، حيث بدأ يفكر في تركيبة لمحفظة مالية تعطي عوائد أعلى من السائد، مركزا في مقارنته على إعطاء أوزان للمخاطر الخاصة بكل سهم قد تم الاستثمار فيه، كما ركز على دراسة الفارق بين سعر السهم وقيمتها الفعلية. ومن هذه الفكرة استثمر جونز مبلغا من المال مقدّر بـ 100000 دولار أمريكي (40000 أمواله الخاصة + 60000 اقتراض من أربعة أصدقاء)، محققا أرباحا قدرت بـ 17.3% بعد عام. زواج جونز بين طريقتين للمضاربة لإنتاج نمط جديد من الاستثمار، فقد استخدم الاقتراض لشراء المزيد من الأسهم تدر عائدا أعلى من سعر الفائدة، واستعمال البيع على المكشوف للاحتياط من السوق من خلال شراء أسهم يتوقع أن ترتفع ويحتفظ بها إلى أن يبيعها بالثمن المتوقع. لم تنتشر طريقة الاستثمار هذه سوى في عام 1966، حين فاقت نتائج صندوق جونز أفضل الصناديق المغايرة بـ 44% وبعد أن كسر عوائد أشهر الصناديق في ذلك الوقت "درايفوس"، حيث قادت هذه التجربة إلى نشوء 130 صندوق خلال 3 سنوات.

عرفت صناديق التحوط انتعاش كبير في الفترة الممتدة ما بين 1975 و 1997 من خلال العوائد المرتفعة المحققة من قبل الصناديق، كما أدت إلى نشوء نوع جديد من الصناديق يعتمد على عوامل الاقتصاد الكلي أطلق عليه اسم global macro. وقد زاد عدد هذه الصناديق بعد ذلك زيادة كبيرة بحيث قدر عدد من تزيد أمواله على مليار دولار أمريكي بنحو 196 صندوق في عام 2005 وبمجموع أصول قدره 743 مليار دولار أمريكي وزاد هذا المجموع إلى 1442 مليار دولار في عام 2006 أي بزيادة نسبتها نحو 94% ويقدر مجموع أصول هذه الصناديق بنحو 2.68 تريليون دولار في الربع الثالث من سنة 2007 (Jérôme haag , 2007). pp.5,7 و حسين نور الدين، (2009).

2.2 تعريف صناديق التحوط: يمكن القول بأنه ليس هناك تعريف محدد وموحد لصناديق التحوط بسبب أنها محاطة بشيء من السرية، وأيضا كونها لا تخضع لنفس القوانين التي تخضع لها

الصناديق العادية، فضلا عن الصفقات التي تدخلها بطرق استثمارية معينة والتي تفرض عليها عدم الإفصاح عن كل شيء.

حيث عرفت على أنها: "عبارة عن مؤسسات مالية نخوية وهي ليست مفتوحة لعامة الشعب، بل للأثرياء فقط. كل صندوق يمكن أن يستوعب 500 مستثمر كأقصى حد، يدفع كل منهم رسوم اشتراك بقيمة مليون دولار كأدنى حد، ويصل أجر مدير الصندوق إلى 1-2% من قيمة الأصول (assets) و20% من الأرباح. والأهم أن صندوق التحوط غير مسجل، ولا يخضع للرقابة مثل صناديق الاستثمار العادية" (البلاوي، 2008).

وعليه يمكن القول أن صناديق التحوط هي عبارة عن وعاء مالي نخوي يضم عددا من المستثمرين من أصحاب رؤوس الأموال الضخمة، تستثمر بالاعتماد على استراتيجيات متقدمة في المتاجرة وتسعى إلى تحقيق أعلى عائد ممكن من الاستثمارات مقابل مستوى عال من المخاطر، كما تتقاضى عمولة كبيرة على الأرباح.

* **صندوق صناديق التحوط:** صندوق صناديق التحوط هو عبارة عن محفظة من صناديق التحوط المحظي (الفردية) عادة ما تكون 20 صندوق، حيث تسمح للمستثمر بتنويع مخاطره عبر عدد وافر وكبير من الاستراتيجيات و/أو المسيرين (Terrien et Beaudoin, 2003, p.7).

3.2 خصائص صناديق التحوط: تنسم صناديق التحوط بمجموعة من الخصائص ندرجها في التالي (Prada, 2007, p.141):

- 1- الاختيار الحر لمستويات رؤوس الأموال: صناديق التحوط ليس لديها مستوى محدد لرأس المال؛
- 2- الاختيار الحر للأسواق: الكثير من صناديق التحوط لا تركز على سوق معين لكن تستثمر على أساس الفرص في مناطق مختلفة مثل أوروبا، الولايات المتحدة الأمريكية...؛
- 3- الاختيار الحر لنوع التجارة: غير أن بعض صناديق التحوط تعتمد على نوع من الاستراتيجيات المستعملة عامة، وتحتوي على الحذر والسرية في إتباع تقنيات نظامية مرتفعة أو منخفضة، وبعض هذه الاستراتيجيات تركز على البحوث الاقتصادية الجزئية والكلية، والبعض الآخر موجه تقنيا أو إحصائيا؛

4- الاختيار الحر للآليات: معظم صناديق التحوط تستثمر في منتجات بأموال حاضرة ومشتقة، هذه الآليات يمكن أن تكون في بورصات OTC « over the counter » آمنة أو غير مسجلة؛

5- بما أن صناديق التحوط تابع لفئة خاصة جدا وتتواجد في مناطق حرة فإن شفافيته محدودة للغاية، فحتى البيانات الأساسية عن الأداء الشهري وأهمية رؤوس الأموال وسياسة الاستثمار لا يتم الكشف والإفصاح عنها، في كثير من الأحيان إلا للمستثمرين المتواجدين والمكتبيين؛

6- لأسباب إدارية وعادية، عادة ما يكون الحد الأدنى للاستثمار المطلوب مرتفع؛

7- لقد أصبحت فرص الاكتتاب والاسترداد غير المألوفة، مع إشعار الدوري الطويل من المعايير المعمول بها في صناديق التحوط؛

8- عوائد مشجعة تكون حسب الأداء، وهي سمة تشترك فيها جميع الصناديق؛

9- الكثير من المسيرين يستثمرون في صناديقهم برؤوس أموالهم الخاصة؛

10- صناديق التحوط تسعى إلى تحقيق الأداء وغير المرتبط بمعيار " Benchmark " معين.

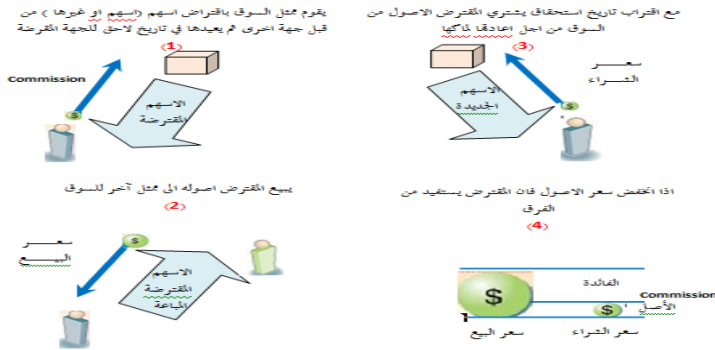
3. الاستثمار في صناديق التحوط وإدارة المخاطر:

يعتمد الاستثمار في صناديق التحوط على الخبرة والتخصص والدراية الكافية بجميع التقنيات والاستراتيجيات اللازمة من أجل إدارة المخاطر المتعلقة بالاستثمار المالي وتحقيق أفضل العوائد مع تدنية المخاطر.

1.3 أدوات وتقنيات صناديق التحوط: تتمثل أهم الأدوات والتقنيات المعتمدة في:

أ/ البيع على المكشوف: هو بيع ورقة مالية قبل تملكها بهدف شرائها لاحقا بقيمة أقل وبالتالي تحقيق ربح مساو للفرق بين سعر البيع وسعر الشراء ناقصا الفائدة التي يدفعها المستثمر نظير اقتراض الورقة المالية في الفترة ما بين البيع والشراء، وتستخدم سياسة البيع على المكشوف إذا توقع المستثمر هبوط ورقة مالية كسهم أو سند في المستقبل القريب.

الشكل رقم (1): مراحل عملية البيع على المكشوف



Source: <http://www.bourse-investissements.fr/la-strategie-short-baised-des-hedge-funds>

ب/ الرفع المالي: هو عملية تلقائية ينتج عنها زيادة في الربح نتيجة تمويل جانب من عمليات الشركة بديون طويلة الأجل، بشرط أن يكون عائد الاستثمار في هذه العمليات أكبر من الأعباء التمويلية. فصناديق التحوط تقوم بالاقتراض من أجل زيادة فعالية حجم المحفظة.

ج/ المراجعة: تقوم على استغلال الفروقات غير المبرر بين الأسعار، فعلى سبيل المثال نقوم بشراء سندات قابلة للتحويل مقيمة بأقل من قيمتها مع البيع على المكشوف للأسهم محل التعاقد، كما يمكن أيضا الاستفادة من فروقات الأسعار لنفس الأصل أو نفس العملة في سوقين مختلفتين.

2.3 استراتيجيات الاستثمار في صناديق التحوط: تختلف صناديق التحوط باستخدام استراتيجياتها الاستثمارية باختلاف مقارباتها وطرق استكشافها للأسواق وأخذها بالفرص واعتماد التقنيات المتعددة أو الاستراتيجيات الاستثمارية، حيث تقسم إلى:

– استراتيجية الأسهم المحايدة للسوق: Equity market neutral

تستخدم محفظة الأسهم المحايدة للسوق أساليب كمية معقدة لتحليل بيانات الأسعار للتحقق من معلومات حركة الأسعار والعلاقات بين الأوراق المالية المختارة لعملية البيع والشراء مستقبلا، تشمل هذه الاستراتيجيات على استراتيجيات المراجعة/التداول القائمين على العوامل والإحصائيات. وتشتمل استراتيجيات الاستثمار القائم على العوامل على استراتيجيات تستند فيها أطروحة الاستثمار على التحليل المنتظم للعلاقات المشتركة بين الأوراق المالية وتنشأ محافظ الاستثمار في كثير من الأحوال لتحاييد أحد المتغيرات أو العديد منها مثل: أسواق الأسهم التي

تتعامل بالدولار أو الأسواق التي تعتمد على قياس أثر التغير في أسواق الأسهم على التغير المحتمل لأسعار الأسهم وكثيرا ما يستعان برافعة مالية لزيادة عائدات الأوضاع المحددة. وتتكون استراتيجيات المراجعة القائمة على الإحصائيات أو استراتيجيات التداول من استراتيجيات يتم فيها التنبؤ بالاستثمار بناء على استغلال شذوذ الأسعار التي قد تظهر كوظيفة للارتداد المتأصل في أسعار الأوراق المالية، ومن الممكن الاستعانة بأساليب متكررة الاستخدام واستراتيجيات التداول على أساس التحليل الفني أو الاستفادة من المعلومات والبيانات الجديدة التي يعتقد مديرو الاستثمار أنها لم تنخفض كليا أو تماما إلى أسعار الأوراق المالية المتداولة حاليا، وتحتفظ استراتيجيات محافظ الأسهم المحايدة للسوق بصافي خسائر سوق الأسهم بما لا يزيد عن 10% من الاستثمار الطويل أو القصير.

– الاستراتيجيات المدفوعة بالأحداث: Event driven

وتداول بشكل أساسي الأوراق المالية لشركات مقبلة على عمليات اندماج أو إعادة هيكلة أو إعادة رسمية أو إعادة شراء الأسهم أو ما شابه من فرص. فمن الممكن أن يقوم مدير أحد الصناديق بشراء سهم الشركة المدجة ولضمان استثماره فإنه يقوم ببيع سهم الشركة المدجة. كما تضم هذه التقنية أيضا شراء ملكيات في شركات والمشاركة في الإدارة والعمل لتحقيق بعض التغييرات التشغيلية أو التغييرات الرأسمالية لتحقيق أرباح فيما بعد (Boukris, 2009). ويمكن أن نميز في هذه الاستراتيجية ثلاث حالات:

أ-مراجعة الدمج: وتتضمن المراجعة بشكل أساسي صفقات معلن عنها مسبقا مع عدم التعرض أو التعرض بنسبة محدودة لتواريخ سابقة ولاحقة أو مواقف لا يتوقع فيها أي إعلان رسمي. وغالبا ما تكون الفرص سانحة في صفقات عبر الحدود الدولية التي تشرك مؤسسات تنظيمية جغرافية متعددة مع نسبة تعرض ضئيلة لائتمانات الشركات وغالبا ما يكون لاستراتيجيات مراجعة الإدماج 75% من المناصب في الصفقات المعلنة خلال دورة سوق محددة.

ب- المواقف الخاصة: استراتيجيات تطبق عملية استثمارية تركز بشكل أساسي على فرص الحصول على حقوق الملكية أو الوثائق المتعلقة بملكية شركات أخرى في الشركات المشتركة في صفقات طرح الأوراق المالية أو إعادة شرائها أو بيع الأصول أو توزيع الحصص أو أي موقف ينشئ عن محفز ما: وهذه الاستراتيجيات تشمل كل من الصفقات المعلنة والمواقف اللاحقة أو

القادمة أو المواقف التي لا يتوقع فيها أي إعلان رسمي عن الصفقات. وتطبق الاستراتيجيات عملية استثمارية تركز بشكل أساسي على مدى واسع من الاستثمار في دورة الشركة وعلى سبيل المثال لا الحصر، الأزمات والإفلاس وطرح الأوراق المالية بعد الإفلاس، عمليات الاستحواذ المعلن وتوزيع حصص الشركات وبيع الأصول وطرح أوراق مالية أخرى والتي تؤثر على هيكل رأس المال الفردي التي تركز بشكل أساسي على المواقف التي تم تحديدها من خلال البحث الأساسي والتي ستؤدي إلى التداول على الشركات أو أي تصفية لقيمة الأسهم من خلال وقوع أي مخفر يمكن تحديده. وتستخدم استراتيجيات حقوق الملكية (أكثر من 60%) بشكل أساسي ومعها أيضا تعرض الشركات للديون، وعامة تركز على تعرض حقوق الملكية بعد الإفلاس والخلص من إجراءات إعادة الهيكلة.

ج- الشركات المتعثرة: استراتيجيات تطبق عملية استثمارية تركز على وثائق الدخل الثابت للشركات تركز بشكل أساسي على وثائق اعتماد الشركات التي تتداول بقيمة أقل من القيمة الحقيقية عند الطرح أو (أو الملزمة بسعر التعادل) عند الاستحقاق نتيجة لإجراءات الإفلاس الرسمي أو دراية سوق المال لوقوع هذه الإجراءات على المدى القريب. وغالبا ما يشترك المديرون بشكل نشط في إدارة هذه الشركات كما يشتركون أيضا في لجان الدائنين في التفاوض على سعر صرف الأوراق المالية للالتزامات البديلة إما مقايضة الديون أو الأوراق المالية المتداولة أو المختلطة. ويطبق المديرون عمليات ائتمان أساسية تركز على تقييم وتغطية الأصول لأوراق مال للشركات المتعثرة. وفي أغلب الأحيان يمكن تعرض حافظة الأوراق المالية في وثائق يتم تداولها عامة أحيانا بشكل نشط وأحيانا سيولة قليلة ولكن عامة وعلى عكس الحالات الخاصة، فاستراتيجيات الأزمات تطرح الديون (الأكثر من 60%) ولكن قد تظل حالة تعرض حصص الملكية.

-الاستراتيجية الانتهازية: distressed

تقوم على شراء وبيع الملكيات الخاصة أو السندات أو الديون، وذلك في حالات الإفلاس والمشاكل المالية أو إعادة الهيكلة المالية. يسعى المديرون هنا لتحقيق عوائد أعلى من أرخص أسعار ما يشترونه بفعل حاجة الغير إلى الأموال، أو عبر الدخول لتطوير بعض الشركات وتدفقاتها المالية. حيث توجد طريقتان للاستثمار في هذه الاستراتيجية وهما: الطريقة المطلقة والطريقة النسبية. كما تشبه هذه الاستراتيجية في كثير من النواحي الاستراتيجية المدفوعة بالأحداث.

-الاستراتيجية الكلية: global macro

يعتمد مسيري هذه الاستراتيجية على اتجاهات الاقتصاد الكلي والتحركات في المتغيرات الأساسية، وما يترتب عليها من آثار على الأسهم، والدخل الثابت، والعملية الصعبة، وأسواق السلع. ويوظف المديرون مجموعة من الأساليب - كالتحليل التقديري والنظامي - ومجموعة من الفرضيات المركزية واللامركزية، المناهج الكمية والأساسية، وفترات المساهمة على المدى الطويل والقصير. كما تعتمد هاته الاستراتيجية على فرضيات الاستثمار البديلة، على تحركات متوقعة أو مستقبلية في السندات الأساسية. حيث يقوم مديرو صناديق التحوط الكلية، والمساهمة بعمل سندات مالية للأسهم تعتمد على فرضية الاستثمار المهيمنة على التأثير المحتمل للتحركات في المتغيرات الاقتصادية الكلية الأساسية، على أسعار السندات المالية بما يخالف التاريخ الاقتصادي حيث تكون الخصائص الأساسية للشركة هي الأكثر أهمية، وهي المتممة لفرضية الاستثمار (Boukris, 2009).

- استراتيجية الأسواق الناشئة: Emerging markets

يستثمر مسيرو هذه الاستراتيجية في البلدان الناشئة، أين يكون PNB (الدخل الوطني الخام)/ للسكان أقل من \$7.62041. أهم ما يميز هذه الاستراتيجية كون أن الأسواق أقل تطورا وسائله وهذا بسبب نقص المعلومة، السيولة، النظام، وفرص المراجعة، إضافة إلى أنها تعرض مخاطر جد مرتفعة (P. Alphonse et autres, 2010, P.584).

تقوم صناديق التحوط بالاستثمار في الأسواق الناشئة التي يغلب عليها التضخم الشديد والتي تقدم للمستثمرين إمكانيات نمو عالية وأفاق للتنويع مثيرة للاهتمام، كما أن عمليات البيع على المكشوف نادرة جدا في هذه الأسواق.

-الاستراتيجية المتعددة (العالمية): multi stratégie

وتقوم على انتهاز الفرص باعتماد العديد من الاستراتيجيات الأخرى وتعدد الأصول بما فيها السلع الغذائية والعملات، أي بشراء الأدوات المالية وغير المالية. تستعمل في هذه الاستراتيجية التحاليل النوعية والتحليلان الأساسي والتقني، ويتوزع مديرو مثل هذه الصناديق على العالم ولديهم باعة في اصطلياد الفرص ومتابعتها. وفي إحدى مراحلها تعتمد الاستراتيجية على التحاليل الكمية التقنية لاتخاذ القرارات (Ravix, 2007, p.55,57).

-استراتيجية أسهم التحوط: long short equity (LSE) ou equity hedge

وهي الاستراتيجية التي تستخدم تقنيات وأساليب تحليل يتم من خلالها توقع فرضية الاستثمار على أساس تقرير خصائص القيمة للشركات الأساسية بهدف تحديد الشركات المقيمة بأعلى من قيمتها. وقد تعمل هذه الاستراتيجية على تنويع مستوى الاستثمار أو مخاطر البيع على المكشوف على مدار دورات السوق، ولكن الخاصية المميزة الأساسية التي تميز هذه الاستراتيجية أن مدير الاستثمار يحتفظ بوضع معرض للخطر لأجل قصير ويتوقع منه أن يحقق نجاحا في خفض أسواق الأسهم أكبر من النجاح الذي يحققه مديرو الاستثمار الذي يعمل في الأسهم التقليدية.

وقد تكون فرضيات الاستثمار ذات طبيعة هامة أو فنية حيث يركز مدير الاستثمار بشكل خاص على الشركات المقطرة بقيمة أعلى من قيمتها مقارنة بالاختصاصي في السوق ويتوقع منه شغل منصب في عمليات صافي أسهم الاستثمار قصير الأجل على مدار دورات السوق المتنوعة (Min-woo Lee et kyung Lee, 2007, pp.24,25).

-استراتيجية المراجعة القابلة للتحويل: convertible arbitrage

استراتيجيات تعتمد فرضية الاستثمار فيها على تحقيق التوزيع بين السندات المتعلقة ببعضها حيث تكون أحد مكونات التوزيع أو العديد منها قابلا للتحويل إلى سندات. إنها استراتيجية توظف عملية استثمار مصممة لتحديد الفرص الجذابة بين سعر سند قابل للتحويل وآخر غير قابل للتحويل أصدرهما نفس المصدر. وتبقى أوضاع المراجعة القابلة للتحويل على حساسية مميزة لنوعية الائتمان والمصدر، الثقل الضمني والمحقق للسندات الأساسية ومستويات معدلات الفائدة وتقييم سهم المصدر من بين غيرها من حساسيات السوق والحساسيات الخاصة. فالهدف من هذه الاستراتيجية هو معرفة العلاقة التي تربط السند القابل للتحويل والسهم محل التعاقد. وكقاعدة عامة، فإن الأصل القابل للتحويل ينزل أقل من السهم في السوق الهبوطي، بينما يتبع اتجاه السهم في فترة السوق الصعودي.

استراتيجية العائد الثابت: fixed income arbitrage

عرفت هذه الاستراتيجية تطورا كبيرا في سنوات 1990 خاصة بعد أزمة LTCM، على الرغم من المخاطر العالية التي تواجهها والتي تتمثل في: خطر الصرف، القرض، السيولة/التوقيت.

كما كان مسيرو هذه الاستراتيجية يعتمدون على كفاءة أسواق المعدلات ويستخدمون الرفع المالي من أجل تحقيق أرباح غير اعتيادية. وتعتمد هذه الاستراتيجية أيضا على المقارنة بمنحنيات العائد، وذلك عبر شراء سندات خزينة بدلا من سندات الشركات (Min-woo Lee et kyung Lee, 2007, pp.24,25).

- استراتيجية ضمان المحافظ: short biased

يتعلق الأمر في هذه الاستراتيجية بالبيع على المكشوف، حيث يستخدمه المسير كتغطية للمخاطر أو كمورد للربح. وتستخدم في حالة ركود الأسواق المالية العالمية وتعتمد على توسيع قاعدة القروض، وتقليص الملكية. وتقوم التقنية على اعتماد short sale فقط التي تنجح في الحركات التصحيحية للسوق، وفي حالات عدم الثقة في السوق.

- استراتيجية إدارة المستقبلات:

managed futures ou commodity trading advisors : CTA

تقتصر هذه الصناديق على الاستثمار في أسواق العقود الآجلة التي تمتاز بالسيولة الكبيرة والشفافية والنظامية وارتفاع استعمال الرفع المالي. تتعامل في العقود المستقبلية المدارة مع الاستثمارات غير المتعلقة بالأسهم، كما أنها عادة ما تخصص في العقود الآجلة والخيارات. وبالنسبة للصناديق التي تتبع هذه الاستراتيجية، فإنه يتم تنظيمها بدقة شديدة تعمل على توفير السيولة اليومية، كما تتميز بالشفافية العالية على خلاف استراتيجيات صناديق التحوط الأخرى (Min-woo Lee et kyung Lee, 2007, pp.24,25).

4. الأزمات المالية وصناديق التحوط

1.4 تعريف الأزمة المالية: تعددت المفاهيم الخاصة بالأزمة المالية ويمكن ذكر منها ما يلي:

" هي اختيار ثقة مفاجئ لجزء أو كل النظام المصرفي أو اضطراب غير متوقع في سوق العملات بسبب انهيار أسعار الصرف، مما يجعل البنوك المركزية تتدخل مستخدمة الاحتياطات النقدية دفاعا عن العملة الوطنية برفع أسعار الفائدة هذا وقد تواجه الحكومات تعثر البنوك في رد أموال المودعين وسداد التزاماتها محدودة الأجل وقصيرة الأجل مما يجعل الحكومات تتدخل لحيلولة دون انهيار النظام البنكي برمته" (عبد الرحيم، 2007، ص.111، 112).

كما أن الأزمة أيضا تتجسد في: "تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية ومعدل الصرف" (بلعزوز والطيب، 2008، ص.50).

كما تعرف الأزمة المالية على أنها: "عبارة عن موقف تتعرض له الدولة، ويستشعر صانع القرار فيها درجة عالية من التهديد للمصالح والقيم الجوهريّة للدولة، ويتسم هذا التهديد بالمفاجأة وعدم التوقع من قبل صانع القرار، فيشعر بضيق الوقت المتاح للتفكير له، وأنه يجب عليه اتخاذ القرار المناسب بصدد قبل تغير ذلك الموقف على نحو يصعب السيطرة عليه" (النجار، 2009).

2.4 خصائص الأزمة المالية: بالرغم من أن الأزمات المالية بمختلف أنواعها تختلف من حيث

الطبيعة إلا أنها تشترك في نفس الخصائص ومنها (بلعزوز وعيو، 2008، ص.31):

- نقص المعلومات وعدم دقتها: حيث لا يعرف من المتسبب في حدوث الأزمة ولا يعرف حجمها ولا توجد ضوابط علمية لمعرفة كيفية التصرف معها؛
- تصاعد الأحداث: إن توالي الأحداث بسرعة يضيق الخناق على من يمر بالأزمة وعلى صاحب القرار أيضا؛

- فقدان السيطرة: إن جميع أحداث الأزمة تقع خارج نطاق صاحب القرار وتوقعاته؛
- غياب الحل الجذري السريع: فالأزمات لا تنتظر الإدارة حتى تتوصل إلى حل جذري، فضلا عن غياب هذا الحل الجذري أصلا؛
- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة لها أو المعارضة لها؛
- الدخول في دائرة المجاهيل المستقبلية التي يصعب معرفتها أو حسابها بدقة تشبه الدوامة التي تدور في فلك يصعب الخروج منه؛

- بما أن الأزمة تمثل تهديدا لحياة الفرد وممتلكاته ومقومات بيئته فإن مجابهتها تعد واجبا مصيريا؛
- تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من الشك في البدائل المطروحة لمواجهة الأحداث المتسارعة نظرا لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عالي وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها؛
- إن مواجهتها تستوجب خروجاً من الأنماط التنظيمية المألوفة واحتكار النظم أو نشاطات تمكن من استيعاب أو مواجهة الظروف الجديدة المترتبة على التغيرات الفجائية.

3.4 علاقة صناديق التحوط بالأزمة المالية العالمية 2008

في البدايات، كانت صناديق التحوط تدار من قبل بعض ألع النجوم في صناعة الخدمات المالية، الذين حملوا شعار "أطرق جميع الأبواب"، بحيث وصلوا حد إقامة علاقات مباشرة مع الوسطاء الماليون. كما كان المحور الأساسي لصناديق التحوط يتمثل في "العوائد تغطي المشكلات" والمبدأ الذي ترتكز عليه، الذي سرعان ما أضعفه تدفق موجة كبيرة من المستثمرين، والتي ساهمت بصعود عديمي المهوبة والخبرة من المدراء على حساب المدراء الموهوبين اللامعين (عيتوق، 2009).

فمع انفجار أزمة الرهن العقاري في سبتمبر 2007، وجهت أصابع الاتهام مباشرة إلى صناديق التحوط على أنها السبب وراء انفجار فقاعة الرهن العقاري. إلا أن هذه الأخيرة أيضا تضررت من جراء الأزمة فقد قاومت الأزمة في البداية، إلا أن حالتها تعقدت أيضا بعد ذلك حتى إن بعضها اضطر إلى إلغاء طلبات شراء زبائنهم أو تصفية محافظهم، حيث بلغ المتوسط النزولي لصناديق التحوط 18% في 2008، فيما وصل معدل هبوط بعضها إلى 100% حيث خسرت الصناديق التالية كثيرا: "صندوق سيتاديل كين غريفي" خسر 58%، و"صندوق استثمار الأطفال" خسر 42,8%، و"صندوق هارينغر كاييتال بارتنز أوفشور- فليب فالكوني" خسر 22,7% و"هايريدج كاييتال" سجل صندوقا من بين 20 صندوقا تابعا لها انخفاضاً في عام 2008 (أغاروال، 2009).

وتفاقت الخسائر الضخمة التي نكبت صندوق التحوط في عام 2008 بسبب أكبر برنامج احتيال كان بطله "بيرني مادوف"، رئيس بورصة ناسداك حيث فقد المستثمرون فيه 65 مليار دولار، وكان الخبراء يطلقون على ذلك البرنامج لقب "أم صناديق التحوط" لكن أغلبية الأموال تبخرت فيه، لهذا لا يمكننا أن نستغرب من وجود بعض الكلمات من قبيل "الشفافية" و"إدارة المخاطر التشغيلية" الأكثر ما ترددت على الألسنة خلال سنة 2009.

على الرغم من جميع الخسائر التي تكبدتها صناديق التحوط حتى أن هناك البعض منها حل محفظته إلا أن هاته الصناديق لا تزال تعاني من حالة الهستيريا التي ارتبطت بأزمة الرهن العقاري، إضافة إلى أن البعض يرى أنها ينبوع لكافة الأشياء السيئة التي تحصل سواء في أسواق الأوراق المالية أو في أسواق العملات (بدران، 2009).

فعلى الرؤساء التنفيذيون لهاته الصناديق أن تتحمل جزء من اللوم بسبب ضآلة الفهم العام لهذه الصناديق، إضافة إلى أن هذه الصناعة لم تستطع أن تكتسب التأيد لنفسها كما صرح

"ميشال هنتز" الرئيس التنفيذي لصندوق "سي كيو أس" بأن المشكلة الأخرى هي الافتقار إلى فهم عمليات البيع على المدى القصير.

كما صرحت المنظمة الدولية للجان أوراق المال بأن هذا القطاع الذي يقدر بنحو 1.4 تريليون دولار لم يكن سببا في أزمة الائتمان، مضيفا أن صناديق التحوط ساعدت على وجود السيولة في الأسواق وفعالية الأسعار وتكامل السوق العالمية. فعلى سبيل المثال: قام صندوق "نوسكافوند" المعروف، أوائل شهر أبريل 2009 بإطلاق صندوق من أجل شراء وإعادة حزم الرهون العقارية، التي هبطت قيمتها بشكل حاد منذ أزمة الرهون العقارية الرديئة في عام 2007.

5. دراسة صندوق LTCM وصندوق Soros Fund Management

لقيت صناديق التحوط اهتماما كبيرا من قبل جميع دول العالم في ظل تحديات العولمة والتحرير المالي، حيث عمل المستثمرون على إنشاء صناديق خاصة تركز على رصد الاختلافات في القيم الجوهرية والمراهنة على رجوع الأسعار. ولعل أهم من أعطى صناديق التحوط سمعة عالمية هو الملياردير جورج سوروس عندما أرغم الجنيه الإسترليني على الانسحاب من نظام النقد الأوروبي، وبدأت بعد ذلك هذه الصناديق تتكاثر وتأخذ مكانها في الوسط الاستثماري. ويعد كل من صندوق LTCM وصندوق Soros Fund Management من أشهر الصناديق التحوطية منذ ظهورها سنة 1949.

1.5 صندوق LTCM: في ظل الحديث عن صناديق التحوط لابد من التطرق إلى أهم صندوق منذ أن ظهرت ولأول مرة فكرة صناديق التحوط ألا وهو صندوق LTCM اختصار لعبارة long term capital management.

- **نشأة الصندوق:** أسس هذا الصندوق John William Meriwether الرئيس السابق لمنصب نائب رئيس مجلس الإدارة ورئيس لتداول السندات في شركة سالومون براذرز عام 1994 ولقد شاركه اثنين من أساتذة الجامعة المختصين بشؤون المال وهما Myron Scholes و Robert_C._Merton، هذان الاثنان طوروا في عام 1973 معادلة يستطيع من خلالها المستثمرين والمصارف احتساب سعر الخيارات option pricing، وبفضل هذه المعادلة فازا بجائزة نوبل في الاقتصاد لعام 1997. كما يمكن تطبيق هذه الصفة على جميع أنواع الاستثمار المالي على القروض والمبادلات والأوراق المالية المصدرة بضمان القروض الممنوحة (التوريق securitization) وعلى أسهم الشركات الأخرى. فبقدر تعلق الأمر بعموم الأوراق المالية يتغير

التفاوت القائم بين الأسعار بمقادير تصل إلى بضعة أعشار المائة، بهذا المعنى فإن المضارب يستطيع أن يجني ربحا وفيرا وسريعا، حين ينتهز فرصة التقلبات التي تطرأ على التفاوت القائم بين الأسعار المعنية.

-انهيار الصندوق: كانت الركيزة المهمة في استراتيجية ميريوذر أنه لا يأخذ مركزا ماليا بل يراهن على تبادل القيم في الأوراق المالية fixed income arbitrage وهذا ما بدأ يعمل به في سوق الأسهم بعد السندات، فهو لا يهتم بالتوجه بقدر أنماط العلاقات والقيم بين هذه الأدوات المالية، هذا الأمر جعل قادة صندوق LTCM يصلون إلى قمة الجشع الذي دفعهم إلى أن يضاربوا في صفقات لا يمكن السيطرة على مخاطرها. وفي ظل أزمة نمور آسيا وبعد فشل برنامج صندوق النقد الدولي IMF في إندونيسيا ماي 1998 وسقوط نظام سوهارتو امتدت الأزمة إلى اليابان (الفوز، 2011). حتى وصلت الصدمة إلى روسيا عندما تخلفت الحكومة الروسية عن الأداء بشأن مستحقات (خدمة الدين) 40 بليون دولار من سندات المحلية أدى ذلك إلى حدوث حالة هلع عامة، فقد لجأ المستثمرون إلى بيع السندات الحكومية الأجنبية الأقل سيولة واتجهوا نحو سندات الخزانة الأمريكية، وقد أدى ذلك إلى انهيار جانبي الإيرادات مما أدى إلى تكبد خسائر هائلة وذلك لأن نماذجهم كانت على الضد تماما، حيث خسر الصندوق مليار دولار منذ وقوع الأزمة الآسيوية وحتى منتصف أوت ورغم المحاولات لتفادي الأزمة ألا أن انهيار البورصات في 31 أوت، قوضت كل الآمال فخلال الأسبوعين التاليين خسر الصندوق ما يزيد على ملياري دولار وهكذا ذابت ثروة صندوق LTCM بسرعة فائقة.

ومن بين أسباب انهيار صندوق التحوط الأمريكي سنة 1998 نذكر ما يلي (قندوز،

2010):

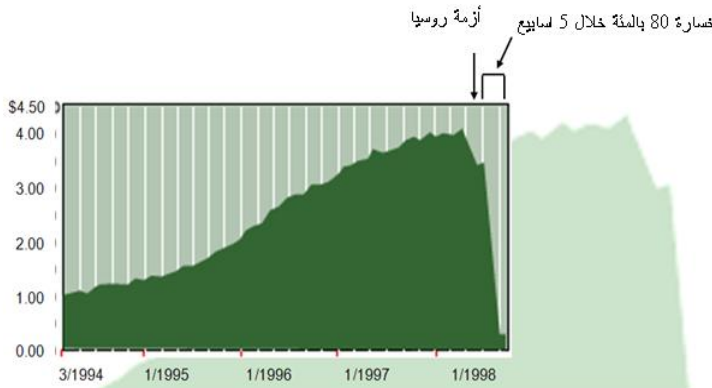
- يرجع الكثير من الاقتصاديين أسباب انهيار LTCM إلى ما يعرف بالفقاعة وهي التي تنفجر عادة عند انهيار أسعار الأصول حيث تنخفض قيم ضمانات القروض، وقد تقوم البنوك باستدعاء قروضها ويتعرض المدينون عن السداد وترتفع نسبة الديون غير المنتظمة في المحافظ الائتمانية للبنوك، وهكذا يدخل الجهاز المصرفي في حلقة مفرغة؛

- صندوق مخاطر تم إنقاذه بواسطة بنك الاحتياطي الفيدرالي في سبتمبر 1998 حيث بلغت قاعدته الرأسمالية 5 بلايين دولار في حين بلغت مديونيته 125 بليون دولار من البنوك وبيوت الاستثمار وصناديق المعاشات، وهي نسبة 25:1 في حين أن النسبة لا تتعدى 10:1؛

- استعمال الرفع المالي بشكل كبير حيث استطاع الصندوق اقتراض 50 ضعف رأسماله من 75 مؤسسة مالية.

ويمكن توضيح الانهيار الكبير الذي شهده صندوق LTCM في الشكل الموالي:

الشكل رقم (2): انهيار صندوق LTCM سنة 1998.



Source : <http://www.picker-uchicago.edu/bailouts/LTCM.ppt>

-إجراءات إنقاذ صندوق LTCM:

أخذ مريونيزر بخطوات غير مسبقة لمحاولة إنقاذ الشركة من الإفلاس ومحاولة بيع جزء منها إلى "قولدمان ساكس" أو "سوروس"، ولكن الشروط كانت صعبة والوقت قصير وضغط السيولة كبيرة. ونظرا لتسارع الأمور وخطورة أوضاع الشركة على النظام المالي الأمر الذي اضطر البنك المركزي بالاشتراك مع العديد من المصارف بتقديم مساعدة قيمتها 3.625 بليون دولار (أولريش وعباس علي، 2010، ص.161). إلا أن جميع المحاولات من أجل إنقاذ الصندوق باءت بالفشل، فوكلت مهمة تصفية LTCM إلى مؤسسه.

2.5 صندوق سوروس Soros Fund Management

جورج سوروس "George soros" هو ذلك الرجل الذي استطاع جمع ثروة من البورصات العالمية، تجاوزت 7 مليارات دولار والذي صنفته مجلة "فوربس" في المرتبة 24 على قائمة أغنى 400 رجل في الولايات المتحدة، فسوروس خبير رأسمالي ورئيس مجلس إدارة صندوق سوروس ومعهد "المجتمع المفتوح" ويعتبره كثير من المحللين نموذجا للمضارب الدولي.

-الشركات المكونة لمحفظة Soros Fund Management: تقع شركة سوروس الاستثمارية التي أنشئت في 1973 بنيويورك، وهي تعتمد على الاستراتيجية الكلية Macro

Global، فهي واحدة من أكبر شركات صناديق التحوط في العالم، ويمكن لها أن تستثمر في جميع المجالات، حيث يقوم الصندوق بتوزيع الأوزان على القطاعات المبينة في الجدول السابق في الشكل الموالي:

الشكل رقم (3): توزيع الأوزان بالنسبة لقطاعات محفظة Soros Fund Management



Source : <http://www.fx-arabia.com/vb/showthread.php?t=105773&page=8>

فالمضارب العالمي سوروس يعتمد في استثماره على المؤسسات التكنولوجية بالدرجة الأولى، حيث تمثل ما نسبته 23.7% من إجمالي الاستثمارات، تليها قطاع السلع الاستهلاكية بـ 14.6% والنفط والغاز بـ 11.3%، بالإضافة إلى المواد الأساسية التي تحتل 10.8% من محفظة الصندوق، كما تقدر العناية الصحية بـ 8%، إلى أن تصل النسبة إلى 0.2% والتي تمثلها المرافق.

فالصندوق يعتمد على الاستثمار في جميع المجالات الموجودة في الحياة وأكثرها إتاحة له، وقد قدم الصندوق في 31 ديسمبر 2011، أفضل 30 شركة مكونة للمحفظة الاستثمارية الخاصة به.

— سلوك صندوق سوروس خلال الأزمة المالية العالمية 2008: بفضل قدرته على التنبؤ بأزمة مالية عالمية، منذ جانفي 2006، قام بالرهان ضد أزمة الرهن العقاري في عام 2007 وكسب حوالي 3.5 مليار دولار، حيث يقول سوروس أنه بالكاد يصل إلى مرحلة التوازن وعدم الخسارة، لأنه تكبد خسائر قدرت بأكثر من 110 مليون دولار على خلفية شراء أسهم ليمان براذرز (الجابر، 2008). بعد أن حذر سوروس من أزمة مالية سوف تطيح بالاقتصاد الأمريكي والعالمي، اتجه المستثمر ورجل الأعمال الشهير إلى أستراليا من أجل شراء حصة 5% في شركة "سفير

أنفستمنت "sphere Investments" الأسترالية، حيث استكمل شراء الحصة المذكورة من خلال صندوق Quantum EMEA في الربع الأخير من سنة 2008. كما رفعت إدارة الصندوق حصتها في بعض شركات الطاقة مثل شركة "بتروليبوازيلىو" حيث بلغت حصة صندوق سوروس 9.1 مليون سهم أو 405 مليون دولار في الربع الأخير عام 2009.

كذلك دعم "سوروس" حصته في شركة "Suncor Energy" بواقع 8.7 مليون سهم أو 264.7 مليون دولار خلال الربع الأول مقابل 7.2 مليون سهم أو 252.9 مليون دولار خلال الربع الأخير من عام 2009، كما قام "سوروس" بشراء 5.9 مليون سهم بقيمة 81.1 مليون دولار في شركة "Cobalt International Energy".

إلا أن اللافت للنظر هو انخفاض حصة "سوروس" في صندوق "SPDR" المدعوم بالذهب إلى 5.2 مليون سهم بقيمة 566.9 مليون دولار خلال الربع الأول مقابل 6.2 مليون سهم أو 663 مليون دولار خلال الربع الرابع من 2009. بالإضافة إلى تخفيض حصته في شركة الأدوية الأمريكية الكبيرة "فايزر" إلى 5.3 مليون سهم أو 91.3 مليون دولار خلال الربع الأول مقابل 11.6 مليون سهم بقيمة 210 مليون دولار مع نهاية 2009. وكشفت شركة "Alibaba.Com" الصينية أن صندوق "جورج سوروس" أصبح من أكبر حاملي الأسهم فيها مع "ياهو" التي تمتلك حصة 39% منها. كما قام سوروس بشراء 4% في بورصة مومباي وذلك مع تنامي المستثمرين الأجانب بالأسواق المالية في الهند. ودخول جورج سوروس إلى بورصة مومباي جاء وسط نزاع بين البورصة الهندية وبورصة سنغافورة وهي أحد مساهمها التي تخلت عن مقعدها في مجلس الإدارة، بالإضافة إلى أن العملية تتم عبر صندوق كوانتوم لشركة سوروس لإدارة الصندوق.

على الرغم من اعتبار الذهب وتحركاته في الأسواق العالمية مؤشرا هاما في تحديد تحركات بقية القطاعات المالية فأى ارتفاع في الذهب يشير إلى انخفاض في سوق الأسهم. إلا أن جورج سوروس قام في الربع الأول من 2011 بالتخلص من استثماراته في الذهب والتي قدرت بـ 800 مليون دولار وصرح بعدها سوروس بأن فقاعة الذهب ستظهر لذا قام بالتخلص منه، وفي هذه الفترة كانت تداولات الذهب تدور حول 1500 دولار للأونصة الواحدة والذي ارتفع في سبتمبر إلى أعلى سعر له وهو 1900 دولار للأونصة الواحدة (المطيري، 2011).

6. الخاتمة:

من خلال مختلف جوانب الدراسة، اتضح جليا الأثر الهام والدور الحيوي الذي تقوم وتساهم به صناديق التحوط في إدارة المخاطر وفي التقليل من حدة الأزمات. عرفت صناديق التحوط من أجل مواكبة التحولات في أساليب العمل والتسيير التي عرفها العالم، وكذا من أجل تعظيم الدور الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص في التمويل. فهذه الصناديق تعتبر جيدة نسبيا حيث أن الاستراتيجيات التي تعتمدها وكذلك مبادئ تسيير المخاطر التي تطبقها معقدة للغاية، كما تعمل على تنوع المخاطر من خلال المزج بين الأنماط المختلفة من المخاطر واستراتيجيات الاستثمار المطبقة.

في حين تعد الأزمات الناتجة عن انعدام الرقابة وقلة الشفافية والإفصاح سببا لتوجيه أصابع الاتهام لصناديق التحوط أثناء الأزمات إلا أن هذه الأخيرة لم تكن سببا في إحداث الأزمات وإنما عرفت الضرر مثل باقي المستثمرين، كما عملت صناديق التحوط على توفير السيولة والمساعدات للأسواق المالية خلال الأزمات وهذا من خلال المبالغ التي ضخمتها في حالات الانكماش. رغم الاتهامات الموجهة لصناديق التحوط في الأزمات السابقة وأزمة الرهن العقاري الأخيرة إلا أنها استطاعت جذب مستثمرين جدد مثل: صناديق المعاشات، شركات التأمين، وبعض الصناديق السيادية، حيث كانت صناديق التحوط المؤسسات المالية الوحيدة التي لم تحتاج إلى دعم حكومي أثناء أزمة الرهن العقاري بعكس المصارف والبنوك الاستثمارية، وهذا الأمر يعد بمثابة نقطة إيجابية تحسب لمثل هذه الأداة الاستثمارية المميزة.

الاستنتاجات: انطلاقا من هذه الدراسة يمكن استنتاج ما يلي:

- أغلبية الصناديق مسجلة في الجنات الضريبية أي في دول لا تفرض عليها ضرائب ولا تخضعها للرقابة، في حين أن إدارة هذه الصناديق تتم من قبل مسيرين في دولة أخرى.
- استعمال صناديق التحوط لاستراتيجيات الإدارة البديلة والتي تقوم على فكرة أخذ وضعية بيع ووضعية شراء في نفس الوقت للأصول التي تعتقد أنها ابتعدت عن قيمتها الأساسية أو لوجود خلل في أسعارها.
- تهدف صناديق التحوط إلى الحصول على أقصى قدر ممكن من العوائد المطلقة بدلا من العوائد النسبية.

- هناك أهمية كبيرة لتجربة LTCM حيث أنها كانت جرس الإنذار لما سوف يأتي لاحقا من أزمة مالية عالمية في عام 2008 ، وكذلك فشل النظام الرقابي في وضع الأنظمة وآليات التنبؤ وقراءة المخاطر وكفاية رأس المال وتسعير السيولة في حالة أي تدهور اقتصادي، سياسي أو مالي.

- حقق صندوق سوروس أرباح إيجابية كبيرة منذ تأسيسه قدرت بـ 35 مليار دولار بعد اقتطاع جميع الرسوم.

- يمتاز صندوق سوروس بقدرة عالية على التوقع بأوضاع السوق وما تؤول إليه الأسعار مستقبلا.

- توجه صندوق سوروس إلى إدارة أموال عائلته، بعد فرض السلطات الأمريكية الرقابة على الصناديق التي تزيد قيمتها عن 150 مليون دولار.

الاقتراحات: يمكن اقتراح ما يلي:

- إلزام صناديق التحوط بالتقيد بقواعد الاحتراس خاصة ما تعلق بمراعاة حد أدنى للأموال الخاصة يتناسب وحجم الأصول.
- إعادة النظر في نظام مكافأة مسيري الصناديق والقائم على ربطها بالنتائج المتحصل عليها، الأمر الذي يدفعهم إلى المزيد من المخاطرة لرفع العائد وبالتالي المكافأة.
- توعية المستثمرين وحثهم على الاهتمام بكيفية إدارة أموالهم والأخطار التي يتحملونها، أي الحد من حرية المسير في المخاطرة.
- اتخاذ إجراءات أكثر حزمًا وصرامة وأكثر ذكاءً، من أجل تخفيض تقديم الائتمان المبالغ فيه والزائد عن حده في الاقتصاد ومنع حدوث مثل هذه الأزمات في المستقبل.

7. قائمة المراجع:

الكتب:

1. النجار، إبراهيم عبد العزيز. (2009). الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي. مصر: الدار الجامعية.
2. بن علي، بلعزوز. ومحمد الطيب. (2008). دليلك في الاقتصاد. القاهرة: دار الخلدونية.
3. عبد الرحيم، محمد إبراهيم. (2007). المتغيرات العالمية للمنظمات. الإسكندرية: مؤسسات شباب الجامعة.

المقالات:

1. شيفر، أولريش. وعدنان عباس علي. (2010، جانفي). انهيار الرأسمالية: أسباب إخفاق اقتصاد السوق المخررة من القيود. سلسلة عالم المعرفة.
2. Terrien, Mario. et Louis Beaudoin. (2003). A la recherche de l'alpha : l'investissement dans les fonds de fonds de couverture. *revue canadienne d'investissement*, canada.

المدخلات:

1. بن علي، بلعزوز وعبو هودة. (2008). الأزمة المالية العالمية: مظاهرها وسبل معالجتها. الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة منتوري، قسنطينة.
2. قندوز، عبد الكريم أحمد. (2016، 15-16 ديسمبر). الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي. المؤتمر الدولي الرابع في التمويل الإسلامي في مقابل التمويل التقليدي، الكويت.

مواقع الانترنت:

1. المطيري، بدور. (2011، 19 جانفي). جورج سوروس يواجه جون بولسون... من يربح معركة الرهان على الذهب. من الموقع: <http://www.alwatan.kuwait.tt/articledetail.aspx/resources/sendemail-aspixid=166269>
2. البيلوي، حازم. (2008). الأزمة المالية العالمية: محاولة للفهم. من الموقع: <http://www.iidalaidd.de/arabisch/abwab/articlet/2008/dirasat/dr0000117/doc>
3. نور الدين، حسين. (2009، 26 جويلية) صناديق التحوط، جريدة القبس. من الموقع: <http://www.arabic.rt.com/archive/index.php/t-5452.html>
4. عيتوق، راسم كان. (2009، 14 جانفي). السوق سيواجه الانكماش بسبب عدم القدرة على إيفاء الوعود، جريدة النهار، العدد 491. من الموقع: <http://www.annaharkw.com/annahar/article>
5. الفوز، فواز حمد. (2011، 01 جانفي). صناديق التحوط وصعود نخبة جديدة، الاقتصادية الالكترونية، العدد 6291. من الموقع: <http://www.aleqt.com/2011/01/01/article-485782.html>
6. الجابر، سعيد. (2008، 18 أكتوبر). رجال أعمال يخضعون لعمليات كشف حساب جارحة، جريدة إيلاف. من الموقع: <http://www.elaph.com/webeconomics/2008/10/375099.htm>
7. أغاروال، مونتي. (2012، 13 فبراير). صناديق التحوط وعالم التحول. من الموقع: <http://www.demo.alrraya.com/ar/node/5935>

8. بدران، وائل. (2009، 13 أفريل) صناديق التحوط تواجه الاتهامات بضلوعها في حدوث الأزمة المالية،

الرؤية الاقتصادية. من الموقع: <http://www.demo.alrraya.com/ar/node/4291>

9. Ravix, Guillaume. (2007, Avril) *typologies des hedge funds*. mémoire de recherche de fin d'étude, HEC paris. in: <http://www.vernimmen.net/ftp/mémoire-typologies-des-hedge-funds.pdf>
10. Boukris, Harry. (2009). *l'industrie des hedge funds et ses évolutions*. jean Michel rocchi, master 2 comptabilité, université paris-Dauphine. in: <http://www.mémoireonline.com/11/10/4118/> , *l'industrie- des- hedge-funds-et ses- évolutions.html*
11. haag, Jérôme. (2007, avril). HEG- finance et gestion des risques: les hedge-funds, Financial research solutions. in: <http://www.compuser.ch/frangneiree/doc/finance-et-gestion-des-risque/hedge-funds-presentation.pdf>
12. Prada, Michel. Le monde des hedge funds: préjugés réalité, la contribution de l'AMF au débat sur les stratégies de gestion alternative, banque de France, avril 2007. in : http://www.banque.de.France.archipel/publications/bdf_rsf/etudes_bdf_rsf/bdf_rsf_10_etu_10.pdf
13. Lee, Min-woo. et kyung Lee. (2007, mai). les stratégies global macros des hedge funds, mémoire en majeure finance, in: <http://www.vernimmen.net/ftp/mémoire-les-stratégies-global-macro.pdf>
14. Alphonse, P. et autres. (2010). gestion de portefeuille et marchés financiers, Pearson Education, France, in : <http://www.Pearson.fr/resources/litres/27440100441750/extras/7238-chap13.pdf>