

دور المشتقات المالية في تغذية وتفعيل لأزمات المالية

د. مسعودي محمد* - كلية العلوم الاقتصادية - جامعة أدرار

& د. دردوري لحسن** - كلية العلوم الاقتصادية - جامعة بسكرة -

الملخص:

شهد العالم في العقود الأخيرة، العديد من الأزمات المالية التي اندلعت بفعل العديد من الأسباب و الظروف المرتبطة ارتباطاً وثيقاً بالقطاعات المالية المختلفة، كالبنوك و أسواق المال؛ ولاتزال الأزمة المالية العالمية - 2008 - لحد الآن، عالقة بالأذهان بفعل الإنعكاسات و الآثار الكبيرة الناجمة عنها والتي طالت الاقتصاد العالمي ككل.

وتعتبر المشتقات المالية - التي تُعد كأحد ثمار " الإبتكار المالي " من بين أهم الأسباب و الأدوات التي ساهمت في استفحال بعض الأزمات المالية السابقة، لهذا سنعمل من خلال هذه الورقة البحثية على تبيان الدور الذي تلعبه " المشتقات المالية " فيما يرتبط بتغذية و تفعيل الأزمات المالية .

الكلمات الدالة: الابتكار المالي - المشتقات المالية - إدارة المخاطر - الازمات المالية .

مقدمة :

تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في النشاط الاقتصادي وفي التنمية الاقتصادية، فهي تمثل جزءاً بارزاً من النظام المالي الذي يضم المجتمع ككل، وترجع هذه الأهمية للوظيفة الأساسية التي تقوم بها هذه الأسواق والمتمثلة في دورها التمويلي الفعال في الاقتصاد، هذا في الوقت الذي يشهد فيه الاقتصاد العالمي العديد من التحولات المستمرة والسريعة والتي تحمل العديد من الآثار؛ فالعولمة المالية من أبرز هذه المستجدات التي لها الأثر الكبير على الأسواق المالية لما لها من علاقة وطيدة بينهما، وقد ساهمت العولمة المالية بشكل كبير في عمليات الانفتاح والتطور التي مسّت مختلف المجالات المالية والمصرفية وذلك من أجل تطويرها وتعزيز قدرتها التنافسية، ووفق هذه الأجواء والتحويلات التي تشهدها البيئة المصرفية والمالية وحركة التكامل التي تشهدها الأسواق المالية المتنوعة مع ما تشهده من استخدام واسع للتكنولوجيا الحديثة

* أستاذ محاضر " ب " .

**أستاذ محاضر " ب " .

في معظم تعاملاتها، ظهرت العديد من المستجدات في مجال التعامل المالي والتي يطلق عليها الابتكارات المالية الحديثة، وخصوصاً ما يتعلق بالمشتقات المالية التي أصبحت من المستحدثات الجديدة والحديثة التي تعرفها الأسواق المالية، وأصبحت لها مكانة كبيرة في المجال الاستثماري والتمويلي، إلا أنها لا تخلو من مخاطر تنجم عن استعمالها الغير عقلاني والسليم، فمخاطرها وانعكاساتها كبيرة ووخيمة قد تؤدي إلى زعزعة النظام المالي، وذلك ما لاحظناه خلال الأزمة المالية العالمية (2008)، والتي كانت المشتقات المالية من أهم الأسباب التي أدت لاتساعها، حيث لعب القطاع المصرفي والمالي بصفة عامة دوراً هاماً في ظهور الأزمة المالية العالمية (2008)، و ذلك من خلال التوسع المالي الكبير والإفراط في استخدام هذه المشتقات .

ومن خلال ما سبق تبرز لنا الإشكالية التالية :

كيف تُساهم المنتجات المالية المشتقة في ظهور وتفاقم الأزمات المالية ؟

وتندرج تحت هذه الإشكالية العديد من الأسئلة الفرعية أهمها:

- ما هي المشتقات المالية؟

- ما ذا نعني بأسواق عقود المشتقات المالية؟

- من هم المتعاملون في هذه الأسواق ؟

- ما هي المخاطر الناجمة عن التعامل بالمشتقات المالية ؟

- ما هي علاقة المشتقات المالية بظهور الأزمات المالية وتفاقمها؟

أهداف البحث:

نسعى من خلال هذه المداخلة للوصول للعديد من الأهداف، وذلك من خلال التطرق لكل ما هو متعلق بالمشتقات المالية (التعريف، أسباب التعامل بها، أهدافها.... الخ)، وأيضاً التطرق إلى أسواق المشتقات والمتدخلون فيها ثم إبراز أهم المخاطر الناجمة عن التعامل بهذه المشتقات، وأخيراً البحث عن علاقتها بظهور الأزمات المالية وتفاقمها مع الإشارة إلى الأزمة المالية العالمية 2008 .

أهمية البحث:

يُعدّ موضوع الأزمات المالية العالمية من أهم المواضيع التي تحظى باهتمام وأهمية كبيرة، خصوصاً بعد الأزمة المالية العالمية (2008) التي كانت لها تأثيرات كبيرة على اقتصاديات الدول، وتتجلى أهمية الموضوع

من خلال إبراز الأسباب الحقيقية التي تقف وراءها و تقديم اقتراحات حول الحلول الممكنة للخروج من هذه الأزمات .

ولقد اعتمدنا في تناول هذا الموضوع على المحاور التالية:

المحور الأول : ماهية المشتقات المالية

المحور الثاني: أسواق المشتقات والمتعاملين فيها

المحور الثالث: مخاطر المشتقات المالية

المحور الرابع: تحليل دور المشتقات المالية في مفاومة الأزمات المالية .

المحور الأول : ماهية المشتقات المالية

* تعريف المشتقات المالية:

هناك العديد من التعاريف التي قدمت للمشتقات المالية ومن أبرز هذه التعاريف ما يلي :

- عقود المشتقات هي عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية وتستعمل لأغراض متنوعة كاستثمار والمضاربة والتحوط، حيث تكون قيمتها معرضة لتقلبات كبيرة ويكون قلب قيمتها أكثر من قلب الموجود الضمني لها وهي متعلقة بالتزامات وفقرات خارج الميزانية¹ .

وتعرف المشتقات المالية أيضاً بأنها أوراق مالية تعتمد قيمتها على أوراق مالية أخرى وتتعلق بفقرات خارج الميزانية، وتكون قيمتها محددة بقيم واحدة أو أكثر من الأدوات والمؤشرات الرئيسية المرتبطة بها².

وعرفت عقود المشتقات بأنها عقود تعطي لأحد الأطراف الحق في أصل معين وفي تاريخ معين حيث يلتزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل، وما تجدر إليه الإشارة أن العقد قد يكون مرتبط بأصل مالي أو مبلغ من

¹سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر، دارالانش للجامعات، مصر، 2005، ص 61.

²منير ابراهيم هندي ، الفكر الحديث في ادارة المخاطر، دار المعارف ، الاسكندرية ، 2003، ص 15.

العملات أو كمية من المواد الأولية أو مؤشر من المؤشرات و يربط العقد الطرفين بطريقة ملزمة وتقدم لأحد الأطراف الحق في تنفيذ العقد أو عدم تطبيقه¹ .

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن المشتقات هي أدوات مالية تتعلق بأداة مالية محددة أو مؤشر معين والتي يمكن من خلالها بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية وقيمة الأداة المشتقة تكون متوقفة على سعر الأصول محل التعاقد، كما تستعمل المشتقات وتستخدم لكثير من الأهداف مثل التحوط من المخاطر وإدارتها والمضاربة.....الخ.

و تتميز بعض عقود المشتقات بدرجة عالية من السيولة وذلك ما يجعل تسويتها سهلة بواسطة الشراء والبيع في موعد الاستحقاق المحدد أو بواسطة عقد صفقة كبيرة عن طريق بيوت التسوية؛ وعلى الرغم من أن بعض العقود تتميز بسيولة عالية إلا أن معظم المشتقات المالية تتميز بتعقيدها لأنه في مجمل الأوقات يحيطها غموض حول طريقة استعمال أداة في حد ذاتها وطريقة تقييمها وطريقة المحاسبة المتعلقة بها...الخ.

إضافة إلى ذلك، فكما اشرنا إليه في التعاريف السابقة أن المشتقات هي عقود مالية مرتبطة بفقرات خارج الميزانية بمعنى أن طبيعة العمليات تكون خارج الميزانية لأن طبيعة التعامل فيها تقتضى التداول بقيم نقدية قليلة وذلك بصورة لا تعكس ما تحويه من قيم نقدية كامنة، لذلك تكون دوما معرضة للكثير من المخاطر خصوصا مخاطر عدم الإقرار والبوح عن تلك القيم .

ب- أنواع المشتقات المالية :

تعتبر المشتقات المالية ذات استخدام واسع على المستوى العالمي، وخاصة في السنوات الأخيرة وهو ما زادها أهمية في الأسواق المالية العالمية وكذا مختلف البنوك (عمليات تكون خارج ميزانياتها)، وأهم أنواع المشتقات المالية ما يلي :

*عقود الخيار.

*العقود المستقبلية و الآجلة .

* عقود المبادلات.

إطارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص: 12.

****1-** عقود الخيار :وهي من الأدوات الاستثمارية الحديثة التي نجدها في الأسواق المالية؛ وهي عقود تعطي لحاملها الحق في الاختيار بالبيع و الشراء لأصولمالية محددة خلال فترة زمنية معينة، ويكون لمشتري هذا الاختيار الحق في عملية التنفيذ من عدم التنفيذ، حيث يقوم بالدفع لمن قدم له هذا الحق (محرر الاختيار) مكافأة غير قابلة للرد (تعرف بثمان الخيار)تقدم عند التعاقد ولا تكون جزءا من قيمة العقد .

وبصيغة أخرى فعقود الخيار تعطي لمالكها حق البيع والشراء لأصل معين بسعر يحدد مقدما مقابل علاوة العقد، حيث يعتبر هذا الحق ساريا حتى تاريخ الاستحقاق. وكما قلنا سابقا، فمشتري الخيار غير ملزم بممارسة حقه ما دام السعر في السوق لم يصل الى المستوى الذي يمكنه من تحقيق الأرباح¹.

وتقسم عقود الخيار إلى العديد من الأقسام والأنواع ، وهذا بالإستناد إلى معايير التصنيف التالية²:

1-التصنيف على حسب نوع الصفقة : وتندرج تحت هذا التصنيف ثلاثة أنواع وهي :

*-اختيار الشراء .

*-اختيار البيع .

*-الاختيار المزدوج .

2-التصنيف على أساس تاريخ تنفيذ اتفاق العقد : ونجد تحت هذا التصنيف نوعين وهما :

*-الاختيار الأوروبي .

*-الاختيار الأمريكي .

3-التصنيف على أساس ملكية الأوراق المالية :وفيها نوعين وهما :

*-الاختيار المغطى .

*-الاختيار غير المغطى .

****2****العقود المستقبلية والآجلة :

أ.العقود المستقبلية :

¹ أنجار فريد، البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، ص: 244.

²J.BOISSONNADE, Les options exotique : Concept et applications, Edition ESKA, Paris, 1997, P13.

العقود المستقبلية هي عبارة عن اتفاق بين طرفين او جانبيين على بيع أو شراء أصل معين في وقت معين في المستقبل بسعر محدد (تاريخ مستقبلي)، ويُحدّد هذا العقد العناصر الأساسية التالية :

-نوع الأصل

-كمية الأصل التي يتم تداولها .

- التاريخ الذي يتم فيه التبادل .

- السعر الذي يجب دفعه مقابل الأصل .

وتتميز هذه العقود بأنها عقود نمطية يلتزم بمقتضاه الجانبيين (البائع والمشتري) بإتمام تبادل الورقة المالية أو معدلات فائدة في تاريخ محدد في المستقبل، وبسعر يتم الاتفاق عليه وقت كتابة العقد¹ .

وأهم العقود المستقبلية التي يتم التعامل بها هي :

-العقود المستقبلية لأسعار الصرف، وتتداول فيها العملات المحلية مقابل العملات الأجنبية.

-العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم.

- العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة.

وما تجدر الإشارة إليه، هو أن هذه العقود غالباً ما تتم بواسطة مؤسسة تقاص ويكون للطرفين الحق في بيع حقه في الاستلام او التسليم خلال فترة العقد، حيث يعطى كل من الطرفين هامش صيانة أو مستوى محدد من الهامش المبدئي لا يجب أن ينخفض عليه، ويكون لكل طرف يزيد هامشه عن الهامش المودع الحق في سحب الزيادة.

ب -العقود الآجلة :

وهي عقود تلتزم بمقتضاها الأطراف المتعاقدة بالاتفاق على بيع أو شراء أصل معين وذلك في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يتفق عليه في تاريخ التعاقد يعرف بسعر تنفيذ العقد، وتمثل هذه العقود اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي مقابل سعر معين، وفي الغالب يكون العقد بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية او احد عملاتها من المؤسسات، ولا يتم تداوله في البورصة في اغلب الأحيان؛ فهي عبارة عن اتفاق خاص ومغلق بين طرفين²، وما تجدر الإشارة إليه إلى أن سعر التنفيذ هو السعر المتفق عليه لتنفيذ

¹محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الاسهم والسندات- مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 331.
²-خال وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان: الأردن، 1999، ط1، ص: 298.

العقد آجلا ويتم تحديده من قبل طرفي العقد استنادا للطلب والعرض ومدى توقع كلا الطرفين في الاستفادة من هذا السعر في المستقبل حيث لا يتغير هذا السعر من بداية العقد وحتى وقت التنفيذ، أما السعر الآجل هو عبارة عن سعر الأصل او العملية موضع العقد الآجل في المستقبل ويتغير هذا السعر بتغير الأسعار في السوق¹.

ج- عقود المبادلة : عقود المبادلة هي عبارة عن اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية وذلك خلال فترة زمنية مستقبلية حيث يستطيع أن يدفع الطرف الأول معدل فائدة متغير او ثابت لمبلغ معين وذلك مقابل حصوله على معدل فائدة ثابت او متغير لما يعادل ذلك المبلغ بنفس العملة او بخلافها، وتعرف هذه العقود بالمقايضات، إلا أنها عبارة عن التزام تعاقدى يحتوى على مبادلة نوع محدد من التدفق النقدي او موجود معين مقابل تدفق نقدي، ويكون كل ذلك استنادا إلى شروط تنفيذ محددة يتفق عليها عند التعاقد².

وأبرز عقود المبادلة مايلي:

*-عقود مبادلة أسعار الفائدة : وهي عقود يدفع فيها كل طرف مدفوعات الفائدة على قرض الطرف الآخر بدلا من قرضه هو أو بصفة أخرى هي عبارة عن عملية تكون من طرفين لمبادلة فائدة محسوبة بتطبيق معدلات ثابتة او متغيرة بفائدة أخرى تكون محددة مسبقا ويكون الهدف منها التحوط ضد مخاطر ارتفاع او انخفاض أسعار الفائدة .

*-عقود مبادلة أسعار الصرف : وهي عبارة عن عملية يتم على أثرها تبادل عملات بمعدلات فائدة ثابتة او متغيرة بين أطراف العقد وذلك مع إرجاع المبالغ المدفوعة في النهاية، وبشكل آخر تحتوى هذه العملية لمبادلة بين عمليتين في بيع واحدة وشراء الأخرى وذلك على أساس السعر الفوري، ويتم في الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية وذلك استنادا لسعر المبادلة والذي يتم تحديده استنادا إلى الفرق بين أسعار الفائدة السائدة وقتئذ على الإيداع والإقراض لكل من العمليتين .

وبعدما تطرقنا لتعريف المشتقات المالية واهم أنواعها يمكن الإلمام بأهم مزايا التعامل بهذه المشتقات فيما يلي:

*-مزايا التعامل بالمشتقات المالية :

¹جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر، الأردن، 2002، ط1، ص: 185.
²طارق عبد العال حماد ، دليل المستثمر في بورصة الاوراق المالية، الدار الجامعية : الإسكندرية، 2002، ص 16.

*** -الاستفادة من التقدم التكنولوجي و الابتكارات في مجال المعلومات.

***-زيادة الأصول المالية .

***-التحوط من تقلبات مستويات أسعار الفائدة وأسعار الأصول المالية.

***-المساعدة على تخفيض أعباء المعاملات .

*** - التخفيض من بعض المخاطر وإعادة توزيعها بين المتعاملين في السوق.

***-يكون التعامل بأدوات الهندسة المالية (المشتقات المالية) اقل كلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالسندات والأسهم .

***-تخفيض تكاليف المستثمرين والمصدرين وزيادة العوائد وتقليل المخاطر .

***-تساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعا.

*** - استخدامها لزيادة السيولة حيث أنها تنوب عن الأوراق الأصلية.

*** - تقليل كل من تكاليف المعاملات في الأسواق وتكاليف الأجهزة الرقابية إلى جانب معالجة المعوقات الإدارية ومجالات عدم الكفاءة.

*** - استخدام المشتقات في إدارة الموجودات والمطلوبات كمخاطر سعر الفائدة لدى البنوك.

المحور الثاني:أسواق المشتقات المالية والمتعاملين فيها :

أ-مفهومها:

تتداول المشتقات المالية في أسواق المشتقات وتنقسم هذه الأسواق إلى أسواق منظمة و أسواق غير منظمة، فالأسواق المنظمة يطلق عليها اسم السوق الأجل-البورصة - وتحتوى هذه السوق على غرفة مقاصة تتيح تنظيم سيولة العقود وتتيح تغطية المخاطر التي يتعرض لها الطرفين، ومن أهم مميزات السوق المنظمة توحيدها لشروط التعامل في عقود المشتقات خصوصا المرتبطة بالتسليم والتسوية والحد الأقصى لعدد عقود المضاربة الذي يمكن ان يمتلكه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل، أما بالنسبة للسوق غير منظمة فهي عكس الأولى، لان عملياتها تكون عمليا غير منظمة وهي لا تخضع لأي رقابة ولاحتوى غرفة مقاصة وتتداول فيها العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود الخيارات الخ .

ب- المتعاملون في أسواق المشتقات :

هناك العديد من المتعاملين في أسواق المشتقات المالية وبرز هؤلاء المتعاملون هم :

1- المضاربون : ويتدخل هؤلاء المضاربون من اجل توسيع مركزهم وتحسين وضعيتهم وذلك بالاعتماد على اثر الرفع المالي.

2-المؤسسات: تتدخل المؤسسات في أسواق المشتقات لأجل التغطية من المخاطر المتعلقة بنشاطها الإنتاجي، إضافة الى ذلك العمل على تحقيق أرباح إضافية. وما تجدر الإشارة إليه أن المشتقات المالية لا تظهر في ميزانية هذه المؤسسات لأنها وكما أشرنا اليه سابقا هي عمليات تكون خارج الميزانية، لذلك يصعب معرفة مدى أهمية هذه المشتقات المالية لهذه المؤسسات.

3- القائمون على المحافظ: هدف القائمون على المحافظ هو نفسه هدف المضاربون حيث يدخل القائمون على المحافظ في سوق المشتقات المالية بهدف توسيع أعمالهم وتوظيفاتهم، لأنه كلما زادت إمكانيات الصندوق زاد في تنوع أعماله واستثماراته في مختلف الأسواق، ويكون ذلك بعد دراسة للأسواق التي يستثمر فيها وبتنوع الأسواق تقل المخاطر وتزيد الأرباح.

المحور الثالث: مخاطر المشتقات المالية :

إن استخدام المشتقات المالية يعطي الكثير من المميزات ويؤمن الكثير من فرص تحقيق الأرباح، إلا أن استخدامها لا يخلو من العديد من المخاطر رغم ان التعامل بالأدوات المالية يهدف في الأساس للحد من المخاطر خصوصا تلك المتعلقة بتقلبات معدلات الفائدة وأسعار الصرف... الخ ، وما دامت أدوات المشتقات المالية متعلقة بالتوقعات فهي معرضة للعديد من المخاطر، والتوسع أيضا في استعمال هذه المشتقات يؤدي لوقوع المتعاملين بها في مخاطر كبيرة خصوصا المتعاملون الذين لا يتمتعون بخبرة كافية، لذلك يحرص القائمون على رقابة النظام المصرفي على ضرورة دراسة المخاطر الناجمة عن التعامل بهذه الأدوات وأهمية الرقابة عليها.

واهم المخاطر الناجمة عن التعامل بالمشتقات المالية مايلي:

1-المخاطر السوقية: وهذه المخاطر مرتبطة في الأساس بالتغيرات غير المرتقبة في أسعار المشتقات، فأسعار أدوات الهندسة المالية حساسة بشكل كبير للتغيرات الحادثة في السوق، وتخص هذه الأخطار دائما التقلبات الحادثة في أسعار الأصول المتعاقد عليها؛ وتعدّ المخاطر السوقية من ابرز المخاطر التي لا بد من مراقبتها من طرف المتعاملين بالمشتقات المالية .

2- المخاطر الائتمانية :

ونجد هذا النوع من المخاطر بشكل واسع في البورصات غير المنظمة وتحدث هذه المخاطر نتيجة لعدم قدرة احد الأطراف على الوفاء ببنود العقد والتزاماته، ويطلق على هذه المخاطر مخاطر عدم الوفاء نتيجة لعدم قدرة احد أطراف العقد الوفاء بالتزاماته الناتجة عن احد عقود المشتقات المالية ونتيجة لهذه المخاطر يحرص المتعاملون في البورصات الغير منظمة على ضرورة تقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها، وتعتبر هذه الأخطار من أبرز المخاطر المتسببة في انهيار الكثير من الأنظمة المصرفية¹.

3- مخاطر السيولة: وهي تلك المخاطر الناجمة عن عدم قدرة تسديد الالتزامات من طرف المتعاملين وهي تظهر في الأساس جراء عدم توفر السيولة وذلك ما يؤثر سلبا على التعامل بالمشتقات المالية ويجعل التعامل بها صعبا جدا، إلا أن نقص السيولة يؤدي إلى تدهور أسعار الأصول وعدم استطاعة المتعاملين بها، إبرام العقود الخاصة بالمشتقات، وهذا لأجل الاحتياط ضد التدهور في نقص السيولة.

4-مخاطر التشغيل:

وهي مخاطر ناجمة في الأساس عن أخطاء بشرية، إذ أنها متعلقة بأخطاء الأفراد العاملين في ميدان المشتقات المالية وضعف كفاءة نظم الرقابة والإشراف على العاملين في هذا المجال، وما يزيد من حدة هذه المخاطر هو تعقيد وعدم الوضوح الكافي للتعامل بهذه المشتقات وذلك ما يجعل إدارتها صعبة.

بالإضافة للمخاطر السابقة هناك المخاطر الناجمة عن التسوية و المخاطر القانونية .

المحور الرابع: تحليل دور المشتقات المالية في مفاومة الأزمات المالية

لا يختلف اثنان حول أن للمشتقات -أو مايعرف بالأدوات المالية الحديثة-دورا بارزا في استفحال الأزمة المالية العالمية الأخيرة -2008- ،لهذا سنحاول من خلال هذا المحور، إلقاء الضوء على الآليات والميكانيزمات التي أدت إلى استفحال الأزمة المالية -2008-، ولا سيما ما يرتبط بأثر المشتقات المالية.

الأكيد أن المؤسسات المالية الأمريكية، لم تقتصر للتوسع في الإقراض على الديون العقارية فقط، بل عمدت إلى خلق موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد، وهذا عبر المشتقات المالية (Financial derivatives) التي استخدمت كآليات لتوليد مصادر جديدة للتمويل.

والواقع أن التوسع في الإقراض، استند في الحقيقة على الميكانيزمات المتعددة لما يعرف بالتوريق أو التسنيد (securitization) للديون العقارية، والذي يجمع بين الاقتراض والمشتقات. وبشكل عام فالتوريق أو

¹henribourguinat,la tyrannie des marches , economica paris, 1995, p.33.

التسديد يعني : تجميع حزمة من القروض أو الديون المتشابهة ذات التدفقات النقدية المستمرة في المستقبل والمضمونة بأصول معينة من أجل بيعها أو إصدار أوراق مالية جديدة مضمونة بتلك الأصول¹.

وللقيام بعملية التوريق، عادة ماتلجأ البنوك إلى طرح أوراق مالية مقابل مجموعة الديون التي لديها والمدرة للدخل كالديون بضمان رهونات على اختلاف أنواعها، أو بيع هذه الديون مباشرة إلى مؤسسات مالية أخرى متخصصة في شراء الديون، وعادة ماتحصل مؤسسات شراء الديون على خصم على قيمة هذه الديون ثم تقوم بتوريقها في صورة أوراق مالية.

وعليه، فالتوريق أو التسديد يعمل على تحويل القروض المصرفية إلى أوراق مالية قابلة للتداول، مما يؤدي الى توفير السيولة اللازمة لمتابعة البنك أو المؤسسة المالية لنشاطها الاقراضي أو الاستثماري دون انتظار تاريخ الاستحقاق لاستعادة قيمة القرض.

وقد شهدت فترة السبعينات من القرن الماضي، اهتماما منقطع النظير بنشاط التوريق من خلال بيع قروض الرهن العقاري، وبحلول فترة الثمانينات زاد حجم سوق الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية، حيث ارتكزت قروض الإسكان في أمريكا على الرهن العقاري، وتجميع الديون العقارية الأمريكية وتحويلها إلى سندات مضمونة بتلك الأصول العقارية، وتسويقها عبر الأسواق المالية العالمية .

وكمحصلة نهائية لما تقدم، نجد أن التوريق أو التسديد يعمل على إصدار موجة ثانية من الأصول المالية المستندة على ضمان الرهن العقاري، فالبنك أو المؤسسة المالية تقدم محفظتها من الرهونات العقارية كضمان للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظات العقارية، وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك أو المؤسسة المقرضة، غير أن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر، يقترض بموجبها من مؤسسات مالية أخرى، وهكذا ينجم عن المشتقات المالية موجات متتابعة من القروض، حيث يولد العقار طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى، وهو ما فاقم من المخاطر، بحيث نجم عن عمليات التوريق هذه زيادة في معدلات عدم الوفاء بالديون لرداءة العديد من تلك الديون، مما أدى الى انخفاض قيمة السندات المدعومة بالأصول العقارية في السوق الأمريكية بأكثر من 70 % مما فجر الأزمة المالية العالمية.

كما تجدر الإشارة إلى أن المضاربات الجنونية على الأوراق المالية، سواء كانت مشتقات مالية أو بيع على المكشوف، ساهمت بشكل أو آخر في مفاومة الأزمة، فالبيع على المكشوف يتم فيه بيع أوراق مالية لا يملكها البائع عند إتمام عملية البيع، ويتم التسليم الفعلي بواسطة أوراق مقترضة من سماسرة، ثم تشتري هذه

¹أشرف محمد دوابه، الأزمة المالية العالمية - رؤية إسلامية - دار السلام للطباعة والنشر: القاهرة، 2009، ص 34.

الأوراق فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها، وهذا النوع من المعاملات مرهون بتوقع البائع الذي غالبا ما يكون مضاربا على انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة، فإذا حدث العكس واتجهت الأسعار للارتفاع واقترب موعد التسليم فإن ذلك من شأنه ان يعرض المستثمر لخسائر فادحة، لا يقوى عليها المستثمر العادي.

وكنتيجة لهذه التطبيقات المالية المعقدة (التوريق والمشتقات المالية) ، أصبحت المنظومة المالية العالمية، عبارة عن نادي كبير للمضاربة أو المقامرة غير محمودة العواقب، مما أدبلى تضاؤل قيمة الأصول الحقيقية مقارنة بالأصول المالية، فالمعاملات النقدية (أي النقود مقابل النقود) ممثلة في نقود المضاربة أو الأموال الساخنة (hot money) فاقت كل تصور، فبينما يتداول في العالم كله ما بين تجارة حقيقية ونقدية في العام نحو 530 ترليون دولار فإن نسبة 5 % فقط من هذا المبلغ تتمثل في معاملات حقيقية، بينما نسبة 90 % الباقية ، تتمثل في معاملات نقدية محضة¹.

وقد حذر تأبرز الهيئات الدولية من التوسع في استعمال المشتقات المالية، ففيدراسة لبنكا لاحتياطي الفدرالي الأمريكي وهيئة ضمانا للودائع الفيدرالية ودائرة النقود الأمريكية، تمتحذير البنك وكمنالاستعمال الواسع للمشتقات المالية، كما أجريت دراسة أخرجت من قبل نفس الجهات في وقت لاحق من الدراسة السابقة كانت أكثر تحذيرا، وطلبت من البنوك تحسين عملية إدارة المخاطر المصاحبة لهذه المشتقات، فضلا عن أن تقرير لجنة ب ازلبشأن المشتقات حذر وبصورة شديدة من استعمال الواسع لها من قبل البنوك، وما يمكن أن يمثلهم من مخاطر للمتعاملين لاسيما قليلي الخبرة، إذ أكد المشرفون في لجنة بازل منذ عام 1986 علما أهمية دراسة مخاطر هذا الأدوات والرقابة عليها، وبيئنا أنهم ضروري قيا ما للبنوك بوضع نظم شاملة لمراقبة أنشطتها في هذا المجال، كما أصدرت ذات اللجنة تقرير في جويلية 1994 تضمن إرشادات للمشرفين حول العناصر الأساسية لإدارة السليمة للمخاطر المتعلقة بهذه المشتقات. كما أشار بنك التسويات الدولية لأكثر من مرة إلى المخاطرة التي يمكن أن تسببها تطبيقات المشتقات المالية، لاسيما إذا ما استخدمت بصورة غير صحيحة أو بصورة واسعة².

ويكمن الخطر بالنسبة للمشتقات في أنها لا ترتبط تعاقديا بالنشاط الحقيقي، بل تقتصر على تبادل المخاطر، وحيث أن تداول المخاطر لا يخضع لعضو ابط النشاط الحقيقي المولد للثروة، يصبح نمو المشتقات أسهل بكثير من نمو الاقتصاد الحقيقي، وهذا ما

يترتب على حصول الضبط، بحيث

¹ أشر فمحمد دوابه، مرجع سابق، ص 44 .

² هاشم فوزيد بناس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها، مؤسسة اللور اقلنشر والتوزيع، عمان للأردن، 2008، ص 116.

ذكتد فقر ووسائل أموال لإلالمجاز فاتغير المنتجة علىحسابا لاقتصاد الحقيقيالمنتج، ممايعرض لاقتصاد للخسارة مرتين :
 مرة بحجبر ووسائل أموال العالانشاط الحقيقي
 عند انهيار السوق وانفجار فقاعة المجاز فاتغير المسؤولية ووضيا عالثررة تبعالذلك،
 ومعالنضخمالها للجمسوقالمشتقاتفإنأيانهيار سيكونتهديدأ مباشرأ لاقتصادبأكمله، وهذا
 مايجعلالحكوماتوالبنوكالمركزيةتدخللمنعوقوعهذا لانهيارات .

وحسبمصادر عديدة - منبيناها بنكا لتسوياتالدولية - ، فإنالمبلغالإجمالي للمنتجاتالمشتقة حول
 العالم تجاوز منذديسمبر 2007 عتبة 1144 ألفملياردولار موزع على النحو التالي¹:

- مشتقاتالقرضب 548 ألفملياردولار .
- القيمة الاسمية للمنتجاتالمشتقةب 596 ألفملياردولار، وتضم:
 * المنتجاتالمشتقة علىسعرالفائدةبحوالي 393 ألفمليون دولاروأكثر .
 * عقودالمبادلة علالتعثر - مشتقاتالقرض - بحوالي 58 ألفملياردولاروأكثر .
 * المنتجاتالمشتقة لعملياتالصرفبحوالي 56 مليار دولاروأكثر .
 * المنتجاتالمشتقة علىالسلببحوالي 9000 مليار دولار .
 * منتجاتمشتقة مرتبطة برأسالمال المساهمبحوالي 85 مليار دولار .
 * منتجاتمشتقة غيرمقيدة أو مسجلةبحوالي 71 ألفملياردولاروأكثر .

إنمبلغ 1144 ألفدولارأي 1,144 مليونتريليوندولار، يعادلحوالي 22 مرة الناتج
 الإجماليالعالمي، حيثشهدسوقالمنتجاتالمشتقة خلالالسنينالأخيراتين نموامتسارعا
 وكبيراجدا خاصة معالنهكالكبير للأسواقالعالمية للقرض، والذيبدأ فيجويلية 2007
 معانهيارمؤسستيالرهنا العقاريالعمللاقنينبالولاياتالمتحدة فيسبتمبر 2008 . ولقدبلغمجموعمبالغالمنتجاتالمشتقة
 لشركتي Fannie Mae و Freddie Mac والمسجلة فيحساباتأهمالبنوكالعالمية بنهاية 2007، إلى 140
 ألفملياردولار .

وعليه، فانمكناالخطرالحقيقيالذيكتشفعلنطاقواسعوتسببفيالجزء الأكبر منالمشكلاتالمالية
 والاستثماريةوالاقتصادية، يرتبطبسوقمايسمياالمشتقاتالمالية، وهيسوققائمة - كما نعم - علالمعاملات
 الافتراضيةبالأساس، وترتبطبمضارباتمستقبلية آجلة لتعاملاتشبهوهومية علىالنفطوالمعادن

النفيسة وغير النفيسة والسلع، بالإضافة إلى أنواعها المتعددة من المعاملات المالية، وتديرها أساساً المؤسسات المالية والبنوك والكبروالعملاقة وشركات التأمين الأمريكية التي تكاد تنحصر في شركة واحدة هي شركة إيه. آي جي، التي تكاد تنفلس لولا وضعها تحت الوصاية

الحكومية، وصولاً إلى المرحلة التامة يشبهها الكامل بعد ضئحو 130 مليار دولار لمساندتها.

وبيناً معقلاً لأزمة العالمية -2008- يكشف عن ضخامة سوق المشتقات المالية، وارتفاع قيمتها إلى 480 تريليون دولار،

بما يعنى أن قيمتها تبلغ 10 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمى الراهن، وتصل إلى 35

ضعف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكى البالغ 14

تريليون دولار، وهى بذلك تساوي ثمانية أضعاف قيمة الأسهم المتداولة بكافة البورصات الدولية، ولا تعبر هذا السوق عن

أموال حقيقية، بل تعكس معاملات أموال افتراضية، بحكم أن عمليات الشراء للمشتقات المالية يتم سداده جزئياً من جدامن قيمتها².

ومما لا شك فيه، أن آثار الأزمة المالية العالمية -2008- لم تقتصر فقط على الولايات المتحدة، وإنما امتدت لتشمل مختلف بقاع العالم، وهذا في ظل تنامي ظاهرة العولمة المالية بحيث أصبح العالم في المجمل كقرية متناهية الصغر، إلا أن تأثير الأزمة في الواقع يختلف من دولة لأخرى، وهذا بحسب درجة ارتباطها بمسببات الأزمة، ويمكن إبراز أهم آثار الأزمة على أسواق المال في النقاط التالية³:

أولاً: خسائر مالية جسيمة :

منيت العديد من المؤسسات المالية العالمية بخسائر فادحة، من جزاء الأزمة المالية العالمية، وتشير بيانات صندوق النقد الدولي إلى أن خسائر المؤسسات المالية الدولية، وصلت إلى 945 مليار دولار بسبب أزمة الرهون العقارية، بينما تشير تقديرات بنك " جولدمان ساكس" الأمريكى إلى أن الخسائر العالمية الناجمة عن أزمة الائتمان تقدر بـ: 1.4 تريليون دولار، كما قدر بنك إنجلترا المركزي حجم الخسائر التي لحقت بالبنوك والمستثمرين على مستوى العالم خلال الأزمة المالية العالمية -2008- بتريليونين وثمانمائة مليار دولار، وتشير تقديرات أخرى إلى أن المؤسسات المالية الدولية خسرت نحو 3 تريليون دولار منذ مطلع عام 2008 وحتى نهاية أكتوبر 2008 .

وعلى سبيل المثال، كشفت مجموعة سيتي جروب المصرفية - وهي أكبر بنك في الولايات المتحدة من حيث الأصول - عن تحقيقها لخسائر في الربع الأول من عام 2008، بلغت 5.11 مليار دولار بما يعادل 1.02

¹ www.fre.habitants.org/nouvelles/infos_globales/la_bulle_des_produits_dérivés.

² سحنو محمد وحسن سمير، "مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات" الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة سطيف، أيام 21/20 أكتوبر 2009. أشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص 55-65 .

دولار للسهم ،وتراجع لاييراداتها بنسبة 48 % لتبلغ 13.22 مليار دولار، كما كشفت عن زيادة تكاليف الائتمان لقروض المستهلكين الأمريكيين في الربع الأخير من عام 2008 ،لارتفاع حالات التوقف عن السداد في مجالات الرهون العقارية، وبطاقات الائتمان، وقروض شراء السيارات والقروض الشخصية.

وأعلنت مجموعة " فاني ماي " الأمريكية العملاقة للتمويل العقاري عن تسجيل خسائر قياسية خلال الربع الثالث من عام 2008، بلغت 29 مليار بما يعادل 13 دولارا لكل سهم ، وهذا بعد أن شطبت أصولا بقيمة 21 مليار دولار من محفظة أصولها في ظل انهيار سوق الائتمان الأمريكية، وكانت قد سجلت خلال الربع الثالث من عام 2007، خسائر قدرها 1.4 مليار دولار فقط، وقد بلغ حجم أصولها حتى نهاية مارس 2008 ،مبلغ 843 مليار دولار ، في حين بلغت ديونها 544 مليارا، وانخفض رأسمالها إلى 6.7 مليارات دولار من نحو 39 مليارا في نهاية عام 2007 .

ثانيا: افلاس العديد من المؤسسات المالية

أدى قيام البنوك والمؤسسات المالية الكبرى بشطب العديد من الأصول الضخمة نتيجة لانخفاض قيمة الأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية،ناهيك عن تعثر العديد من عملاء الرهن العقاري ، وزيادة مسحوبات المودعين الى تراجع حجم السيولة المتاحة لدى البنوك ، وهو ما ألزم البعض منها إعلان الإفلاس.فعلى سبيل المثال أعلن بنك ليمان برادرز- رابع أكبر بنك في أمريكا- إفلاسه، إذ انخفضت أسهمه بنسبة 94 % منذ بداية عام 2008 حتى إفلاسه في 15 سبتمبر 2008 ، ووصلت خسائره إلى مليارات الدولارات بسبب استثماراته في سوق الرهن العقاري، وهو البنك الذي نجا من أزمة الكساد العظيم في أواخر العشرينات وبداية الثلاثينات من القرن الماضي، وبانهياره انفجرت الأزمة المالية العالمية، كما أفلس 1500 وكالة عقارية أمريكية حتى نهاية سبتمبر 2008 .

وللحيلولة دون إفلاس العديد من البنوك الأخرى، ظهرت العديد من حالات الاندماج والاستحواذ ، فعلى سبيل المثال، اشترى بنك أوف أميركا بنك كنتري وايد- الذي يعتبر اكبر ممول للرهن العقاري في الولايات المتحدة- واشترى مصرف " جي بي مورجن تشاين" الانشطة المصرفية لمنافسه " واشنطن ميوتشوال"وهو أحد أكبر مصارف التوفير والقروض في الولايات المتحدة، كما اشترى أيضا بنك الأعمال " بير ستيرنز" بمساعدة السلطات الفيدرالية الامريكية.

ثالثا: تقلبات وتراجع الأسعار:

أدت الأزمة المالية العالمية -2008- ، لاستفحال تقلبات الأسعار في مختلف الأسواق، ولاسيما الأسعار المرتبطة بالذهب والعملات والعقارات.

وقد أبانت هذه الأزمة عن اختلال واضح في النظام النقدي العالمي الذي تبنته الولايات المتحدة، عام 1973، وهذا عبر رفع الغطاء الذهبي عن الدولار، وهو ما كان سببا رئيسيا في خلق النقود وتحقيق المزيد من التضخم، والتذبذبات في أسعار الصرف.

وقد شهد سعر صرف الدولار انخفاضا مع بدء تطبيق خطة الإنقاذ الأمريكي، ومع تخفيض سعر الفائدة في 16 ديسمبر 2008 ليتراوح ما بين 0 و 0.25 نقطة مئوية. كما أُلقت الأزمة بظلالها على أسواق النفط، فانخفضت أسعاره بما يزيد عن 77 % نتيجة لتراجع معدلات النمو ليبلغ سعر البرميل الواحد من النفط اقل من 34 دولار مقارنة بمستويات قياسية ناهزت 150 مليارا دولار في جويلية 2008 ، وهو أكبر انخفاض لسعر النفط منذ ما يزيد عن أربعة أعوام ، وهذا يعني انخفاض صادرات الدول النفطية، وفي مقدمتها الدول العربية، حيث يشكل النفط حوالي 60 % من إجمالي الصادرات العربية .

كما شهدت أيضا أسعار العقارات انخفاضا في العديد من الدول، على رأسها الولايات المتحدة التي تدهورت فيها أسعار العقارات تدهورا قياسيا، بمتوسط انخفاض قدر بنحو 6 % ، وهو أكبر انخفاض منذ العام 1999 .

رابعا: انهيار البورصات

يُعدّ انهيار البورصات في الحقيقة، تحصيل حاصل للأزمة المالية العالمية ، وتشير التقديرات إلى أن أسواق رأس المال في العالم خسرت أكثر من 20 تريليون دولار منذ مطلع عام 2008 حتى نهاية أكتوبر 2008 . وقد تعرضت السوق المالية الأمريكية لهزة كبيرة وتقلبات عاصفة، إذ انه بمجرد نهاية شهر سبتمبر خسر مؤشرها داو جونز 730 نقطة ليسجل أكبر انخفاض نقطي في تاريخه، وهذا فور الإعلان عن فشل مجلس النواب الأمريكي في تمرير خطة الإنقاذ الأمريكية في صورتها الأولى . وفي إطار العولمة المالية ، ولكون السوق الأمريكية سوق قيادية للأسواق العالمية، فقد انتقلت تبعات الأزمة إلى مختلف الأسواق الأوروبية والآسيوية الأخرى.

الخاتمة :

تناولنا في هذا المدخل، الأدوات المالية الحديثة المتمثلة أساساً في المشتقات المالية، وهذا من ناحية مفهومها، أنواعها وأوجه استخدامها، وكذلك المخاطر الناجمة عنها، إضافة إلى دورها في استفحال الأزمة المالية العالمية، وقد اتضح مما سبق، أن المشتقات المالية ظهرت كنتيجة لتطور النظام المالي العالمي، وهي تهدف أساساً إلى التقليل من المخاطر، إلا أننا لاحظنا العكس، إذ هيالت تعظمت المخاطر، وعليه أصبحت المشتقات المالية قنابل موقوتة يؤدي انفجارها إلى انهيار البورصات والمؤسسات الاقتصادية. والأزمة المالية العالمية -2008- بدأت محلية بظهور أزمة الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية، وانتهت إلى العالمية نتيجة التشابك والترابط بين مختلف اقتصاديات دول العالم.

ومن منظور عام، يمكن التأكيد على النتائج التالية :

1- الهدف الأساسي للمشتقات هو التغطية من مخاطر: سعر الصرف، سعر الفائدة وتقلبات الأسعار. بالإضافة إلى التحوط من أخطار مالية أخرى .

2- الاستعمال المضاربي وغير العقلاني للمشتقات المالية، يُعدّ من أهم الأسباب المؤدية لاستفحال الأزمة المالية العالمية -2008- .

3- لجوء البنوك إلى توريق (تسديد) الديون ، مع إفراطها في استخدام أدوات المشتقات المالية، أفرز نتائج جد وخيمة على أسواق النقد والمال، بل على الاقتصاد العالمي ككل.

4- التأثير الشديد للاقتصاد الأمريكي من جراء الأزمة المالية -2008-، ألقى بظلاله على الاقتصاد العالمي ككل، وهو ما أدى بدوره إلى تراجع معدلات النمو وبرامج التنمية في مختلف أصقاع العالم.

والأكيد أن الأزمة المالية العالمية -2008-، أفرزت جمود وركود اقتصادي كبير ، طال العديد من الدول، الأمر الذي انعكس سلباً على البرامج التنموية في هذه الدول، ولاسيما الدول النامية، بل الأكثر من ذلك ، نجد أن هذه الأزمة فاقمت من معدلات الفقر والبطالة بشكل كبير، الأمر الذي يستوجب وضع خطط واستراتيجيات أكثر دقة و فعالية، تكون كفيلة بتحسين الأوضاع على مختلف الأصعدة.

قائمة المراجع:

- 1- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر، دار الانشر للجامعات، مصر، 2005.

- 2- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر، دار المعارف، الإسكندرية، 2003 .
- 3- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية(مفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
- 4- نجار فريد، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية .
- 5- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الاسهم والسندات - مدخل الهندسة المالية- الدار الجامعية، مصر 1998.
- 6- خال وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان: الأردن، 1999.
- 7- جمالجويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر، ط1، الأردن، 2002.
- 8- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر في بورصة الاوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية 2002.
- 9- أشرف محمد دوابه، الازمة المالية العالمية- رؤية اسلامية-، دار السلام للطباعة والنشر: القاهرة، 2009 .
- 10- هاشمفوزيدباسالعبادي، الهندسة المالية وأدواتها، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمانا لأردن، 2008.
- 11- سحنون محمد ومحسن سميرة، "مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الازمات" الملتقى الدولي حول:الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، أيام 20/21 أكتوبر 2009.
- 12- J.BOISSONNADE, Les options exotique : Concept et applications, Edition ESKA, Paris, 1997.
- 13- henribourguinat, la tyrannie des marches , economica paris, 1995.
- 14- www.fre.habitants.org/nouvelles/infos_globales/la_bulle_des_produits_derivés.