

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أدرار

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

بالتعاون مع:

مخبر التكامل الاقتصادي الجزائري الإفريقي بجامعة أدرار

ينظم الملتقى الوطني الثاني بعنوان:

واقع الهندسة المالية وآفاق تطبيقها في الجزائر

يومي: 28 - 29 أكتوبر 2014

عنوان المداخلة: أثر الأسواق المشتقة على استقرار النظام المالي

— أزمة الرهون العقارية الثانوية كنموذج—

محور المداخلة: المشتقات المالية ونماذجها في ضوء الهندسة المالية

معلومات الباحثين

أ. السلامي أسماء

باحثة، سنة ثانية ماجستير، تخصص، إدارة أعمال، علوم تجارية،

جامعة وهران. الجزائر

رقم المحمول: 0771-93-67-99

ب.الالكتروني: [asma.islami@yahoo.com](mailto:asma.islami@yahoo.com)

أ. عبدالجبار سهيلة

أستاذة مساعدة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم

التسيير جامعة بشار. الجزائر

رقم المحمول: 0772-28-16-47

ب.الالكتروني: [abdeldjebarsouhila@yahoo.fr](mailto:abdeldjebarsouhila@yahoo.fr)

ملخص:

ظهرت عقود المشتقات المالية لتمثل أحد المحاور الأساسية التي ارتكزت عليها الهندسة المالية، خصوصا فيما يتعلق ببدء المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسات بتسهيل عملية نقلها وتوزيعها مما يساعد على توفير عنصر السيولة. كما أن التعامل بالمشتقات يخلق نوعا من السلطة الاحتكارية فيما يتعلق بالمعلومات مما يخلق مشكلة عدم تناظر المعلومات والذي يؤثر على كفاءة السوق من خلال الاستجابة العكسية لأسعار الأصول على المعلومات الواردة في السوق مما يعطي صورة مخالفة للصورة الحقيقية للجهة المصدرة لهذه الأصول. ونتيجة للتوسع المالي في إصدارها بدأت بوادر الأزمة المالية تظهر والتي أدت إلى زعزعة الثقة في النظام المالي برمته وبالتالي التأثير على استقراره. وهذا ما سوف نحاول التعرض إليه من خلال هذه الورقة البحثية.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، الأسواق المشتقة، النظام المالي، الأزمة المالية العالمية

Résumé :

Les dérivés financiers sont apparus pour représenter l'un des principaux axes sur lesquelles l'ingénierie financière est basée , notamment en termes de protection contre les risques qui peuvent influencer et toucher les institutions pour faciliter le processus de transmission et de distribution, ce qui permet de fournir un élément de liquidité. Aussi, les opérations faites par les dérivés financiers créent une sorte de pouvoir monopoliste par rapport à l'information qui crée le problème d'asymétrie d'information, ce qui influe l'efficacité du marché en répondant à l'inverse aux prix des actifs sur les informations contenues dans le marché qui donne l'image contraire à la véritable image de l'émetteur de ces actifs. À la suite de l'expansion de la délivrance financière de ces dérivées, il y'avait des signes de commencement d'une crise financière qui a conduit à la déstabilisation de la confiance dans le système financier dans son ensemble et donc l'impact sur la stabilité. C'est ce que nous allons essayer de l'évoquer à travers ce papier de recherche.

Les mots clés : les dérivées financières, les marchés dérivés, le système financier, la crise financière mondiale

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية، فهي تتمتع بأهمية خاصة نظرا لما تزاوله من نشاط، وهي تعتبر انعكاسا للنظم والسياسات المالية والاقتصادية في أي دولة.

ونظرا لصعوبة اتخاذ قرار الاستثمار وتأثيره على الوضعية المستقبلية للمستثمر وعلى الاقتصاد كله، تم ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة يطلق عليها بمنتجات الهندسة المالية، حيث برز هذا المصطلح في منتصف عقد الثمانينيات كأحد الروافد المستحدثة للإدارة المالية، وذلك بغرض مواجهة الأنواع المختلفة من المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسات المصرفية والمالية أو المستثمر بصفة عامة، وقد بدأ مصطلح الهندسة المالية في الانتشار عندما شرع العديد من البنوك الكبرى في إنشاء إدارات متخصصة لإدارة المخاطر المختلفة، وذلك من خلال السعي إلى ابتكار أدوات تمويل وأنظمة وعمليات تساهم في الارتقاء بمستوى أداء المؤسسات وزيادة ربحيتها.

ومن هنا ظهرت عقود المشتقات المالية لتمثل أحد المحاور الأساسية التي ارتكزت عليها الهندسة المالية، خصوصا فيما يتعلق ببدء المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسات بتسهيل عملية نقلها وتوزيعها مما يساعد على توفير عنصر السيولة. وقد ارتبط ظهور الأدوات المشتقة بظهور العملة المالية وما صاحبها من تعاضم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، وقد لعبت هذه الأدوات دورا مهما في استقطاب العديد من المستثمرين وذلك لما توفره لهم من إمكانية تغيير مراكزهم المالية بسرعة في حالة حدوث تطورات أو توقعات جديدة. وبما أن هذه المشتقات مستقبلية فهي تعتمد على التنبؤات والاحتمالات وبذلك فإن النظام المالي لا يكون قويا إلا بقدر ممارسته في مجال التنظيم والإدارة والسلامة المالية لمؤسساته، وكفاءة البنية الأساسية لأسواقه، والتي تتوقف على درجة تناظر المعلومات الواردة إلى السوق من خلال تبادل كافة المعلومات بين أطراف السوق وكذلك بمدى درجة استجابة أسعار الأصول المالية المتداولة على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين، التي يكون من شأنها أن تغير نظرتهم وتصرفاتهم اتجاه المؤسسة المصدرة للأصل المالي خصوصا وأن المعلومات ترد إلى السوق مستقلة عن بعضها البعض وفي أي وقت مما يؤدي إلى حركة عشوائية للأسعار. وعلى ضوء هذا العرض يمكن طرح الإشكالية التالية:

**ما أهم آثار الأسواق المشتقة على استقرار النظام المالي؟**

وللإجابة على هذه الإشكالية ارتأينا طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالأسواق المشتقة؟
- ما هي الأدوات المتداولة في الأسواق المشتقة وكيف يتم استعمالها؟
- ماذا يقصد بالنظام المالي، وكيف استطاعت المشتقات المالية أن تؤثر على استقراره؟

## **I. ماهية الأسواق المشتقة.**

### **1.1. نشأة وتطور الأسواق المشتقة:**

تعود أصول أسواق العقود الآجلة إلى بداية القرن التاسع عشر، إذ جاء تنظيمها نتيجة للطلب والعرض على المحاصيل الزراعية وما يترتب على طبيعة هذه السلع من تقلبات حادة في الأسعار<sup>1</sup>. حيث كانت العقود الآجلة في بادئ الأمر تتم بشراء وبيع البضاعة في يوم ما وتسليم البضاعة فيما بعد فمثلا كان بعض المتعاملين يقومون بشراء محصول الحبوب من المزارعين قبل

النضح وذلك لتوقعهم بارتفاع أسعارها ما بين يوم الشراء ويوم التسليم وبيعه فيما بعد محققين من وراء ذلك أرباحا، ومتعاملين آخرين يقومون ببيع هذه الحبوب دون أن يمتلكوها توقعاً منهم بانخفاض سعر هذه الحبوب ما بين تاريخ الشراء وتاريخ التسليم.<sup>2</sup> استعملت العقود الآجلة سنة 1840 في أسواق الحبوب بشيكاغو (الحبوب، الصوجا...)، وفي نيويورك (السكر، البن، الكاكاو...) لتتطور هذه المعاملات وتشمل المعادن (النحاس، الرصاص، الزنك...) وللمعاملات الآجلة وظيفتين وظيفية تجارية تتمثل في التسليم الفعلي للسلعة، ووظيفة مالية تتمثل في الحماية ضد مخاطر تقلبات الأسعار عن طريق التحديد المسبق لقيمة المعاملة، ويلاحظ على العقود الآجلة أنها تفتقر إلى النمطية والى شروط محددة تكون انطلاقاً من اتفاق طرفي العقد أي أن هذه العقود كانت بمثابة اتفاق بين تاجرين لتبادل شيء معين بالتقاء طرفي العقد دون وجود أي قواعد أو نظم. ولتجنب التعرض لمخاطر الائتمان والمتمثلة في عجز أحد الأطراف على تنفيذ العقد قامت الأسواق المالية بخلق غرفة تقوم بدور الوساطة بين البائع والمشتري لتفادي التزام أحد الأطراف تدعى بيت التسوية.<sup>3</sup>

أنشأت أول بورصة للتعامل بالعقود المستقبلية في سنة 1972 وهي (International monetary market) وهي فرع لبورصة شيكاغو، وبعدها في لندن سوق LIFFE وكان هذا التحول من العقود الآجلة إلى العقود المستقبلية بفضل عاملين:

1- شمولية أدوات مالية مختلفة، وتداولها في أسواق منظمة، كما يتم تحديد كل من الكمية، النوع، السعر وتاريخ التسليم في كل عقد.

2- إنشاء ما يسمى غرفة المقاصة. هذا ما يسهل انتقالها من متعامل لآخر خاصة وأن أغلبية معاملات الشراء في الأسواق المستقبلية تتحول إلى معاملات يبيع قبل تاريخ التسليم.

أصبحت العقود المستقبلية نمطية وذات شروط موحدة متفق عليها بين جميع المتعاملين بالسوق. إن التغييرات الكبيرة في معدلات الفائدة وأسعار الصرف أثار اهتمام الكثير من البورصات العالمية لتصبح هذه العقود في 16 ماي 1972 تشمل العملات<sup>4</sup>، وقد سعت هذه العقود في البداية بالدولار الأمريكي، لتشمل بعدها عملات أخرى، أما معدلات الفائدة كانت محل العقود المستقبلية في نهاية سنة 1975 في بورصة شيكاغو ليفتح بذلك سوقين آخرين خاص بالعقود المستقبلية لسندات الخزينة الأمريكية والودائع<sup>5</sup>، ثم ظهرت بعدها عقود مستقبلية خاصة بالمؤشرات في بورصة CBOE.

ومن أجل تنويع وتوسيع مجموعة الأدوات المالية المتاحة للمتعاملين، قامت البورصات الأمريكية بخلق عقود الاختيار، ولكن بإصدار قانون من طرف الكونغرس الأمريكي تم منع تداول هذه العقود باعتبارها معقدة ومركبة وأن مجال استعمال العقود في القيم المنقولة مجال ضيق ومحدود. بعد المشاورات تم المصادقة على المشروع بشرط تداول هذه العقود في أسواق منظمة ما يضمن عملية مراقبتها ليتم بذلك إنشاء CBOT في 26 أبريل 1973، وتم فيها تداول أول معاملات على الخيار وفتحت أسواق عديدة في فرنسا 1987، أمستردام 1978. أما مجال العملات فأول الخيارات عليها كان ببورصة شيكاغو 1982، والخيارات الخاصة بالمؤشرات البورصية كانت في مارس 1983.

تعد المبادلات النوع الآخر من المشتقات المالية، يكون موضوع عقودها خاص بالعملات وأسعار الفائدة والمؤشرات ويعود أصلها لعملية المقايضة أي مبادلة سلعة بسلعة أخرى. بدأ انتشار هذه الأداة نهاية 1970 لغاية 1980 بهدف توفير عامل التغطية للمتعاملين ضد معدلات الفائدة وأسعار الصرف، ويكون العقد ما بين متعاملين، ليلتزم أحدهما بدفع معدل فائدة ثابت

والآخر معدل فائدة متغير أو أن يبادل عملة بعملة أخرى، لكن في سنة 1981 تم إبرام أول عقد مبادلة بين شركة IBM والبنك العالمي BIRD وعرفت نجاحا كبيرا وتطورا لتشمل مجالات مختلفة من الاستثمار.<sup>6</sup>

## 2.I. مفهوم الأسواق المشتقة :

تمثل الأسواق المشتقة تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأصول المالية، فهذه الأسواق تسمح بتغطية المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون والمتعاملون في الأسواق المالية. هي أسواق يتم فيها تداول أصول مالية يطلق عليها باسم المشتقات، ويتمثل مبدأ هذه الأسواق كون أنها تركز على التفاوت الزمني الموجود بين إبرام العقد وتنفيذه.<sup>7</sup>

تتمثل الأسواق المشتقة في كل أشكال السوق التي تتداول فيها عقود تقوم على المستقبل، وتشتق من أدوات مالية مسجلة في واقع الأمر للتداول في السوق الحاضرة.<sup>8</sup>

وعليه فالأسواق المشتقة هي أسواق آجلة منظمة أو غير منظمة يتم فيها تداول العقود المشتقة للأصول المالية أو المادية، وقد تكون هذه العقود إما بائنة (قطعية) أو شرطية. نظرا للتغيرات في الأسعار ولضمان التبادل في أحسن الأحوال وجدت الأسواق المشتقة لتوفر للمنتجين فرصة بيع محاصيلهم قبل نضجها وتأمين مبالغها بينما يتحمل المستثمرون خطر التقلب محققين من وراء ذلك أرباحا أو خسائر حسب اتجاهات الأسعار وعليه يمكن القول بأن الأسواق المشتقة وظيفتين في نفس الوقت، ووظيفة إدارة المخاطر المتعلقة بتقلبات الأسعار، ووظيفة تنظيم المعلومات الخاصة بالأسعار لتسهيل مهمة تنفيذ العقود.<sup>9</sup>

## 3.I. أنواع الأسواق المشتقة: تصنف الأسواق المشتقة إلى صنفين هما:

**1. الأسواق المنظمة:** وهي الأسواق التي تتضمن غرفة مقاصة تشرف على سير العمليات وتقوم بتنظيم التعامل داخل هذه الأسواق. فهذه الأسواق تحدد أسعار المنتجات سواء كانت سلعة أو قيم منقولة، وكذا المنتجات المعنوية مثل أسعار الفائدة والمؤشرات البورصية، فهذه الأسواق تعمل على:

- تنميط شروط التداول مثل تعريف المنتجات، وحدات القياس، الكمية (حجم العقد) بالنسبة لكل صنف، عملة التداول، التاريخ المستقبلي (شهر التسليم).

- مقابلة العروض والطلبات سواء عن طريق المناذاة، وذلك في مكان معين وتاريخ محدد، أو أوتوماتيكيا (آليا).

- وجود هيئة تشرف على تنظيم التعامل ومراقبة سير العمليات.

- وجود غرفة مقاصة تتوب عن الشاري أو البائع إذا ما تخلف أحدهما عن تنفيذ التزامه، فالمتعاملون يلجؤون إلى غرفة المقاصة نظرا لكونها تضمن السير الحسن للعملية، وفي المقابل فإن دخول غرفة المقاصة بين طرفي التعاقد يستوجب وجود نظام الهامش وكذا نداء الهامش.

**2. أسواق غير منظمة:** هي أسواق لا تتضمن غرفة مقاصة ولا نظام هامش لأن الباعين والمشتريين يتقابلون وجها لوجه،

ويتفاوضون على الأسعار وكيفية التسليم. وتتمثل خصائص الأسواق غير المنظمة فيما يلي:

- يتم فيها تداول عقود غير منمطة، أي عقود على حسب رغبات أطراف التعاقد.

- لا وجود لتسعيرة رسمية: حيث أن تحديد الأسعار يكون في بداية التعاقد، فأي تغيرات لاحقة على أسعار الوسيلة التحتية لا تؤثر على الأسعار المتفق عليها، فعلى المتعاقدين الانتظار حتى تاريخ التنفيذ لمعرفة نتائج اختيارهم.

- وجود مكافأة أو علاوة يطلبها المتعاملون في هذه الأسواق.

- لا وجود لساعات محددة لفتح أو إغلاق هذه الأسواق فهي أسواق مفتوحة لمدة 24 ساعة على 24 ساعة.

- لا وجود لإيداعات ولا نداءات هوامش.

- وجود مشكلة السيولة نظرا لكون أن تلك العقود شخصية.

- وجود خطر الائتمان (الطرف المقابل).

وفي الأخير يمكن القول أن الأسواق المشتقة هي أسواق آجلة منظمة أو غير منظمة والتي تتداول فيها العقود المشتقة للأصول المالية أو المادية.

#### **4.I المتدخلون في الأسواق المشتقة:**

يتمثل المتدخلون في الأسواق الآجلة في:

أ. **المتحوطون Hedgers**: وهم المستثمرون الذين يلجؤون إلى استعمال الأدوات المشتقة بهدف التغطية من المخاطر والتقليل منها لأنهم يمتلكون أصلا ما أو يتوقعون تملكه، وتكمن إستراتيجية المتحوظين المتخذين مركزا طويلا على أصل ما والمعرضون لمخاطر تغير قيمة ذلك الأصل في السعي لاتخاذ مركز قصير في سوق آجل وذلك بالتعاقد على بيع ذلك الأصل. فالمتحوظون هم المعرضون للمخاطر بسبب سلعة أو أصل مما يعني تعرضها لتغيرات سعرية، فهم يشترون أو يبيعون العقود الآجلة بهدف تجنب المخاطرة، ففئة المتحوظين تتعامل فعلا بالسلعة أو الأصل المالي الحرر في العقد. فاتخاذ مركز مضاد أو عكسي سيخفض أعباء التقلبات السعرية غير المتوقعة.<sup>10</sup>

ب. **المضاربون Speculators**: وهم المستثمرون الذين لديهم توقعات مستقبلية بشأن توجهات الأسعار (تقلبات الأسعار السوق الحالي والتي ستحدث في المستقبل).<sup>11</sup> يتعامل المضاربون بالأسواق الآجلة إما يبيعا أو شراء، ذلك في محاولة منهم تحقيق عوائد في مدة قصيرة، فهم مستعدون لتحمل المخاطر الخاصة المتعلقة بالتقلبات السعرية آملين في الحصول على عائد أكبر، فهم لا يتعاملون في السلع المادية أو الأصول المالية محل التعاقد، أي أنهم لا يتخذون مراكز مسبقة في السوق، لذلك لا يهم امتلاك تلك الأصول.

ت. **المراجحون Arbitrageurs**: وهم المستثمرون الذين يتخذون مركزا طويل الأجل على أحد العقود، وأخذ مركزا قصيرا على عقد آخر، وذلك بهدف التغطية لمراكزهم مما يؤدي إلى تقليل المخاطر التي يتعرضون لها. فمثلا إذا كان سعر العقد المستقبلي أعلى من المتوقع للأصل في السوق الحاضر يتوقع أن يقوم المستثمرون ببيع العقد ثم شرائه ثانية قبل تاريخ التسليم بغرض إقفال مراكزهم، وذلك بسعر أقل يتناسب مع السعر المتوقع للأصل في السوق الحاضرة، بما يتيح فرصة لتحقيق الأرباح والعكس لو أن سعر العقد المستقبلي كان أقل من السعر المتوقع في السوق الحاضرة.<sup>12</sup>

#### **II. الأدوات المشتقة**

تعتبر الأدوات المشتقة من الأدوات العصرية الحديثة نشأت على ضوء التطور العلمي والتكنولوجي وما أفرزته الحاجة للسيولة ورفع الكفاءة للتقليل من المخاطر الأمر الذي جعل تلك الأدوات وسيلة للتحوط من التقلبات لاسيما وأن الأدوات في حقيقتها لا تنشئ تدفقات نقدية الا بشكل بسيط.

#### **1.II مفهوم المشتقات المالية:**

- المشتقات المالية هي أدوات تشتق قيمتها من سعر أو معدل عقد مالي أو مؤشر ما ويمكن أن يكون هذا السعر سعر ورقة مالية محددة أو سعر صرف أجنبي، سعر سلعة أو معدل فائدة.<sup>13</sup>

-تعرف على أنها مجموعة الأدوات أو المتوجات المالية التي تقدم عن طريق عقد آجل سواء كان عقد شراء أو عقد بيع لكمية معينة من الأصول المالية في تاريخ محدد وبسعر محدد عند بداية الاتفاق.<sup>14</sup>

-المشتقات عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيمة الوسيلة التحتية<sup>\*</sup>،.تنوع الأصول ما بين أصول مالية وأصول مادية (أسهم، سندات، أسعار فائدة، مؤشرات، مواد أولية...)،وقد سميت هذه العقود بالمشتقات لأنها تستمد قيمتها أو تشتقها من قيمة مرجعية تكون في الحقيقة قيمة الأداة الاستثمارية (الأسهم، السندات...).

-يعرف صندوق النقد الدولي الأدوات المشتقة بأنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول،وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد أو التدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري.

يمكن أن نميز عدة أنواع من المشتقات المالية وهي العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات وعقود المبادلات. ومن مميزات المشتقات المالية مايلي:<sup>15</sup>

- هي عبارة عن عقود.
- تنفيذها يكون في تاريخ مستقبلي.
- لا تعتمد على استثمارات مبدئية.
- تعتمد قيمتها(المكاسب أو الخسائر) على قيمة الأصل موضوع التعاقد.

وباعتبار أن المشتقات هي عقود فهذه العقود تتضمن:

- تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل.
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
- تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد.
- تحديد الشيء محل العقد والذي يكون إما مالياً أو مادياً.

## II. 2. أنواع المشتقات المالية:

### (1) العقود الآجلة:

تعتبر العقود الآجلة من المشتقات البسيطة التي يتم من خلالها الاتفاق على بيع أو شراء أصل ما. وعادة ما تتم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأخرى غير مالية وغالبا ما تتم هذه العقود خارج البورصات. كما هو اتفاق تعاقدى ما بين البائع والمشتري على تبادل أصل معين في تاريخ مستقبلي وبسعر وكمية محددة عند إبرام العقد. ففي تاريخ الاستحقاق إذا كان سعر الأصل محل العقد أعلى من السعر المحدد في العقد فإن المشتري سيحقق بذلك ربحاً أما إذا كان العكس فسيحقق خسارة.<sup>16</sup> والعقود الآجلة هي عقود الأسواق غير الرسمية أي لا يجري التعامل في هذه العقود في السوق الرسمية.

### ❖ خصائص العقود الآجلة: تتميز العقود الآجلة بالمميزات التالية:<sup>17</sup>

- العقود الآجلة تكون معيارية أي ليس لها معيار محدد تحدد على أساسه، فلبائع والمشتري حق التفاوض على شروط العقد، كما لهم الحق في إضافة شروط جديدة يرونها مناسبة لأي سلعة وهذا دليل على مرونة التعامل بين طرفي العقد (عقود غير نمطية).

\*-أي الأصول موضوع تلك العقود.

- لا تتوفر درجة السيولة في العقود الآجلة، فإذا أراد البائع أو المشتري التخلي عن هذا الاتفاق فعليه أن يجد شخصا يحل محله ويقبل شراء العقد.

- إن المتعامل بالعقود الآجلة يتعرض لمشكلة تتعلق بالمخاطر الائتمانية أو مخاطر العجز والتي تنشأ عن عدم وفاء أحد الأطراف بالتزامه فقد يعجز البائع عن تسليم الأصل محل العقد كما قد يعجز المشتري عن تدبير المبلغ اللازم.

- يتحقق الربح أو الخسارة من العقد الآجل على أساس العلاقة بين السعر السوقي للأصل محل العقد وسعر التنفيذ المتفق عليه.  
- إن قيمة العقد الآجل تتحقق فقط في تاريخ انتهاء العقد، فلا تدفع أية مبالغ في بداية العقد كما لا تدفع أيضا قبل تاريخ انتهاء العقد.

(2) **العقود المستقبلية:** تعد العقود المستقبلية من بين أهم المشتقات المالية التي يعود ظهورها إلى تطور العقود الآجلة التي أصبحت نمطية وذات شروط موحدة متفق عليها بين جميع المتعاملين بالسوق. ومن بينها:

أ. العقود المستقبلية Futures Contrats: هي عقود قانونية (أو رسمية) يجري تداولها في أسواق منظمة لتؤكد تعهدا بالتسليم إلى المشتري أو بالاستلام من البائع وذلك لكمية ونوعية تم الاتفاق عليهما من أصل استثماري معين في وقت ومكان محددين في المستقبل. وتجري كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم.<sup>18</sup> إن للعقود المستقبلية خصائص تميزها عن العقود الآجلة التي تتمثل فيما يلي:

- يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق منظمة، فمن أكبر البورصات التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها هي بورصة شيكاغو التي تتضمن مجموعة عريضة من السلع والأصول المالية المكونة لعقود مختلفة.

وقد تمثل السلع كل من: اللحوم، الماشية الحية، السكر، الصوف، النحاس، الألمنيوم، الذهب، القصدير... الخ، أما الأصول المالية فقد تمثل: المؤشرات، العملات، الأسهم، أدوات الخزانة... الخ.

- إن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحددها البورصة، فقد لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض، وتقوم البورصة بتوفير آلية تعطي كل منهما ضمانا بأن العقد سينفذ وهذه الآلية تعرف ببيت التسوية.

- يتطلب التعامل في العقود المستقبلية إيداع مبلغ يعرف بالهامش المبدئي كضمان لتنفيذ العقد.

- إضافة إلى مخاطر الائتمان والعجز تحمل العقود المستقبلية مخاطر السيولة ولكنها بدرجة أقل لأنها تتداول في أسواق منظمة، كما تنخفض فيها مخاطر الائتمان ذلك أنه إذا ما تعذر على أحد الطرفين الوفاء بالتزاماته فان البورصة تتولى عملية الوفاء.<sup>19</sup>

- يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تختص جريدة

"وول ستريت" بذلك. وعليه يمكن وصف العقود المستقبلية بأنها "سلسلة العقود الآجلة كل يوم".

- بإمكان أحد أطراف العقد الخروج منه، أي أنه إذا رغب في تصفية مركزه في أي يوم يستطيع أن يدخل في مركز معاكس لمركزه الأصلي، فإذا دخل كشاري في العقد يستطيع أن يصفى مركزه كبائع في عقد مماثل والعكس صحيح.<sup>20</sup>

❖ **نماذج من العقود المستقبلية:** نتعرض إلى أنواع منها:

1. العقود المستقبلية على أسعار الفائدة: تعود فكرة العقود المستقبلية على أسعار الفائدة منذ أن بدأت أسعار الفائدة على

الأوراق المالية تتقلب. ولتوضيح فكرة هذه العقود سوف نفترض أن مستثمرا ما يتوقع ارتفاع معدلات الفائدة فانه سيقوم

ببيع عقد على سندات الخزانة فان تحققت توقعات المستثمر وارتفعت أسعار الفائدة فسيترتب عليه انخفاض في القيمة

القياسية للعقد ليجد المستثمر في ذلك فرصة لإقفال مركزه بشراء عقد مماثل للعقد الذي سبق بيعه محققا بذلك أرباحا. أما إذا انخفضت معدلات الفائدة فإن القيمة القياسية للعقد سترتفع وبالتالي يحقق المستثمر خسارة.<sup>21</sup>

2. العقود المستقبلية على العملات: يقصد بها تبادل عملة بعملة أجنبية كمبادلة الدولار مع الفرنك الفرنسي، ثم الفرنك الفرنسي مع الجنيه الإسترليني، قد تكون حصيلة الدولارات أكبر من عدد الدولارات التي بدأت بها سلسلة التبادل. عادة ما يتحدد سعر التبادل بالتفاوض بين العميل والبنك أو السمسار. يتم تداول العملات في أسواق مستقبلية وفق عقود نمطية ما عدى سعر التبادل الذي يخضع للتفاوض بين الطرفين، كما تجري تسوية سعرية يومية تسمح للمتعاملين بتغطية مركزهم من خلال الصفقات العكسية في الوقت الذي قد يتخلف أحد الطرفين على تسليم واستلام العملات المتعاقد عليها.

### (3) عقود الاختيار:

تعد عقود الاختيار من بين الأدوات المالية المشتقة التي تسمح للمستثمر بالتغطية أو الحد من المخاطر التي يتعرض لها وخاصة المخاطر المرتبطة بتغيرات أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يرغب في بيعها أو شرائها في المستقبل كما تسمح للمضاربين بتحقيق أرباح. ويعرف أيضا على أنه اتفاق بين طرفين والذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري كمية معينة من الأوراق المالية أو غيرها من السلع بسعر محدد سلفا في تاريخ معي (أو خلال فترة محددة) وله الحق كذلك في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء.<sup>22</sup> فعقود الاختيار هي عقود غير ملزمة لحاملها بينما هي ملزمة لمن يصدرها فهي تعطي لحاملها حق خيار الممارسة إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في أن ينفذ هذا العقد إذا كان في مصلحته، أو لا ينفذه إذا كان العكس.<sup>23</sup>

#### ❖ خصائص عقود الخيار: وتمثل فيما يلي:<sup>24</sup>

- إن عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها ونظير هذا الحق فإن الذي يشتري أو يبيع عقد الخيار يدفع نظير ممارسته لهذا الحق خلال مدة العقد ويسمى هذا الثمن بالعلو أو المكافأة أي ثمن الخيار.  
- أن ثمن الخيار يدفع للجهة التي حددت عقد الخيار والتزمت بتنفيذه عندما يرغب صاحب الحق في ممارسته لهذا الحق وبذلك يعتبر هذا الثمن مقابل المخاطرة التي يتحملها الطرف الآخر عندما يمارس الطرف الأول هذا الحق مهما كانت الظروف السائدة في السوق، وبالتالي يمكن أن تؤثر على سعر الأصل محل العقد.

يلاحظ أن ثمن الخيار قابل للزيادة أو الانخفاض والذي يتوقف على: مدة العقد؛ نوع الأصل؛ ظروف السوق المالية. حيث يزداد وينخفض خلال مدة العقد وتصبح قيمته تساوي صفر في نهاية العقد، ويدفع هذا الثمن عند الشراء أو البيع للعقد وليس له علاقة بثمان السلعة أو الأصل وبهذا نجد:

عند ممارسة الحق يتم دفع قيمة العقد بالكامل بصرف النظر عن ثمن الخيار.

في حالة عدم ممارسة الحق فإن صاحب الحق يخسر ثمن الخيار فقط.

- عقود الخيار محددة بفترة زمنية محددة عادة ثلاثة أشهر وفي حالة ثبات سعر الأصل فإن قيمة الخيار تتناقص بمرور الزمن فتصبح صفرا في نهاية مدة العقد.

- عقد الخيار قابل للتداول فيحقق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية للأصل محل العقد ويتوقف ثمن عقد الخيار على قيمة الأصل فتزداد القيمة بارتفاع قيمة الأصل وتنخفض القيمة بانخفاض قيمة الأصل (في حالة الشراء) والعكس في حالة البيع.

- تمتاز عقود الخيار بأنها معروفة الخسارة مسبقاً فأقصى ما يخسره صاحب العقد هو الثمن الذي دفعه لممارسة حق الخيار بالكامل فقط إذا لم ينفذ العقد.

- يسمح عقد الخيار لصاحبه بإمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلا قيمة حق الخيار لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل.

- يمكن أن يحقق صاحب عقد الخيار مكاسب في حالتيه: إذا ارتفعت قيمة عقد الخيار (ثمن حق الخيار في السوق) فإنه يمكن بيعه والفرق بين سعر الحصول عليه وسعر البيع يمثل مكسباً له، أو إذا ارتفع سعر الأصل بالمقارنة بسعر الممارسة أو التنفيذ وكان الفرق يفوق ثمن الخيار في العقد.

#### 4) عقود المبادلة :

تتضمن المنتجات المالية المشتقة أيضاً عقود المبادلة، إذ تعد هذه الأخيرة من الأدوات المالية الباتة المتداولة في الأسواق غير المنظمة. حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية. هو اتفاق يتم بين طرفين لتبادل تسديدات في مدة يتفق عليها مسبقاً ووفقاً لشروط تكون برضا الطرفين. كما يمكن تعريف عقود المبادلة على أنها تشبه العقود لاحقة التنفيذ ومعنى ذلك أن تسوية الأرباح والخسائر في عقود المبادلة لا يتم يومياً كما هو الحال في عقود المستقبل، بل يتم عند تنفيذ عملية المبادلة.

❖ **خصائص عقد المبادلة:** دفع المستثمرين وأصحاب المصالح المرتبطة إلى الاهتمام بعقود المبادلات لتميزها بالخصائص التالية:<sup>25</sup>

- مقايضة بين طرفين مع إمكانية دخول طرف ثالث عند وجود مخاطر ائتمانية غير متعادلة مثل مصرف ما مقابل رسم قليل بغرض إجراء الترتيب والمتابعة.

- مقاصة حيث قد تشمل العوائد الأطراف الثلاثة معاً.

### III. انعكاسات الأسواق المشتقة فيما يتعلق بمشكلة عدم تناظر المعلومات وكفاءة السوق

يجدر بنا قبل التطرق لمشكلة عدم التناظر وكفاءة السوق المرور بمفهوم النظام المالي كما هو موضح في الأتي. **III.1.**

#### مفهوم النظام المالي:

- النظام المالي شبكة من المؤسسات المالية (مصارف تجارية وجمعيات بناء)، وأسواق المال التي تتعامل بعدة أنواع من السندات المالية (ودائع مصرفية وسندات خزينة وأسهم)، والتي تسهل تحويل النقود واقتراض الأموال واقتراضها.

- يتكون النظام المالي من جميع المؤسسات والآليات التي تجعل التمويل يحدث فيها، فالمؤسسات المالية تشمل البنوك وصناديق الاستثمار، وشركات التأمين وشركات في السوق. أما الآليات فتشمل الوساطة.

#### 2. أهمية الاستقرار المالي:

يعتبر الاستقرار المالي ذو أهمية كبيرة على نطاق العالم بأسره، ولقد أدى التكامل المتزايد في الأسواق المالية عبر العالم والسهولة النسبية التي يستطيع بها رأس المال التحرك عبر الدول إلى زيادة درجة حساسية الأنظمة المالية إزاء الصدمات الاقتصادية.

ويقصد باستقرار النظام المالي في بلد ما هو غياب الأزمات المالية أو بالأحرى تقليص إمكانية ظهورها ، وتعتبر الثقة بكفاءة النظام المالي من الأمور الأساسية لاستمرار الاستقرار المالي ولتحقيقه لابد من توفر:

1. **الشفافية** : تعد الشفافية في النظام المالي أداة فاعلة في انضباط صانعي السياسات والمشاركين في السوق المالي. فبالنسبة لصانعي السياسة فإن الانضباط يستمد من رغبتهم الحقيقية في الحفاظ على سمعة الجهاز المالي. أما بالنسبة للمشاركين في السوق فإن الشفافية تضمن تحقيق الانضباط من خلال إزالة كافة التشوهات في الأسعار.
2. **المصداقية**: من المهم جداً الحفاظ على مصداقية النظام ككل، إذ يجب أن يتم طمأنة كافة الأطراف، في أي نظام مالي، بأن السلطات ستفعل كل ما في وسعها لإبقاء احتمال حدوث أي أزمة بعيد جداً، وأنها سوف تتصرف بكل كفاءة وفاعلية إذا ما وقعت أزمة مالية.
3. **الإشراف والرقابة**: تعتبر الرقابة أمراً ضرورياً وهاماً جداً في تعزيز قدرة السلطات على تجنب أي أزمة، فمراقبة أنشطة المؤسسات المالية وأنشطة كبار المشاركين بصورة منتظمة تمكن السلطات الرقابية من تحديد وتشخيص المشاكل في المؤسسات المالية التي تكون الأكثر عرضة للوقوع في مشاكل تنظيمية.<sup>26</sup>

### III.2. مشكلة عدم تناظر المعلومات:

أصبحت مشكلة عدم تناظر المعلومات محل اهتمام متزايد، خاصة بعد تطور اقتصاديات المعلومات واقتصاديات عدم التأكد منذ بداية الثمانينيات، حيث تعتبر البنوك أن النقص في إنتاج المعلومات وضعف الهيكلية المالية للمؤسسات عاملان أساسيان من شأنهما أن يخلا العلاقة بينهما.

#### 1. مفهوم مشكلة عدم تناظر المعلومات:

تنطلق نظرية التوازن العام من كون السلع كلها متجانسة، والأسعار تتحدد وفقاً للعرض والطلب. لكن هذا التحليل ليس صحيحاً في كل الأحوال، ففي بعض الأحيان تكون نوعية أو جودة سلعة ما غير معلومة لأحد الطرفين. وقد أسهم GEORGE AKERLOF من خلال مقاله توضيح تأثير النوعية أو الجودة على السعر من خلال المثال الشهير حول السيارات المستعملة (*le marché de LEMONS\**)، حيث يفترض وجود 100 بائع و100 مشتر في السوق لبيع السيارات المستعملة، كما أنه افترض وجود 50 سيارة جيدة و50 سيارة رديئة، ووحدهم البائعون هم من يعلمون نوعية سياراتهم. يطلب أصحاب السيارات الرديئة سعر يتراوح بين 1000 و1200 دولار، بينما يطلب أصحاب السيارات الجيدة سعر يتراوح بين 2000 و2400 دولار.

إذا أمكن التفرقة بين نوعية السيارات فإن الأمر لا يطرح مشكلة فيبيع كل من أصحاب النوعين سياراتهم بالسعر المحدد. لكن إن تعذرت التفرقة بين نوعية السيارات في هذه الحالة يقوم المشترون بتوقع قيمة كل سيارة ومادام احتمال كون السيارة الجيدة يساوي كونها رديئة، فإن المشتريين مستعدون لدفع الثمن:  $(1800 = 2400 \times 1/2 + 1200 \times 1/2)$ . وفقاً لهذا السعر فإن أصحاب السيارات سوف يتوقفون عن بيع السيارات ويقصون من السوق، ليحصل المشترون على سيارات رديئة وبأسعار أعلى من الأسعار الحقيقية.

إن التشوه الذي أدى إلى هذه الوضعية هو ما يمكن أن نطلق عليه مشكلة عدم تناظر المعلومات، وهي الحالة التي يمتلك فيها أحد الطرفين لكل المعلومات المتعلقة بالصفقة على حساب الطرف الآخر، وبدون تكلفة مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات اقتصادية

\* يستعمل مصطلح LEMONS في اللغة الانجليزية للإشارة إلى السيارات ذات النوعية الرديئة.

غير سليمة تبرز هذه المشكلة في ميدان اقتصاديات التأمين، الأسواق المالية (من خلال القيمة الاسمية والقيمة الحقيقية للأوراق المالية)، اقتصاديات البنوك (العلاقة ما بين المقرض والمقترض).

## 2. انعكاسات مشكلة عدم تناظر المعلومات:

ترتبط مشكلة عدم تناظر المعلومات ارتباطا وثيقا بمشكلة العقد والذي يعرفه BROUSSEAU على أنه: "اتفاق بين متعاملين اقتصاديين أو أكثر، يلزم امتلاك أو ترك فعل أو عدم فعل أمور يتفق عليها المتعاقدين". إلا أن التجسيد العملي للعقد على خلاف النص النظري يطرح عدة صعوبات عند دخوله حيز التنفيذ، ذلك أن نظرية التعاقد تركز على اقتسام طرفي الصفقة لنفس المعلومات، أي أن الحصول على المعلومة يكون متاحا للطرفين وبدون فارق، سواء في الزمن أو في التكلفة وهو ما لا يتحقق في أغلب الأحيان، بحيث ينفرد أحد المتعاقدين بمعلومات لا تتوفر لدى الطرف الآخر. يرجع العديد من المفكرين الاقتصاديين

المعلومات بين المتعاقدين التي تعتبر مصدر لظاهري الاختيار العكسي ومشكلة سوء النية. إلى وجود مشكلة عدم تقابل Arrow Debreu, Modigliani et Miller, Diamond, Williamson

المعلومات بين المتعاقدين التي تعتبر مصدر لظاهري الاختيار العكسي ومشكلة سوء النية.

### ❖ مشكلة الاختيار العكسي:

تبعاً لاستنتاج Akerlof حول سوق السيارات المستعملة فإن السلع الرديئة تلغي (تطرد) السلع الجيدة بسبب التكلفة المرتفعة التي يسببها امتلاك المعلومة، فإذا ما قمنا بإسقاط المثال على واقع التمويل البنكي للمؤسسات ومختلف القطاعات، فإن هذه الظاهرة تنشأ نتيجة لعرض البنك لنفس معدل الفائدة على مشاريع ذات درجات مخاطرة متفاوتة.

من المعلوم أن المؤسسات والقطاعات التي تكون في وضعية صعبة تكون أكثر استعداداً لقبول القروض مهما ارتفع معدل الفائدة، بعكس المؤسسات التي تكون أوضاعها جيدة فتكون استجابتها لقبول القروض عكسية مع معدل الفائدة، وهذا ما يؤدي إلى النتيجة التالية: "بسبب مشكلة عدم تناظر المعلومات فإن المؤسسات والقطاعات الأكثر إصراراً في الحصول على القروض هي الأكثر احتمالاً في إحداث نتائج غير مرضية للمقرضين بسبب ارتفاع درجة المخاطرة فيها، وفي نفس الوقت هي الأكثر احتمالاً للحصول على القروض".

### ❖ مشكلة سوء النية:

بخلاف مشكلة الاختيار العكسي التي يمكن أن تقع قبل القيام بالصفقة، فإن مشكلة سوء النية لا تظهر إلا بعد التعاقد، بحيث يستعمل المقرض التمويل المحصل عليه في أنشطة ذات مخاطرة كبيرة مما يزيد من احتمال عدم الوفاء بالديون المترتبة عليه. يبقى السبب وراء تعرض المقرض أو المستثمر لمخاطر سوء النية هو عدم قدرته على المتابعة الدائمة لأنشطة المقرض أو الجهة المصدرة للورقة المالية. وعليه يمكن تلخيص مشكلة سوء النية في كونها مشكلة تتعلق بسلوك المقرض الذي لا يمكن للمقرض أن يتنبأ به.<sup>27</sup>

## III.3. الحركة العشوائية للأسعار وفعالية السوق:

يرجع اكتشاف الحركة العشوائية للأسعار في سنة 1900 إلى الباحث الفرنسي Louis Bachelier حيث خلصت متابعته للتغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع على أنها تفتقد وجود أي ترابط بينها، مما يؤكد عدم وجود نمط محدد لحركة الأسعار.

كما أضاف الباحث أن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع ، تعد تقديرا غير متحيز للسعر الذي سوف يسود في السوق الحاضر في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، وهذا ما يعني حسب مفهوم السوق الفعال أن الأسعار الحالية تعكس الظروف التي يتوقع أن تسود في التاريخ المحدد للتنفيذ، والتي على ضوءها تتحدد الأسعار في ذلك التاريخ.

وقد خلصت النتائج التي توصل إليها Bachelier أن التعاقد على صفقة بسعر معين في سوق العقود المستقبلية، فإن التقدير غير المتحيز للسعر الذي ستكون عليه السلعة محل الصفقة في تاريخ تنفيذ العقد، هو ذلك السعر الذي سبق أن أبرمت به الصفقة وبما أن الأساس الذي تقوم عليه فعالية السوق هو أن المستثمرين يهدفون غالى تعظيم أرباحهم، عن طريق تحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، وذلك لأجل أن تكون الأسعار في النهاية تعكس كل المعلومات المتوفرة، وبما أن المعلومات قد تكون سارة أو غير سارة، وترد في أي وقت وفي نمط غير منظم، فانه لا يمكن لأحد أن يتوقع اتجاه حركة الأسعار في السوق.<sup>28</sup>

لقد أجمعت الدراسات التي قام بها كل من Kosekela (1976)، و Sharp (1990)، و Christian Picory (1995)، و Philip Gillet (1999) على أن التعامل في المشتقات المالية ضمن الأسواق المالية يطرح عدة مشاكل على مستوى إرسال وتلقي المعلومات فيما يتصل بالوقت والتكلفة مما ينعكس آليا على فعالية السوق، فكما عرفنا أن استقرار السوق المالي:

- يقتضي توفر المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين وتحليلها والاستفادة منها في الوقت الحقيقي، غير أن هذه الدراسات أثبتت أنه في كل من الأسواق المالية والأسواق المشتقة تنفرد الجهات المصدرة للأوراق المالية أو المشتقات المالية بنوع من السلطة الاحتكارية فيما يتعلق بالمعلومات مما ينجر عنه عدم كفاءة التعاملات في النهاية.

- يقتضي حيافة كل المتعاملين الاقتصاديين للمعلومات المفيدة من دون أن تكلفهم هذه الحيافة، لكن الواقع يثبت أن جزءا هاما الفروقات في معدلات الفائدة المطبقة في الأسواق يفسر بتكاليف الحصول على المعلومات.<sup>29</sup>

لقد اكتشف النظام المالي المشتقات المالية بهدف زيادة حجم الإقراض. كما حددت اتفاقية بازل للرقابة على البنوك حدود التوسع في الإقراض للبنوك بالألا تتجاوز نسبة من رأس مالها ، فالبنك لا يستطيع أن يقرض أكثر من نسبة محددة لما يملكه من رأس مال واحتياطي. ورغم أن البنوك المركزية تراقب البنوك التجارية في ضرورة احترام هذه النسب، فان ما يعرف باسم البنوك الاستثمار في الولايات المتحدة لا يخضع لرقابة البنك المركزي، ومن هنا توسعت بعض هذه البنوك في الإقراض ضعف حجم رؤوس أموالها لتحقيق مزيد من الأرباح في الأجل القصير وبذلك تعريض النظام المالي للمخاطرة في الأجل الطويل وهو ما جسده أزمة 2008.

#### IV. المشتقات المالية وعلاقتها بالأزمة المالية العالمية (سنة 2008)

##### 1.IV. مفهوم الأزمة المالية:

- هي التدايعات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت على السطح في عام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك، فأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي، ووصلت تبعاتها إلى اقتصاديات أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من كبريات البنوك والمؤسسات المالية العالمية.<sup>30</sup>

-هي أزمة سوء إدارة مالية ناجمة من النزعة إلى توسيع رقعة الأسواق المالية. إذ لم يكن التوسع ضمن الضوابط المنطقية مع الأخذ بنظر الاعتبار الآثار المترتبة على انعكاسات قانون تناقص الغلة. الذي حصل هو التغافل والسعي وراء الأهداف قصيرة الأمد والتمادي في تقديم القروض حتى للفئات ذات الخطورة في استرجاع قيمة القرض.<sup>31</sup>

#### IV. 2. سوق الرهن العقاري وتطوره:

هي قروض تمكن المقترض سواء أكان فرداً أو مؤسسة من أن يقترض نقوداً ليشتري منزلاً أو أي عقار آخر، وتكون ملكيته لهذا العقار ضماناً للقرض، أي أنه عندما يعجز عن سداد القرض فإن من حق صاحب القرض اتخاذ الإجراءات الكفيلة لامتلاك هذا العقار، وبصورة أخرى فإن العقار يبقى مرهوناً حتى يتم سداد القرض، ولذلك يسمى المقرض المرتهن ويسمى المقترض الراهن.

#### أ. نشأة وتطور سوق الرهن العقاري:

كانت سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية قبل سنة 1938م تتألف من مؤسسات إيداع منظمة، مثل المصارف، ومؤسسات الادخار والقروض، حيث كانت تستخدم ودائعها في تمويل قروض شراء المنازل، وكانت هيئات الإقراض تنشئ القروض وتحتفظ بها ضمن محافظها، فهي بذلك تتحمل المخاطر الائتمانية ومخاطر تقلبات أسعار الفائدة في السوق. ولتوفير مزيد من السيولة لهذه الأسواق، قامت الحكومة في إطار سياسات البرنامج الجديد للرئيس روزفلت بإنشاء الهيئة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري المعروف باسم فاني ماي سنة 1938م وكانت ملكاً للدولة، وتمثل مهمتها في خلق سوق ثانوية للرهن العقاري، فكانت تشتري رهونات العقارية من منشئها وتحتفظ بها في محفظة وكانت بذلك تستحوذ على مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة، باعتبارها كانت تتمتع بوضع أفضل يسمح لها بالتعامل مع مختلف المخاطر، حيث كانت تستطيع الاقتراض على أجال طويلة، كما أنها كانت تمتلك قدرة السداد لاحتفاظها بمحفظة رهون عقارية متنوعة على المستوى الوطني، وقد أثبت "فاني ماي" نجاحها.

- ففي سنة 1968م تم إعادة تنظيم سوق الرهن العقاري من قبل إدارة الرئيس جونسون، لتنتج عنه الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري "جيني ماي"، وقد قامت بخصخصة ما تبقى من أنشطتها.
- وفي 1970 قامت "جيني ماي" بتطوير السندات المالية المضمونة برهون عقارية، والتي نقلت مخاطر السوق إلى المستثمرين، كما تم إنشاء الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري "فريدي ماك" لغرض توريق\* الرهون التقليدية، وتوفير المنافسة لهيئة "فاني ماي". لقد أدت عملية التوريق إلى توزيع مخاطر السوق كما وفرت لمؤسسات الإيداع فئة أكثر سيولة. وقد حققت "فريدي ماك" و"فاني ماي" نجاحاً هائلاً إلا أنها اتهمت بأخطاء جسيمة في التقييد بالقواعد المحاسبية للمشتقات.
- في سنة 2003م كانت المؤسسات التي ترعاها الحكومة تمثل 76% من الإصدارات المضمونة برهون عقارية والمرهونة بأصول، أما إصدارات الفئة الخاصة من شركات وول ستريت كانت تمثل 24%.
- في سنة 2006 انخفضت إصدارات المؤسسات التي ترعاها الحكومة إلى 43% بينما ارتفعت إصدارات الفئة الخاصة إلى 57%، ومن بين المصدرين للفئة الخاصة شركات منها: "ويلز فارغو"، "ليمان براذرز"، "جي بي مورجان"، "جولدمان ساكس" و"بنك أوف أمريكا".<sup>32</sup>

\*التوريق: هو تجميع الرهون العقارية من طرف شركة، حيث تقوم الشركة بإصدار أسهما تمثل حقوقاً على الرهونات العقارية. ويسمح التوريق للمؤسسات المنشئة للأوراق المالية الحصول على إيراد من الأتعاب على أنشطتها لضمان التغطية.

## ب. الخصائص الرئيسية لأسواق الرهن العقاري:

نشير فيما يلي إلى بعض الخصائص الرئيسية لأسواق الرهن العقاري:

- نسبة القرض إلى القيمة (أي نسبة القرض العقاري إلى قيمة المساكن) ومدة القرض المعتادة: فارتفاع نسبة القرض إلى القيمة يفسح المجال أمام المقترضين لاقتراض المزيد بينما تسمح فترات السداد الأطول بالمحافظة على نسبة خدمة الدين (المقصود بخدمة الدين سداد القسط مضافاً إليه الفائدة المستحقة) إلى الدخل في حدود يمكن استيعابها.
- إمكانية تكرار الاقتراض بضمان قيمة المسكن والسداد المبكر للقرض بدون رسوم: إن إمكانية الاقتراض بضمان القيمة المتراكمة للمساكن تسمح للمستهلكين بالاستفادة مباشرة من ثرواتهم السكنية والحصول على المزيد من القروض عند ارتفاع أسعار المساكن، وتتسبب رسوم السداد المبكر في تقييد قدرة المستهلكين على إعادة تمويل قروضهم العقارية في حالة انخفاض أسعار.
- إنشاء أسواق ثانوية للقروض العقارية: فكلما ازداد تطور أسواق القروض العقارية الثانوية سيجد المقرضون سهولة أكبر في الحصول على التمويل عبر أسواق رأس المال وتقديم القروض للمستهلكين، إذا ما تساوت الشروط الأخرى.

## IV. 3. كيف حدثت الأزمة المالية العالمية:

تعتبر هذه الأزمة الأخطر كونها انطلقت من اقتصاد الولايات المتحدة الذي يشكل قاطرة النمو في الاقتصاد العالمي، حيث يبلغ اقتصادها 14 تريليون دولار.

ولدت الأزمة المالية نتيجة ما أطلق عليه أزمة الرهون العقارية الأقل جودة، فالعقارات في أمريكا هي أكبر مصدر للإقراض و الاقتراض، فحلم الملايين من المواطنين الأمريكيين امتلاك بيت.

1- يشتري المواطن بيته بالدين مقابل رهن هذا العقار، فيزيد الطلب على العقارات وترتفع قيمة العقار، فيحاول صاحبه الحصول على قرض جديد نتيجة ارتفاع سعره، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا جاءت التسمية بأنها رهون أقل جودة لأنها من الدرجة الثانية، وبالتالي هي معرضة للمخاطر إذا انخفضت قيمة العقار.

2- قامت مؤسسات مالية وبنوك بإقراض أموال عقارية لأسر غير قادرة على التسديد دون ضمانات كافية، بمعدل فائدة معوم\*، وقد شجعت هذه العملية من قبل الحكومة الأمريكية بمقتضى قانون 1977 الذي ينص على إمكانية حصول المؤسسات المالية على ضمانات لودائعها المالية من الدولة (الهيئة الفدرالية للتأمين على الودائع) إذا التزمت بالإقراض إلى أسر أمريكية ذوي الدخل المتواضع.

3- طلب من الأسر الأمريكية تسديد فوائد القرض خلال سنتين مع الإعفاء الضريبي، أما في السنة الثالثة فتسلم الفوائد وأصل الدين. علماً أن الأسر المقترضة استفادت مقابل نسب فوائد عالية من قروض تصل إلى 110% من قيمة العقار.

4- خلال الفترة الممتدة من 2006 إلى 2007 بدأت أسعار الفائدة\* في الارتفاع مما أدى إلى ارتفاع أعباء القروض العقارية وبالتالي تزايد التزامات محدودي الدخل، فامتنع الكثيرون عن السداد بعدما أرهقتهم الأقساط المتزايدة وبدأت أسعار العقارات في الانخفاض فأصبحت البنوك تعاني من مشكلة السيولة.

\* معدل فائدة متغير، حيث وصل إلى 1% مما شجع الأمريكيين على الاقتراض.

\* سعر الفائدة : هو السعر الذي يدفعه البنك المركزي على إيداعات البنوك لمدة ليلة واحدة أو أكثر، ويمثل هذا السعر مؤشر لأسعار الفائدة لدى البنوك التجارية على أن لا تقل عن سعر البنك المركزي، كما أنه يساعد البنك المركزي في التحكم في العرض النقدي.

5- في ظل هذه الظروف قام البنك الفيدرالي الأمريكي بخفض أسعار الفائدة ففي يناير 2008 خفض معدل فائدته الرئيسية إلى 5, 3% ثم خفضت بعدها إلى 2%.

6- لأجل توفير السيولة، قامت البنوك وشركات العقار ببيع ديون المواطنين في شكل سندات لمستثمرين عالميين بضمان العقارات، بعدما تجمع لدى البنك محفظة كبيرة من رهونات العقارية. حيث لجأ البنك إلى استخدام هذه المحفظة لإصدار أوراق مالية جديدة يفترض بها من المؤسسات المالية، بضمان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه بالتوريق Securitization، فالبنك هنا لم يكتف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات، بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية. بعد تفاقم المشكلة لجأ المستثمرون لشركات التأمين التي وجدت من الأزمة فرصة للربح بضمان العقارات فيما لو امتنع محدودو الدخل عن السداد فقامت بتصنيف سندات الديون إلى فئتين: (أ) قابلة للسداد، (ب) لا يمكنها السداد، وبدأت شركات التأمين تأخذ أقساط التأمين على السندات من طرف هؤلاء المستثمرين.

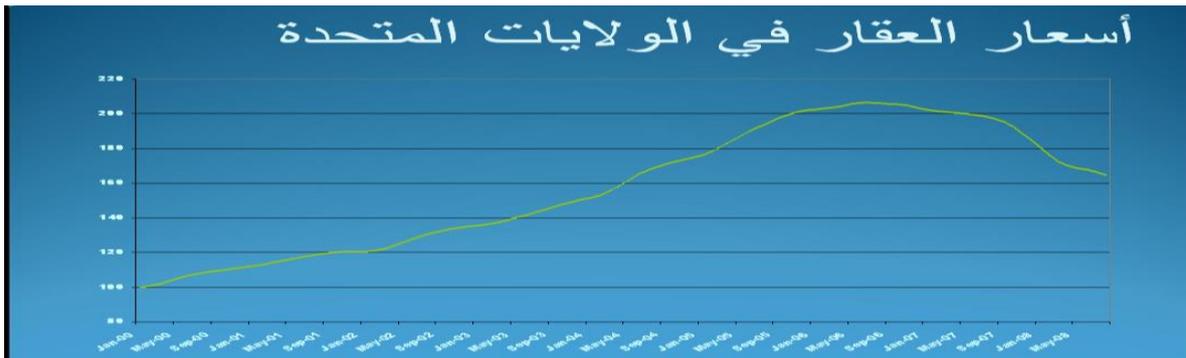
7- كان العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، لكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة للإقراض من جديد من طرف المؤسسات المالية عبر البورصة خاصة صناديق الاستثمار. ثم تستمر العملية في موجة بعد موجة وهذه هي المشتقات المالية وبالتالي يولد العقار طبقات متتابعة من الإقراض ليصبح تركيز الإقراض في قطاع واحد "العقارات"، وتعتبر المشتقات ممن زاد تفاقم المخاطر بزيادة أحجام الإقراض.

8- بتفاقم الأزمة وتوقف محدودي الدخل عن السداد، اضطرت الشركات والبنوك ببيع العقارات محل النزاع والتي رفض ساكنوها الخروج منها، انخفض سعر العقار وفقا لقانون العرض والطلب فعجزت قيمة العقارات عن تغطية التزامات كل من البنوك وشركات العقار والتأمين ومع عجز البنوك على استرجاع أموالها وعلى بيع الأملاك العقارية أصبحت البنوك تعاني نقص في السيولة المالية وعدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها لتصبح مهددة بالإفلاس. فقدت السندات قيمتها وبدأت صناديق الاستثمار تتخلص منها بأي طريقة لانعدام المشتري.

طالب المستثمرون بحقوقهم عند شركات التأمين، فأعلنت أكبر شركة تأمين في العالم (AIG) عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه 64 مليون عميل مما دفع بالحكومة الأمريكية إلى منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79,9% من رأس مالها، ولحق بها الكثير من المؤسسات المالية مثل: "مورجان ستانلي" و"جولدمان ساكس"، وفي سبتمبر 2008 أعلن بنك "الأخوة ليمان" (Lehman Brothers) إفلاسه.

9- بعد اتساع رقعة البنوك التي تعاني نقص في السيولة اتجهت للاقتراض من بنوك عبر السوق النقدي إلا أن هذه الأخيرة رفضت مما ساهم في بروز الأزمة في النشاط المالي.

الشكل(1): تطور أسعار العقار في الولايات المتحدة الأمريكية



#### IV. 4. أسباب الأزمة المالية العالمية:

إن الأزمة المالية المعاصرة هي أزمة مالية بالدرجة الأولى نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل إلى حد كبير عما يحدث في الاقتصاد العيني، ويمكن تحديد تلك الأسباب كما يلي:

##### 1. أسباب مباشرة<sup>33</sup>:

1- أن الأزمة المالية بدأت نتيجة توفر ما يعرف بالأموال الرخيصة (انخفاض سعر الفائدة حتى وصل إلى 1% في عام 2003م مما رفع الطلب على القروض وخاصة القروض العقارية، ومع سهولة وتيسير هذه القروض تزايد الطلب عليها مما أدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة. هذه الفقاعة\* في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، مما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع .

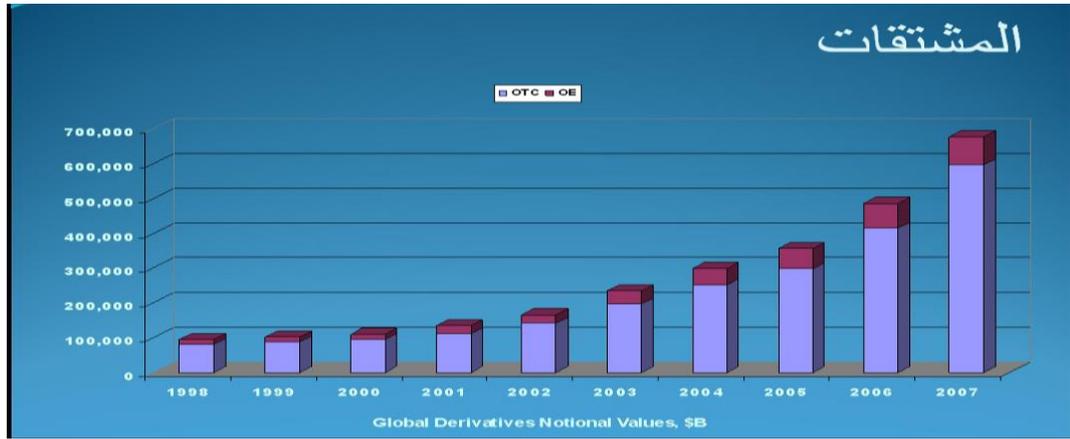
2- الرهون العقارية الأقل جودة subprime ، وهذا يأتي من أن المواطن الأمريكي يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار، حينما يرتفع ثمن العقار المرهون يحاول صاحب العقار، ونتيجة لسهولة الحصول على قرض، الحصول على قرض جديد، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا تسمى الرهون الأقل جودة، لأنها رهونات من الدرجة الثانية، أي أنها أكثر خطورة في حال انخفاض ثمن العقار، وتوسعت البنوك في هذا النوع من القروض الأقل جودة مما رفع درجة المخاطرة في تحصيل تلك القروض .

3- الزيادة الهائلة في توريق الديون العقارية Securitization ، وهو ما قام به المهندسون الماليون في الولايات المتحدة حيث تم اختراع جديد اسمه المشتقات المالية وهو اختراع يمكن من خلاله توليد موجات متتالية من الأصول بناء على أصل واحد، وأنه يمكن تحويل تلك القروض إلى أوراق مالية معقدة (توريق الديون) يمكن عن طريقها توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد .

4- البنوك لم تكتف بالتوسع في القروض الأقل جودة بل استخدمت (المشتقات المالية) لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي للتوسع في الإقراض، وذلك عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه (المحفظة من الرهونات العقارية) لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه التوريق.

#### الشكل(2): تطور المشتقات المالية

\* الفقاعة هي بيع وشراء الأصول بحثاً عن الربح الرأسمالي، فهي تنشأ عندما تصب أموال على أصول أكثر مما تبرزه عواندها كما يحدث في عملية المضاربة.



المصدر: سامي بن إبراهيم السويلم، مرجع سبق ذكره

### الشكل (3): تطور سوق المشتقات



المصدر: سامي بن إبراهيم السويلم، مرجع سبق ذكره

5- نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة، حيث لا تخضع البنوك الاستثمارية للمنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية.

6- ترابط الاقتصاديات: فقد كانت دورات الزيادة والهبوط في أسعار العقار مقصورة في السابق على الدول التي تمر بها من قبل، لكن الفقاعة الأخيرة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار من دول أخرى على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، ما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع .

وذلك ما جعل اختيار القطاع العقاري الأمريكي وأزمة القروض العقارية السيئة تنتشر حول العالم وتؤدي إلى انكماش ائتماني وصعوبة في الإقراض وركود في الاقتصاد تطلب تدخل البنوك المركزية، بضخ المليارات من السيولة النقدية في القطاع المصرفي، وذلك لشراء أصول فاسدة من البنوك.

وحيث إنه تم توزيع الاقتراض الأمريكي على العالم عبر محافظ سندات الديون لدى البنوك الكبرى ومؤسسات التمويل.

7- أزمة الثقة: لقد تكاثفت الأسباب السابقة على تهديد أحد أهم عناصر هذا القطاع وهو الثقة، فبالرغم من أن العناصر السابقة كافية لإحداث الأزمة، فإن الأمر يصبح خطيرا إذا فُقدت الثقة أو ضعفت في النظام المالي والذي يقوم على ثقة الأفراد ، ويزداد تعقيدا نتيجة للتداخل بين المؤسسات المالية في مختلف الدول.

الخاتمة:

كحوصلة لهذا العمل يمكن القول أن الأدوات المشتقة من الأدوات الاستثمارية الحديثة نشأت على ضوء التطور العلمي والتكنولوجي وما أفرزته الحاجة للسيولة ورفع الكفاءة للتقليل من المخاطر، الأمر الذي جعل تلك الأدوات وسيلة للتحوط من

التقلبات لاسيما وأن هذه الأدوات في حقيقتها لا تنشئ تدفقات إلا بشكل بسيط ولذلك يعتبرها البعض عقود تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية للأوراق المالية.

لقد اكتسبت المشتقات المالية في السنوات الأخيرة مكانة كبيرة في عالم الاستثمار حيث أصبحت جزءا أساسيا من تركيبة الاقتصاد، ومن الأمثلة على هذه المشتقات: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات وعقود المبادلات، والتي هي بمثابة اتفاق بين طرفين البائع والمشتري لتبادل سلعة معينة أو أصل مالي ما بسعر وتاريخ محددان عند إبرام العقد أما الاستلام والتسليم الفعلي للسلعة فيكون مستقبلا.

وقد تم تطوير الأسواق المشتقة تماشيا مع احتياجات كافة المتعاملين لتوفير عدد كبير من الأدوات المالية للحماية ضد المخاطر سواء على المدى القصير أو المدى الطويل، فلا يكون أساس التعامل في هذه الأسواق فقط للتغطية ضد مخاطر تقلبات الأسعار وإنما للمضاربة أيضا، وقد تصاحب عمليات المضاربة عمليات التحوط أيضا فالمستثمر يقوم بتحديد التوقعات المحتملة لتغير الأسعار وعلى أساسها يتخذ المركز المناسب في السوق الآجل، فهو يستفيد بذلك من الرفع المالي والذي يتحقق باستخدام ما يعرف بأسلوب الهامش.

وبما أن الأسعار تعرف تقلبات بكل حرية، فلا توجد لهذه التغيرات أية حواجز تنظيمية أو اقتصادية ولهذا فالمؤسسة التي تريد التغطية ضد تقلبات الأسعار تتخذ مركزا معاكسا للمركز الذي اتخذته في السوق الحاضر. وعليه يمكن القول أن الأسواق المالية المشتقة قد عرفت تطورا ملحوظا، خاصة وأنها توفر عنصر السيولة والذي يعتبر أهم عنصر في الأسواق المالية بصفة عامة. فالسيولة في الأسواق المشتقة تعادل إمكانية وجود متعامل والذي يمثل الطرف الآخر، ليس هذا فقط وإنما أيضا قبول هذا الطرف احتلاله هذا المركز.

وكما أن للمشتقات المالية مزاياها، فإن لها عيوبها ومخاطرها، فهي أدوات ترتفع فيها مخاطر الاستثمار عن حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل، كما أن هذه المشتقات تعتمد اعتمادا أساسيا على معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الاحتمالات، ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات، كما أثبتت الدراسات التي قام بها مجموعة من العلماء الاقتصاديين أن التعامل بالمشتقات يخلق نوعا من السلطة الاحتكارية فيما يتعلق بالمعلومات مما يخلق مشكلة عدم تناظر المعلومات والذي يؤثر على كفاءة السوق من خلال الاستجابة العكسية لأسعار الأصول على المعلومات الواردة في السوق مما يعطي سورة مخالفة للصورة الحقيقية للجهة المصدرة لهذه الأصول. ونتيجة للتوسع المالي في إصدارها بدأت بؤادر الأزمة المالية تظهر والتي أدت إلى زعزعة الثقة في النظام المالي برمته وبالتالي التأثير على استقراره.

ومن خلال دراستنا للموضوع نتلخص أهم النتائج المتوصل إليها فيما يلي:

- إن المشتقات المالية التي كانت من أبرز الأدوات التي تمحى عنها الفكر المالي، ووصفت بأنها علمية لم تكن أكثر من أدوات القمار.
- تم التوصل إلى أن المشتقات المالية تم تصميمها بغرض المضاربة أو المتاجرة في مخاطر السوق.
- أدى استعمال الأدوات المشتقة بشكل مفرط إلى قطع الصلة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني.
- نقص الشفافية أي أن المقترضين لا يملكون المعلومات الضرورية لفرض الانضباط على مالكي المصارف.
- يتم تداول القروض العقارية في الأسواق دون رقابة ودون ضوابط... صحيح أن تدير رؤوس الأموال يؤدي إلى خلق فرص تمويلية جديدة لكنه أيضا مخاطره كبيرة خاصة وأن جانبا كبيرا من هذه القروض العقارية أصبحت بلا ضمان.

- تدعم الأزمة الحالية الفلسفة الاقتصادية التي تدعو إلى تدخل أكبر للدولة في عمل الأسواق المالية والنشاط الاقتصادي بشكل عام.
- أبرزت الأزمة أن الرأسمالية الحالية:
- فوضوية: هيمنة قانون الربح والمصلحة الخاصة للرأسماليين.
- غير فعالة: نتيجة انتقال الأزمة إلى الاقتصاد والذي أدى إلى انخفاض الأجور وارتفاع البطالة.
- يمكن القول أن أهم الآثار السلبية للعملة المالية ولتبني سياسات التحرير المالي، تلك الأزمات القوية التي يتعرض لها الجهاز المصرفي.

إن النظام المالي لا يكون قويا إلا بقدر ممارسته في مجال التنظيم والإدارة والسلامة المالية لمؤسساته، وكفاءة البنية الأساسية لأسواقه، كما أن إرساء دعائم حسن التنظيم وتطبيقها هو مسؤولية يشترك فيها المشرفون على السوق والمشاركون فيه على حد سواء، ولهذا ارتأينا تقديم بعض التوصيات كالأتي:

- يجب على المشاركين في السوق أن يرسلوا معلومات صحيحة حتى يكتسبوا الثقة المتبادلة بين المتعاملين في الأسواق.
- وقد بينت دراسات حديثة أن اتجاهات معينة في الاقتصاد الكلي قد سبقت في كثير من الأحيان نشوب أزمات مالية للبنوك و المؤسسات المالية، لذلك فإن تقييم السلامة المالية يجب أن يشمل الصورة العريضة خاصة تعرض اقتصاد ما لمخاطر انعكاسات تدفق رأس المال نحو الخارج وبأزمات العملة.
- عدم التوسع في التعامل بالمشتقات، والتخصص في العمل المصرفي الأدوات الأكثر فعالية لتجنب الأزمات أو الوقاية منها.
- وكذلك منع المضاربات قصيرة الأجل من البيع على المكشوف والشراء بالهامش وعدم التعامل بالمشتقات والمستقبليات وإنشاء السوق المالية الإسلامية المشتركة وحماية عمليات غسيل الأموال.

### المراجع والهوامش:

- <sup>1</sup> ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية (العملات الأجنبية والمشتقات المالية)، نشر بدعم معهد الدراسات المصرفية، الطبعة الأولى، 2004، عمان-الأردن، ص 306 .
- <sup>2</sup> - بولعيرج سهلية، الأدوات المالية المشتقة وفوائد تطبيقها في الدول النامية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، دفعة 2004-2005، ص 40 .
- <sup>3</sup> - برودي نعيمة، الأسواق المشتقة ودورها في تغطية المخاطر المالية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود-بنوك ومالية، جامعة أبوبكر بلقايد تلمسان، دفعة 2004-2005، ص 50 .
- <sup>4</sup> - بولعيرج سهلية، مرجع سبق ذكره، ص 53.
- <sup>5</sup> - Michel Fluriet et Yves Simon, **Bourses et marché financier**, Economica, 2003,p 129.
- <sup>6</sup> - بولعيرج سهلية، مرجع سبق ذكره، ص 54-55.
- <sup>7</sup> - برودي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص 42.
- <sup>8</sup> - بوزارة هجرية ومداني فتيحة، الأزمات المالية في الأسواق المالية الناشئة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الليسانس في علوم التسيير، تخصص مالية، المركز الجامعي يحيى فارس المدية، دفعة 2007-2008، ص 13.
- <sup>9</sup> - بولعيرج سهلية، مرجع سبق ذكره، ص 47.
- <sup>10</sup> - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001، ص 162.
- <sup>11</sup> - برودي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص 45.

- 12- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 166.
- 13- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، شركات، إدارات، بنوك)، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، طبعة 2003، ص 478.
- 14- برودي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص 44.
- 15- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 07.
- 16- بودالي هجيرة، الاستثمار في السوق المالي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ليسانس في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود-بنوك ومالية، المركز الجامعي يحي فارس المدية، دفعة 2007-2008، ص 59.
- 17- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف بالسكندرية، 1999، ص 680.
- 18- هوشيار معروف كوكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2003، ص 152.
- 19- صالح الحناوي وجمال العبد وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، 2002-2003، ص 304.
- 20- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 114-119.
- 21- نفس المرجع أعلاه، ص 712.
- 22- جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2002، ص 182.
- 23- نعيمة برودي، مرجع سبق ذكره، ص 84.
- 24- عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 440-442.
- 25- هوشيار معروف كوكا مولا، مرجع سبق ذكره، ص 167.
- 26- جاسم المناعي، مؤتمر الشفافية والإفصاح، المجلة الاقتصادية، العدد 374
- [http://www.iqutissadiya.com/archives\\_detail.asp?id=4113 & issue =374 & category =local](http://www.iqutissadiya.com/archives_detail.asp?id=4113&issue=374&category=local).
- 27- مازري عبد الحفيظ، أثر عدم تناظر المعلومات على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة وكالة بنك التنمية المحلية بشار، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، المركز الجامعي بشار، دفعة 2006-2007، ص 98-102.
- 28- بن زاير مبارك، نظرية الاسواق الفعالة، دراسة قياسية لسعر الصرف، باستعمال طريقة التكامل المتزامن، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير تخصص تليل اقتصادي، المركز الجامعي بشار، دفعة 2006-2007، ص 93.
- 29- Khiari Abdennabi, **le risque des PME québécoises pour les banques : l'information d'abord, Etude empirique des principales causes des taux d'intérêt bancaires relativement élevés** : [http://www.irec.net/publication\\_325.pdf](http://www.irec.net/publication_325.pdf).
- 30- هشام أحمد، الأزمة المالية، تاريخ 2008/10/04
- <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/449B744D-9C08-48B3-8E3E-1F0FC7F21901.htm>
- 31- كمال البصري، الأزمة المالية، بتاريخ: 2008/12/26
- & mlf=copy & sid=75014**. <http://www.alsabaah.com/paper.php?source:akbar>
- 32- راندال دود، رهونات العقارية الثانوية: مجسمات أزمة، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 44، العدد 4، ديسمبر 2007، ص 15-17.
- 33- زايري بلقاسم، الأزمة المالية المعاصرة: الأسباب والدروس المستفادة، الملتقى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، 25-26 نوفمبر 2005، جامعة شلف، ص 7، 9.