الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة

معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم: علوم التسيير

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
فرع: علوم التسيير
التخصص: إدارة مالية

المرجع : ...../2018

مذكرة بعنوان:

دور المشتقات المالية في الأزمات
-دراسة تحليلية للأزمة المالية العالمية 2008-

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير (ل.م.د) تخصص " إدارة مالية "

إعداد الطلبة:
- ثابت هاجر
- مالة البشير

إشراف الأستاذ:
- مشري فريد

لجنة المناقشة:

اسم ولقب الأستاذ	الجامعة	الصفة
	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	رئيسا
	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	مناقشا
مشري فريد	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	مشرفا ومقررا

السنة الجامعية: 2017-2018

بسم الله الرحمن الرحيم

شكر و تقدير

نشكر المولى العلي القدير الذي أنار لنا درب العلم و أعاننا على ما فيه الخير

و منحنا القدرة على التفكير والتفاني في انجاز هذا العمل و قدرنا على إتمامه فالحمد لله

فما كان لشيء أن يجري في ملكه إلا بمشيئة جل شأنه.

قال تعالى" لئن شكرتم لأزيدنكم".

يسعدنا أن نتقدم شكرنا و تقديرنا و امتناننا و عرفاننا بالجميل إلى الأستاذ الفاضل

" **مشري فريد** " الذي تفضل مشكورا بقبوله الإشراف على هذا العمل و ما قدمه لنا من نصائح

وتوجيهات قيمة.

كما نتقدم بالشكر إلى اللجنة المناقشة والمساهمين في تقويم بحثنا جزاكم الله خيرا كثيرا.

و إلى كل الذين ساعدونا على إتمام هذا العمل و لو بكلمة مشجعة أو لفتة طيبة فلهم منا أفضل

و أسمى ما يعبر به المحسن إليه المحسن و المتفضل عليه للمتفضل.

الإهداء

أهدي ثمرة جهدي و تعبي التي لطالما تمنيت إهدائها و تقديمها في أحلى صورة لها :

أهدي نجاحي إلى من كان وجوده نجمة تنير لنا حياتنا.. إلى من اشتقنا إليه كثيرا

"**روح أبي الحبيب**" رحمه الله وأسكنه فسيح جنانه.

إلى الروح التي تكابر على الألم كي لا نتألم و نتعب فنراها

تذوب كشمعة لتنير لنا حياتنا،،"**أمي الحبيبة**" أدامك الله فوق رؤوسنا.

إلى السواعد القوية التي تساعدني أوقات المحن،، إلى من أعيش معهم أجمل اللحظات و أحلاها

"إخوتي وأخواتي" **حفظكم الله ورعاكم كنتم لي جدار استنادي.**

إلى البراعم الصغار و أمل المستقبل "أبناء وبنات إخوتي وأخواتي"،، دعواتي لكم بالتوفيق في مشواركم الدراسي.

قال الإمام الشافعي: **"سلام على الدنيا إذا لم يكن بها صديقا صدوقا صادق الوعد مخلصا"**

إلى من رآها قلبي قبل عيني.. ومن كانت بجانبي في كل لحظة لما قدمته لي من دعم ونصح ودعوات خالصة لي بالتوفيق والنجاح.."**إلين**"

أسأل الله أن يحفظك و يحقق كل أمانيك يا رب.

إلى كل من كان مخلصا،، ومن وقفوا معي بأشدّ الظروف ومن حفزوني على المثابرة والاستمرار وعدم اليأس.. "الأصدقاء"

إلى كل من أحبني و ساعدني من قريب أو من بعيد أهدي إليكم عملي هذا مع خالص تحياتي.

~ هاجر ~

الإهداء

إلى من قال فيهما المولى تعالى " و بالوالدين إحسانا"

الآية_ 23_ من سورة الإسراء .

"أمي الحنونة" و **"أبي العزيز"** أطال الله في عمرهما

إلى الذين وفروا لي كل أسباب التوفيق و النجاح... .إخوتي و أخواتي الأعزاء كل بإسمه.

إلى الذين أجلوا أفكاري و بددوا حجب الظلمة في نفسي...

أساتذتي و معلمي في كل الأطوار.

إلى جميع زملاء الدراسة و رفقاء الدرب و أخص بالذكر الأخ و الصديق **"بوفافة الحسين."**

و إلى من نسيهم قلمي و لم ينسهم قلبي أهدي هذا العمل المتواضع لجميع طلاب العلم .

~ البشير ~

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعريف بالمشتقات المالية باعتبارها من أبرز مبتكرات الهندسة المالية التي أحدثت جدلا كبيرا بين المتعاملين بها، إضافة للتطرق إلى أهم أنواعها وأوجه استعمالها ونوع المخاطر الناجمة عن التعامل بها، حيث تم التطرق إلى بعض أزمات الأسواق والمؤسسات المالية.

إضافة إلى دراسة تأثير استخدام المشتقات المالية في إحداث الأزمات، ومحاولة إسقاط هذه الدراسة على الأزمة المالية العالمية لسنة 2008. وذلك من خلال توضيح مدى تأثير استخدام المشتقات المالية في توسيع نطاق إنتشارها.

خلصت الدراسة إلى أن المشتقات المالية التي كان هدفها الأساسي هو تقليل المخاطر من خلال توزيعها على المتعاملين كل حسب قدرته، هي التي عظمت المخاطر وعمدت على تحويلها من مستثمر إلى آخر دون أن يقتضي ذلك بيعا للأصول محل التعاقد الأمر الذي أدى إلى تراكم الأخطار وبالتالي توسيع نطاق انتشار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والتي أثرت على نختلف القطاعات للاقتصادية العالمية.

الكلمات المفتاحية:

المشتقات المالية، الأزمة المالية، الرهن العقاري، الاقتصاد الحقيقي، الاقتصاد المالي، الاقتصاد الوهمي، الخطر.

Abstract:

This study aims to introduce financial derivative instruments as one of the most important innovations in financial engineering that has caused considerable debate between traders and the most important types of dating and the use of the type of risk arising from the agreement, which was addressed to some of the market crises and financial institutions.

In addition to studying the effect of the use of derivative financial instruments in the creation of crises, and try to drop this study on the global financial crisis in 2008 by specifying the extent of the impact of the use of instruments financial derivatives to broaden their range.

The study concluded that derivative financial instruments which was the primary objective is to reduce the risk by distributing to dealers, each according to its capacity, is that the higher the risk and proceeded to convert them from an investor to the other, without requiring that the sale of the assets of the contract is the place that led to the accumulation of risks and thus widening the scope of the spread of the global financial crisis for 2008, which affected the different sectors of the global economy

keywords:

Financial derivatives, the financial crisis, the real economy, the financial economy, the imaginary economy, the danger.

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
البسملة	-
شكر وتقدير	–
إهداء	–
الملخص باللغة العربية	I
الملخص باللغة الانجليزية	II
فهرس المحتويات	VII –IV
فهرس الجداول	IX
فهرس الأشكال	XI
مقدمة	
1. إشكالية البحث	ب
2. فرضيات البحث	ب
3. أهمية الموضوع	ج
4. مبررات اختيار الموضوع	ج
5. أهداف البحث	ج
6. المنهج المستخدم	د
7. الدراسات السابقة	د
8. هيكل البحث	هـ
الفصل الأول: الإطار النظري للمشتقات المالية	
تمهيد	–
المبحث الأول: مفاهيم حول الأسواق المالية	**3**

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية	3
المطلب الثاني: تصنيفات الأسواق المالية	4
المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية	7
المطلب الرابع: تنظيم وسير سوق الأوراق المالية	10
المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول المشتقات المالية	**17**
المطلب الأول: تعريف الهندسة المالية	17
المطلب الثاني: تعريف المشتقات المالية وتطورها التاريخي	18
المطلب الثالث: أهمية المشتقات المالية واستخداماتها	20
المبحث الثالث: أنواع المشتقات المالية	**23**
المطلب الأول: العقود الآجلة	23
المطلب الثاني: العقود المستقبلية	26
المطلب الثالث: عقود الخيارات	31
المطلب الرابع: عقود المبادلات	38
خلاصة الفصل	**43**
الفصل الثاني: مخاطر المشتقات المالية ودورها في الأزمات	
تمهيد	–
المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية	46
المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية وخصائصها	46
المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية	48
المطلب الثالث: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية وأسباب حدوثها	50
المبحث الثاني: مخاطر التعامل بالمشتقات المالية	53
المطلب الأول: تعريف المخاطرة	53

المطلب الثاني: مخاطر استخدام المشتقات المالية	53
المطلب الثالث: طرق إدارة مخاطر المشتقات المالية	56
المبحث الثالث: انعكاسات استخدام المشتقات المالية على الأزمات	59
المطلب الأول: الانعكاس السيء لاستخدام المشتقات المالية على الأسواق المالية	59
المطلب الثاني: الانعكاس السيء لاستخدام المشتقات المالية على المؤسسات المالية	64
خلاصة الفصل	67
الفصل الثالث: الأزمة المالية العالمية 2008 وعلاقتها بالمشتقات المالية	
تمهيد	–
المبحث الأول: طبيعة التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية	70
المطلب الأول: التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية	70
المطلب الثاني: السوق الثانوي للرهن العقاري الأمريكي	71
المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أسبابها ونتائجها	76
المطلب الأول: التعريف بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008	76
المطلب الثاني: جذور الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأهم مراحلها	77
المطلب الثالث: أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأهم مظاهرها	81
المبحث الثالث: علاقة المشتقات المالية بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008	93
المطلب الأول: حجم المشتقات المالية وارتباطها بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008	93
المطلب الثاني: أثر المشتقات المالية على المؤسسات المالية	98
خلاصة الفصل	100
خاتمة	
1. إختبار الفرضيات	102
2. نتائج البحث	103

3. التوصيات	103
قائمة المراجع	106

فهرس الجداول

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	مزايا وعيوب العقود الآجلة	25
(2-1)	مزايا وعيوب العقود المستقبلية	29
(3-1)	المقارنة بين خصائص العقود الآجلة والمستقبلية	30
(4-1)	أنواع الخيارات على أساس الربحية	34
(5-1)	الاختلاف بين العقود المستقبلية وعقود الخيارات	37
(6-1)	مزايا وعيوب عقود المبادلات	42
(1-2)	المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية	51
(2-2)	تطور مؤشرات أسعار الأوراق المالية في أهم الأسواق الدولية خلال أزمة 1987	62
(1-3)	مراحل تشكل الأزمة المالية العالمية 2008	81
(2-3)	تطور أسعار فائدة الاحتياطي الفيدرالي خلال (2000-2008)	83
(3-3)	التصنيف الائتماني لعدد من المؤسسات المالية قبل يوم واحد من إفلاسها أو إنقاذها	85

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
(1-1)	تصنيفات الأسواق المالية	7
(1-3)	تطور أسعار العقارات لأهم الدول المتقدمة خلال الفترة 1995-2008	70
(2-3)	نسبة الديون العقارية القائمة من الناتج المحلي الإجمالي في الدول المتقدمة خلال السنوات:1983، 1990، 2006	74
(3-3)	الآلية المبسطة للتوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي	87
(4-3)	تطور حجم المشتقات المالية خلال الفترة 2004-2008 (الوحدة مليار دولار)	94
(5-3)	تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة خلال الفترة (1992-2007) (الوحدة: مليار دولار)	95
(6-3)	تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق المنظمة خلال الفترة (1987-2007) (الوحدة: مليار دولار)	95
(7-3)	تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق المنظمة وغير المنظمة خلال الفترة (1998-2007) (الوحدة: مليار دولار)	96

مقدمة

تؤدي الأسواق المالية دورا هاما في عملية التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات التي تعاني عجز في تمويل عملياتها الاستثمارية، وبالتالي فهي تمثل فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية، لذا فإن وجود سوق مالي يعد فرصة هامة جدا لكل مستثمر، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته وذلك من خلال تنويع محفظته المالية واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحا، وتعتبر هذه السوق بالغة الأهمية حيث يشهد لها بالمساهمة البارزة في كل تقدم ونمو من جهة، وفي نفس الوقت بالغة الخطورة حيث تتحمل أزمات وتلحق مخاطر بالغة الثقل بالمجتمعات من جهة أخرى.

ومن أجل مواجهة هذه المخاطر المتزايدة والمستمرة التي نجمت عن ظاهرة تغير القوانين ورفع الحواجز المالية (الحواجز القانونية والإدارية) داخليا من خلال إلغاء التخصص في الأنشطة المالية، إضافة إلى التحرير الاقتصادي والمالي خاصة تحرير أسعار الصرف، ومعدلات الفائدة، والتقلبات في أسعار الأصول المالية، تم ابتكار أدوات مالية جديدة أهمها المشتقات المالية بهدف تمكين المتعاملين الاقتصاديين من التغطية ضد المخاطر المختلفة التي يتعرضون إليها من خلال ممارستهم للأنشطة المالية كخطر سعر الصرف، وخطر سعر الفائدة فكانت أول هذه المنتجات هي عقود المفاوضة بالتراضي والمتمثلة في عمليات الصرف الآجل يتم تداولها في أسواق غير المنظمة، تليها فيما بعد العقود الآجلة على العمولات وهي عقود نموذجية تسمى بالعقود المستقبلية يتم تداولها في نوع آخر من الأسواق، هي الأسواق المنظمة، وبعد ذلك ظهرت مشتقات مالية أخرى سميت بعقود المبادلة وأخيرا ظهرت عقود الخيار.

وقد شملت هذه العقود بالإضافة إلى العمولات العديد من الأصول التحتية منها المواد الأولية، أسعار الفائدة، السندات، الأسهم، المؤشرات...إلخ. كما أصبحت عقود المبادلة تستخدم كذلك لتغطية خطر عدم الدفع وأصبحت تعرف بـ مبادلة مخاطر الائتمان "CDS" وهكذا فإن استعمال المشتقات المالية كان بهدف تمكين المؤسسات من التغطية ضد المخاطر وتحويل بعضها إلى متعاملين آخرين من أجل توزيعها ومنع تركزها لدى طرف واحد لتجنب الوقوع في الأزمات.

1. إشكالية البحث:

رغم ما تحققه أدوات المشتقات المالية من مزايا كتحويل المخاطر، وزيادة السيولة...إلخ، إلا أنها تحمل في حقيقة الأمر مساوئ عديدة تؤدي إلى انهيار الأسواق المالية والأنظمة المصرفية حتى في أكثر الدول تقدما، وذلك نتيجة لصعوبة التحكم فيها كونها تمتاز بالتعقيد من جهة وسوء إدارتها من جهة أخرى، وعليه فإن الإشكالية المراد معالجتها من خلال هذه الدراسة تعبر عنها بالتساؤل المحوري التالي:

ما أثر التطور الكبير لحجم المشتقات المالية والاستخدام الواسع لها في إحداثوت وتوسيع نطاق انتشار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008؟

ولتبسيط هذه الإشكالية تم طرح جملة من الأسئلة الفرعية، كما يلي:

- ما هي الأدوات المالية المشتقة، وما هي خصائص كل نوع منها؟

- لماذا تحولت المشتقات المالية من أدوات للتحوط إلى أدوات للمجازفة ونقل المخاطر تهدد استقرار الأسواق المالية؟

- ما مدى مساهمة المشتقات المالية في توسيع نطاق إنتشار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008؟

2. فرضيات البحث:

للبحث في أي موضوع لابد من صياغة فرضيات أساسية مرتبطة منطقيا مع الموضوع محل الدراسة ويكون هذا بعد الاطلاع على المعلومات التي لها علاقة مع موضوع البحث وعليه ينطلق بحثنا من فرضية عامة مفادها: ساهمت أدوات المشتقات المالية بشكل كبير في خلق الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بسبب صعوبة المعاملات فيها والتعقيد من جهة والاستعمال المفرط لها في المضاربة من جهة أخرى.

ويمكن تجزئة هذه الفرضية إلى جملة من الفرضيات، والتي سيجرى إختبارها من خلال هذه الدراسة وهي كما يلي:

- تعتبر المشتقات المالية إحدى أدوات الهندسة المالية وقد ساعد على ظهورها عدة عوامل كالتقلب في أسعار صرف العملات الاجنبية و التقلب في أسعار الفائدة.

- إن الهدف من ابتكار المشتقات المالية هو خلق أدوات للتغطية ضد المخاطر، لكن سوء استخدامها من طرف المتعاملين في الأسواق المالية جعل منها وسائل تساهم في خلق المخاطر والوقوع في الأزمات.

- ترجع الازمة المالية العالمية لسنة 2008 لعدة أسباب لكن التوسع المفرط في التعامل بالمشتقات المالية والإستعمال السيئ لها ساعد على توسيع نطاق انتشارها.

3. أهمية الموضوع:

تعد المشتقات المالية أبرز مبتكرات الصناعة المالية التي صاحبت التطورات الحاصلة في النظام المالي العالمي، وهي منتجات تمتاز بالمرونة والتعقيد وتقدم تغطية جديدة ضد المخاطر، لكنها تحولت إلى أدوات للمجازفة ونقل المخاطر خاصة أثناء الأزمة المالية العالمية 2008 حيث كانت من أهم الأسباب التي أدت إلى وقوعها مما طرح تساؤلات وشكوك كثيرة حول هذه الأزمات وهذا ما سنحاول التركيز عليه من خلال هذا البحث.

4. مبررات اختيار الموضوع:

تعددت مبررات اختيارنا لهذا الموضوع من بينها:

- تسليط الضوء على المشتقات المالية ومساهمتها في توسيع نطاق انتشار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

- محاولة تحليل الأزمة المالية العالمية ودور المشتقات في إشعال فتيلها.

- ارتباط الموضوع بمجال تخصص الباحثان وهو "إدارة مالية".

5. أهداف البحث:

نهدف من خلال هذا البحث إلى تحقيق عدة غايات منها:

- توضيح علاقة المشتقات المالية في توسيع نطاق انتشار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

- توسيع الرصيد المعرفي للباحثان.

6. المنهج المستخدم:

لكي يتسنى انجاز هذا البحث سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي والمنهج التاريخي في الفصلين الأول والثاني من الدراسة لنبين مختلف المفاهيم والتعاريف المرتبطة بهذه التقنيات (مشتقات المالية)، أما المنهج الوصفي التحليلي يتم استخدامه في الفصل الثالث حيث نقوم من خلاله بتجميع البيانات والمعلومات حول هذه التقنيات وتوضيح علاقتها بالأزمة وذلك من خلال استخدام الأشكال البيانية والرسوم التخطيطية من أجل توضيح الأفكار وتسهيل فهم المعلومات الخاصة بمجال البحث.

7. الدراسات السابقة:

وفي حدود علم الباحثان تم تناول موضوع المشتقات المالية فيما يلي:

- دراسة "نور الدين بومدين" بعنوان: **صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية.** الدراسة عبارة عن رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة حسيبة بن بو علي بالشلف – الجزائر – حيث ذكرت الدراسة أن سوق الأوراق المالية من أهم آليات إقتصاد السوق، كونها مصدرا من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية وتعد الهندسة المالية ضرورية لعمل الأسواق المالية نظرا لتلبيتها لمختلف رغبات الفاعلين في تلك الأسواق من خلال توفيرها التوليفة من عقود المشتقات المالية التي تتناسب مع أهداف ورغبات المستثمرين في سوق الأوراق المالية.

وتوصلت الدراسة إلى أن استخدام أدوات المشتقات المالية يحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة لا تحققها الأدوات المالية التقليدية.

- دراسة "خالد محمد نصار" بعنوان: **آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية** تتمثل الدراسة في رسالة ماجستير مقدمة بكلية التجارة بالجامعة الاسلامية بغزة –فلسطين–

وكانت اشكالية البحث حول الآثار المترتبة على اقتصار العمل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية وغياب منتجات الهندسة المالية؟ وقد توصلت الدراسة إلى ضرورة قيام سوق فلسطين للأوراق المالية بالسماح بإلزام عقود المشتقات المالية التي تحقق التنويع الاستثماري وتساهم في الحد من السمات السلبية الناجمة عن اقتصار التعامل في السوق على الأسهم العادية.

– دراسة محمد سحنون وسميرة محسن بعنوان " **مخاطر المشتقات المالية ودورها في خلق الأزمات**" الدراسة عبارة عن مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية بجامعة فرحات عباس سطيف يومي 20–21 أكتوبر 2009 حيث توصلت الدراسة إلى أن المشتقات المالية شهدت هجوما متواصلا باعتبارها أدوات تبالغ في المضاربة وبالتالي فهي تعرض المتعاملين إلى مخاطر كبيرة لا يمكن تحملها وقد سلطت الأضواء للأزمة على النتائج الناشئة عن سوء استخدام أدوات المشتقات المالية.

– وتختلف دراستنا عن الدراسات السابقة في التطرق الى السوق الثانوي للرهن العقاري بإعتبار أن أزمة الرهن العقاري كانت البداية الأولى للأزمة المالية العالمية لسنة 2008، اضافة الى دراسة حجم المشتقات المالية في كلا السوقين المنظمة والغير منظمة ودوره في انتشار الأزمة.

8. تقسيم الموضوع:

للإجابة على إشكالية الدراسة واختبار صحة الفرضيات، تم تقسيم الدراسة إلى مقدمة، ثلاث فصول، وخاتمة، وجاءت على النحو التالي:

الفصل الأول: جاءت تحت عنوان: الإطار النظري للمشتقات المالية، تطرقت إلى التعريف بالمشتقات المالية، أنواعها وخصائص كل نوع فيها بالإضافة إلى استخداماتها وأهميتها وينقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث: يتناول المبحث الأول الأسواق المالية، مفهومها، تصنيفاتها، الأدوات المالية المتداولة فيها، بالإضافة إلى تنظيمها. أما المبحث الثاني فيتكلم عن مفهوم الهندسة والمشتقات المالية وتاريخ ظهورها و استخدامات المشتقات المالية وأهميتها، أما المبحث الثالث فيتكلم عن أهم الأدوات المالية المشتقة والمتمثلة في العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيار، عقود المبادلات.

الفصل الثاني: فيأتي بعنوان مخاطر المشتقات المالية ودورها في الأزمات وينقسم بدوره إلى ثلاثة مباحث: يتناول المبحث الأول ماهية الأزمات المالية من خلال التعريف بالأزمة والأزمة المالية، وخصائصها، وأنواع الأزمات المالية. أما المبحث الثاني فيتكلم عن مخاطر التعامل بالمشتقات من خلال التطرق إلى المخاطر التي تتعرض لها الأنشطة الاقتصادية أما المبحث الثالث: فيتعرض إلى انعكاسات المشتقات المالية على الأزمات.

أما الفصل الثالث والأخير جاء لدعم الدراسة النظرية من خلال الدراسة التحليلية للأثر المشتقات المالية ودورها في إحداث الأزمة المالية العالمية 2008، يتم تقسيم هذا الفصل كذلك إلى ثلاثة مباحث: يعرض الأول طبيعة التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أما المبحث الثاني فيتم تخصيصه لدراسة الإطار النظري للأزمة المالية العالمية 2008 من خلال التطرق لأسبابها، جذورها، ومظاهرها، أما المبحث الثالث يتناول دراسة لحجم المشتقات المالية في كلا السوقين المنظمة وغير المنظمة ودور هذه الأخيرة في توسيع نطاق الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على بعض المؤسسات المالية العالمية.

الفصل الأول

الجانب النظري للمشتقات المالية

تمهيد:

تعتبر السوق المالية قاعدة رئيسية للنمو الاقتصادي، والمرآة العاكسة لاقتصاد أي بلد، حيث تسهل عملية تداول الأدوات المالية المعبرة عن الأصول والوسيلة الفعالة في تحريك المدخرات إلى قنوات الاستثمار، وقد شهدت هذه الأخيرة تحولات جدرية كانهيار نظام Brettonwood's وتحرير الأسعار، التطور السريع والمستمر للتكنولوجيا المعلومات والاتصالات في الأسواق المالية... كل هذه التحولات أدت إلى ظهور المخاطر (مخاطر تقلبات سعر الفائدة، أسعار الصرف، السلع، مؤشرات...) وانتشارها، مما دفع بالمتعاملين إلى البحث عن التحوط والتغطية ضد المخاطر، وتعتبر المشتقات المالية إحدى أهم الأدوات التي يتم استخدامها لهذا الغرض خاصة أنها تشمل عدة أنواع وتلبي عدة أغراض ومن تداولها الجهات الرسمية عناية فائقة نظرا لما تحويه من منافع سواء فيما يتعلق بتخفيض تكاليف التمويل أو تحسين معدلات العائد على الأصول وتجنب الضرائب والإجراءات الصارمة.

ويتم تناول في هذا الفصل في ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: مفاهيم حول الأسواق المالية.

المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول المشتقات المالية.

المبحث الثالث: أنواع المشتقات المالية.

المبحث الأول: مفاهيم حول الأسواق المالية

تحتل الأسواق المالية مكانة كبيرة في الاقتصاديات الحديثة، ويرجع ذلك إلى القناعة المتزايدة بأهميتها في مسيرة التنمية والدور الذي يمكن أن تلعبه في حشد المدخرات المحلية واستقطاب حتى الاستثمارات الأجنبية باعتبارها حلقة الوصل بين المدخرين والمستثمرين. سنتطرق في هذا المبحث إلى أربعة مطالب، فالمطلب الأول يتحدث عن مفهوم الأسواق المالية، والمطلب الثاني عن تصنيفات الأسواق المالية، والمطلب الثالث نتطرق فيه للأدوات المالية المتداولة في السوق، والمطلب الأخير تنظيم وسير سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية

يقال أن أول من عرف الأسواق المالية هم الرومان في القرن الخامس قبل الميلاد ثم ما لبث أن تطور مفهوم هذه الأسواق مع تطور حياة الأمم وتلاقيها وقد بدأت الأسواق المالية تأخذ ملامحها الحالية بداية من العصور الوسطى، حيث اعتبرت كل من ليون وأمستردام ولندن من المراكز المالية المهمة، وقد قامت فيها أسواق مالية إلى جانب الأسواق التجارية، وتم التبادل فيها على السلع والنقود والحوالات وأسهم الشركات التجارية، حيث ظهرت أول قائمة لأسعار الأسهم في أنفير سنة 1592، سنتطرق في هذا الجزء إلى تعريف السوق المالي.

فرع الأول: تعريف الأسواق المالية

من بين مجموع التعاريف التي صادفناها، يمكننا ذكر التعاريف أدناه كل حسب مفهومه من أجل تشكيل فكرة جامعة لمفهوم هذه الأسواق، تتمثل هذه التعاريف في:

تعريف01: السوق المالي هو مصطلح مركب من كلمتين هما السوق والمال، ويمكن تعريفها باعتبارها مصطلحا له دلالته الخاصة، ومفهومه المحدد بأنها " كل مكان أو حيز أو حتى إطار تنظيمي، تلتقي فيه رؤوس الأموال من فئة وحدات الفائض إلى وحدات العجز عن طريق إصدار أدوات مالية معينة لهذا الغرض وتداول هذه الأدوات".[1]

تعريف02: الأسواق المالية أو سوق الأوراق المالية هو نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو أصل مالي معين، حيث يتمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ومع التقدم التكنولوجي للحاسبات وشبكات ووسائل الاتصال، قلت أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي وبالتالي سمح بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.[2]

[1] محمد وجيه حنيني، **تحويل بورصة الأوراق المالية**، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص28.

[2] محمد أحمد عبد النبي، **الأسواق المالية**، ط1، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، 2009، ص ص21-22.

تعريف03: عرفت سوق الأوراق المالية بأنها "سوق منظمة للتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات، وكذا السندات الحكومية القابلة للتداول في البورصة، ويلتزم المتعاملون في البورصة بمراعاة القوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها، وتقوم على إدارة البورصة هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ هذه القوانين".[1]

تعريف شامل: السوق المالي هي الوسيلة التي تسمح بإصدار الأوراق المالية حيث يلتقي عليها المشترون والبائعون لها، هذه الأخيرة تلبي رغبات الطالبين لها من حيث أجالها الطويلة والمتوسطة أو قصيرة الأجل، ويجري هذا التداول ضمن أطر قانونية وتشريعية وتحت رقابة لجنة عمليات الأسواق المالية بشكل يحمي مصالح جميع الأطراف.

المطلب الثاني: تصنيفات الأسواق المالية

يمكن أن يقال بأن السوق المالية كل لا يتجزأ، ومع ذلك يمكن القيام بتقسيمها على اعتبار تعدد العناصر المكونة لها، وفي الحالتين فإن الهدف من ذلك واحد وهو المزيد من التعريف بها، وعلى ذلك يتم تصنيف الأسواق المالية من حيث أجل الورقة المالية، من حيث الأجل الزمني، من حيث الجهة المصدرة للورقة.

الفرع الأول: التصنيف حسب أجل الورقة المالية

يختلف أجل الورقة المالية المتداولة في الأسواق المالية بحسب حاجة المؤسسات والهدف من طرحها كذلك يختلف الهدف من شرائها من طرف المتداولين بحسب نوعية المستثمر وحاجته للسيولة، لذلك فإننا نميز بين نوعين من الأوراق المالية، الأوراق المالية ذات الأجل الطويل والأوراق المالية ذات الأجل القصير.

أولا: الأسواق المالية ذات الأجل الطويل (أسواق رأس المال)

تعرف سوق رأس المال على أنها سوق الأموال المتوسطة وطويلة الأجل والتي يتجاوز إستحقاقها مدة السنة المالية الواحدة وقد يتجاوز أحيانا خمسة وعشرين عاما.[2]

ثانيا:الأسواق المالية ذات الأجل القصير (أسواق النقد)

هو الشق الأول للسوق المالية، يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق.[3]

---

[1] زكرياء سلامة عيسى شطناوي، **الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية**، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص28.

[2] حيدر عباس عبد الله، **الأسواق المالية والفشل المالي**، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص28.

[3] بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،2006/2005، ص42.

الفرع الثاني: التصنيف حسب الأجل الزمني

يمكننا تقسيم الأسواق المالية إلى أسواق عاجلة، وأسواق آجلة، علما أن الأسواق العاجلة تنقسم بدورها إلى أربعة أقسام سوف نأتي بذكرها في الفرع الثالث من تصنيفات الأسواق المالية.

أولا: الأسواق العاجلة (الحاضرة)

وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها.

وعليه فإن الأسواق الحاضرة أو كما تسمى أحيانا الأسواق العاجلة هي أسواق الأوراق المالية طويلة الأجل، إذ أن في هذه الأسواق يتم عقد الصفقات وإبرامها، كما يتم تنفيذها، حيث يتم تسليم واستلام ماتم التعاقد عليه مباشرة بعد إتمام الصفقة.[1]

ثانيا: الأسواق الآجلة

الأسواق الآجلة أو أسواق العقود الآجلة، هي أسواق يتم التعامل فيها بعقود يتم تنفيذها في المستقبل، كأن تشتري أوراق مالية وتتعاقد عليها الآن، ولكن التسليم سيتم بعد فترة زمنية قد تطول إلى عدة شهور.

والهدف من هذه الصفقات هو الحد من المخاطر التي قد يتعرض لها المشتري بسبب ارتفاع الأسعار في المستقبل.[2]

الفرع الثالث: التصنيف حسب الجهة المصدرة للورقة

تلجأ المؤسسات إلى طرح أوراقها المالية بغرض تمويل مشروعاتها الجديدة أو بهدف توسيع مشروعاتها القائمة، ومن أجل هذا فإننا نلجأ للأسواق المالية لتحقيق هذا الهدف، بعد ذلك يتم طرح الأوراق للجمهور الذي يرغب في استثمار فوائضه المالية ضمن قنوات استثمارية، على هذا الأساس تقسم الأسواق المالية إلى أسواق أولية (الإصدار) وأسواق ثانوية (التداول).

أولا: السوق الأولية

هي تلك السوق التي تصدر فيها أوراق المالية لأول مرة وتعمل فيها مؤسسات مالية تسمى مصارف الاستثمار التي تقدم النصح للشركات فيما يتعلق بأنسب أنواع المزمع إصدارها، وأنسب توقيت لإصدار وأنسب سعر وأنسب كمية، كما تقوم بترويج الأوراق المالية المصدرة وكذا قد تضمن للشركات بيع كم معين من الأوراق المالية المصدرة بسعر معين.[3]

---

[1] لطرش سميرة، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2010/2009، ص42.

[2] بن عيسى عبد القادر، **أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012/2011، ص10.

[3] محمد أحمد عبد النبي، **أسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي**، ط1، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009،ص 31.

ثانيا: السوق الثانوية

هي السوق التي تتم فيها تداول الأوراق المالية الطويلة الأجل بيعا أو شراء بسعر السوق، والتي سبق الإكتتاب بها في السوق الأولي ولذلك يطلق عليه سوق التداول (البورصة)، ومن هنا يمكننا أن نعرف سوق التداول بأنه المكان الذي يتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا وشراء والتي يترتب عنها نقل ملكية الأوراق المالية السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء.[1]

ويقسم السوق الثانوي بدوره إلى:[2]

1.الأسواق المنظمة: ويطلق عليها البورصة، سوق المزاد، والسوق الرسمية.

وهي المكان الذي تتبادل فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها، إلا أنه يمكن أن تباع فيه الإصدارات الجديدة أيضا.

2.الأسواق غير المنظمة: ويطلق عليها السوق غير الرسمية، والسوق الموازية.

وتتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل، وإنما يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال القوية، كالخطوط الهاتفية، أو أطراف الحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين المتعاملين.

ويتضمن هذا السوق غير المنظم سوقين آخرين هما السوق الثالث والسوق الرابع [3]

1.2. السوق الثالث: يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وأن كان لهم الحق في التعامل في الأدوات المالية المسجلة في تلك الأسواق.

2.2. السوق الرابع: يتعامل في السوق الرابع المؤسسات الاستثمارية المالية الكبيرة المملوكة للأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأدوات المالية ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة.

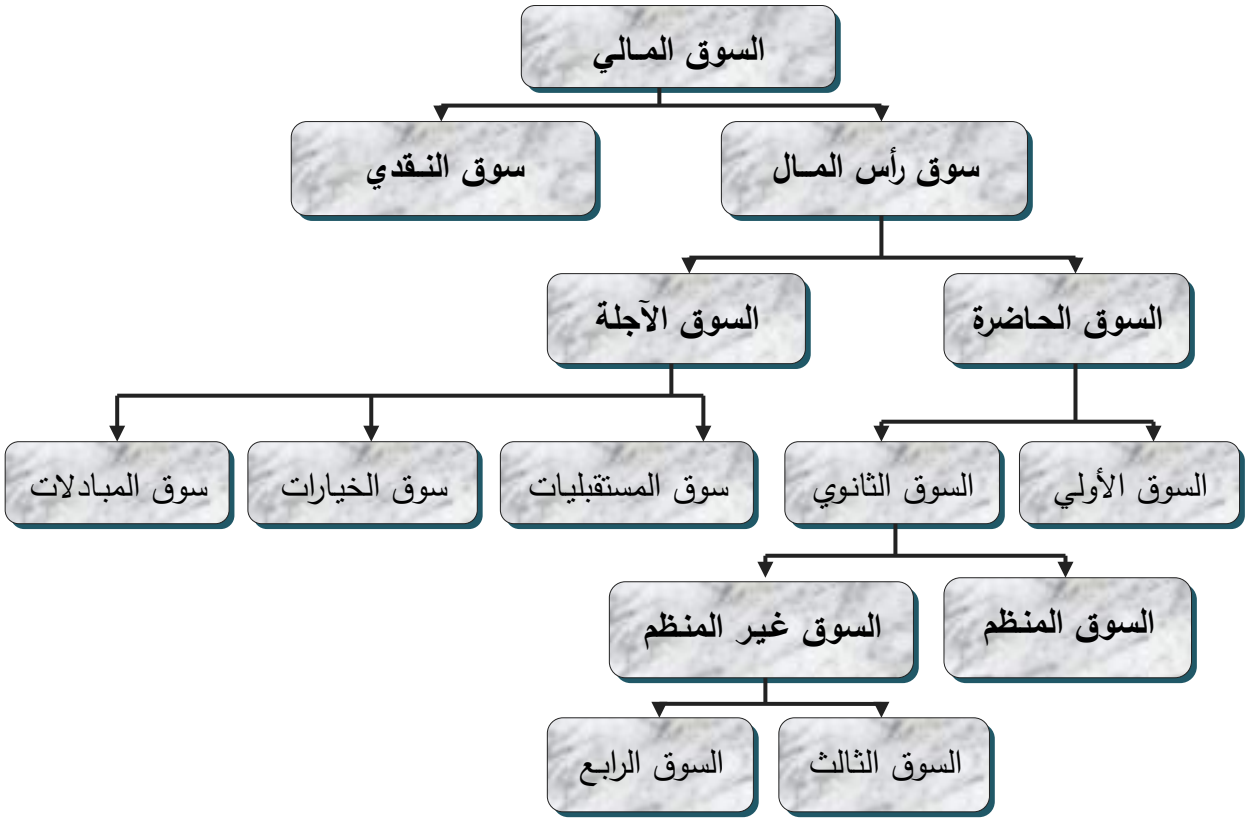
---

[1] بن اعمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية**، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013/2012، ص27.

[2] مبارك بن سليمان آل فواز، **الأسواق المالية من منظور الإسلامي**، ط1، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2010، ص ص:8- 9.

[3] سميحة بن محياوي، **دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص26.

الشكل رقم(1-1): تصنيفات الأسواق المالية



المصدر: حيدر عباس عبد الله، الأسواق المالية والفشل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص23.

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية فهي بمثابة السلعة الرئيسية المتداولة في هذه الأسواق، وتمثل صكا يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول شركة ما، أو الحقين معا.

الفرع الأول: الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية

تضم سوق الأوراق المالية مجموعة واسعة ومتعددة من الأدوات المالية وسنتطرق إليها على النحو التالي:

أولا: الأسهم

1.تعريف بالأسهم: "صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول، ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة عند تصفيتها".[1]

وبالتالي يمكن تعريف الأسهم على أنه رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كل من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم.

2.أنواع الأسهم:

يمكن التمييز بين عدة أنواع للأسهم من بينها حسب حقوق أصحاب الأسهم:

1.2. الأسهم العادية: عرف السهم العادي على أنه: "وثيقة عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوقا و واجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق المالية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية." [2]

2.2. الأسهم الممتازة: هي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للإكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية.[3]

ثانيا: السندات

1.تعريف السند[4]: هو التزام مالي تعاقدي مكتوب يتعهد بموجبه المقترض (المصدر للسند) تقديم مدفوعات إلى المقرض (المحتفظ بالسند) والتي هي فائدة، تدفع خلال عدد معين من السنوات وإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الإسمية، وعليه فإن الفائدة هي التزام مالي إضافي يتحمله الأشخاص.

وعرف كذلك: "السندات هي صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول تمثل قرضا طويل الأجل يعتمد عن طريق الاكتتاب العام."

[1] محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره ص47.

[2] المرجع السابق، ص47.

[3] بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص19.

[4] بوضياف عبير، **سوق الأوراق المالية في الجزائر**،مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007، ص ص: 70-71.

2. أنواع السندات:[1]

يمكن تصنيف السندات من حيث طبيعة الضمان المقدم للدائنين أو وفقا للطريقة التي تدفع بها الفائدة، أو الشروط التي يسدد بها رأس مال القرض، أو حسب القرض الذي أصدرت من أجله أو وفقا للعملة التي تدفع بها أو المنظمة التي أصدرتها إلى غير ذلك، ومع ذلك فإن جميع السندات على اختلاف أشكالها يمكن أن تندرج تحت نوعين أساسيين سندات حكومية وسندات المؤسسات:

1.2. سندات حكومية: تصدر من الدولة ومؤسساتها مثل (سندات الخزينة، سندات البلدية) وتمتاز هذه السندات الحكومية بمجموعة مزايا تشجع المستثمرين نحو الاستثمار بها:

- الاستثمار بها يكون أقل مخاطرة، أكثر أمانا من الاستثمارات الأخرى.
- السندات الحكومية أكثر سيولة من السندات الأخرى.
- تصدر بشروط الإعفاء الضريبي لفواتيرها من ضريبة الدخل.

2.2. سندات المؤسسات: تعتبر أدوات دين على المؤسسات المصدرة لها، وهي تصدر في العادة عن مؤسسات ذات طابع تجاري وصناعي وكذلك المؤسسات التي تتعامل بالأنشطة الخدمية ولأغراض التوسع وزيادة رأس المال.

الفرع الثاني: الأدوات المالية في السوق النقدية

تتمثل الأدوات المالية المتداولة داخل سوق النقد في صكوك دين قصيرة الأجل، تتميز هذه الأدوات بإمكانية التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك ببيعها في سوق النقد، حيث يتم تداول هذه الأدوات إما على أساس سعر الخصم، أو على أساس سعر الفائدة، حسب نوع الأداة المالية.

أولا: أذونات الخزينة

تمثل أذونات الخزينة أوراقا مالية حكومية قصيرة الأجل، لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة. ولضمان استمرارية وجود تلك الأذونات في السوق، تحرص الحكومة الأمريكية على إصدارها دوريا وذلك بمعدل مرة في الأسبوع. ولا يحصل المستثمر على الإذن ذاته، كل ما يحصل عليه هو إيصال يفيد شراؤه.[2]

[1] الجوزي غنية، **أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر،2012/2011، ص41.

[2] منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة توزيع المعارف، الإسكندرية، بدون سنة النشر، ص57.

ثانيا: القبولات المصرفية

تعرف على أنها أداة مالية من أدوات السوق النقدية قصيرة الأجل تصدر عن البنوك التجارية، حيث تتراوح فترة استحقاقها بين شهر وتسعة أشهر، ويتحدد العائد عليها عن طريق الخصم من قيمتها الاسمية.[1]

ثالثا: شهادات الإيداع القابلة للتداول

تمثل شهادات الإيداع القابلة للتداول شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية، ولا تعطي لحاملها الحق في استرداد قيمتها من الجهة المصدرة إلا في تاريخ الاستحقاق، أما قبل ذلك التاريخ فإنه لا سبيل أمام حاملها سوى عرضها للبيع في السوق الثانوي الذي يتضمن البنوك التجارية وبيوت السمسرة والتجارة التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل.[2]

رابعا: الأوراق التجارية

الورقة التجارية هي عبارة عن تعهد غير مضمون بأصول مادية وتباع بخصم عن القيمة الاسمية، تصدره الشركات ذات المراكز الائتمانية والمالية من النوعية العالية، للمستثمر الحق في الحصول على القيمة الاسمية عند الاستحقاق.[3]

خامسا: اتفاقية إعادة الشراء

هي عقد بين طرفين لبيع ومن ثم إعادة شراء لأدوات مالية غالبا ما تكون أذونات خزينة بغرض سد العجز الطارئ في السيولة.[4]

والتسمية الشائعة لهذه الاتفاقية في أسواق النقد هي: اتفاقية الريبو (Repo)، والغالب أن تكون فترة الاستحقاق قصيرة الأجل.[5]

المطلب الرابع: تنظيم وسير سوق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي

[1] مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص30.

[2] أشرف محمد دوابه، **شهادات الإيداع القابلة للتداول رؤية إسلامية**، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص943.

[3] ارشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص65.

[4] عبد الكريم قندوز وحكيم براضية، **تقنيات واستراتيجيات إدارة السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية الفرص والتحديات**، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الثاني، ديسمبر 2014، ص17.

[5] يوسف بن عبد الله الشبيلي، **أدوات إدارة مخاطر السيولة وبدائل اتفاقية إعادة الشراء في المؤسسات المالية الإسلامية**، معهد العالي للقضاء، المملكة العربية السعودية، الرياض، ص 4.

يشتغل به سوق الأوراق المالية، ولتوضيح ذلك في هذا المطلب سنتطرق إلى المتعاملون في سوق الأوراق المالية، إدارة سوق الأوراق المالية، قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:

1.تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل: يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:

1.1. المضاربون المحترفون: وتسعى هذه الشريحة إلى الاستفادة من فروقات الأسعار، إذ يهتم المضاربون بمراقبة الأسعار في السوق بصفة دائمة، بالإضافة إلى التنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائية والإقتصادية التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة في السوق، كذلك معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق، إذ تحاول هذه الشريحة الاستثمارية المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية من أجل تحقيق أقصى ربح من خلال شراء الأوراق المالية وبيعها عندما ترتفع أسعارها.[1]

2.1. المضاربون العشوائيون: ما يميزهم عن نضراءهم المحترفين أن تعاملهم في السوق المالية لا يبنى على أسس علمية بل غالبا على أساس عشوائي أو تقليد للآخرين، ويمنون في الغالب بالخسائر.[2]

3.1. المتآمرون: تهدف هذه الشريحة إلى التحكم بالأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا مستخدمة بذلك بعض الوسائل المصطنعة بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية أعلى أو أدنى من السعر الحقيقي لها، ويتميز هؤلاء بأن لديهم موارد مالية ضخمة تمكنهم من تحقيق أهدافهم. [3]

4.1. المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرون:[4]

– المستثمر الداخلي، ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.

[1] سليم جابو، **تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011، ص13.

[2] نجاح عبد العليم وآخرون، **أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية**، حيدر للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، ط1، 2014، ص212.

[3] سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 13.

[4] بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص51.

– المستثمر العادي، ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.

2.تصنيف المتعاملون إلى عارضين وطالبين:[1]

يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، أنه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلا الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار.

وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال.

1.2. الطالبون لرأس المال: وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم طالبو رؤوس الأموال إلى فئتين:

الفئة الأولى: تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، وتتميز هذه الفئة بقلة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالتناظر وعدم التجانس.

الفئة الثانية: تضم البنوك، شركات التأمين، صناديق الإيداع والادخار، وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.

2.2. العارضون لرؤوس الأموال: ويأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتهم، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية... إلخ.

بالإضافة للعارضين والطالبين يوجد الوسطاء الماليون، وهم صناع ومحركوا السوق، ويمكن تقسيمهم إلى:

- السماسرة ووكلاء التبادل.
- صناديق الاستثمار.
- المحكمون والمراقبون.

<u>الفرع الثاني: إدارة سوق الأوراق المالية</u>

تتمثل الإدارة في الهيئات واللجان المسؤولة عن مراقبة سير وتنفيذ العمليات في البورصة في أغلب البلدان، إذ تهتم بمراقبة المعلومات الصادرة والمتعلقة بحاملي هذه القيم المنقولة وبالشركات التي تنشر علنا طلبها من أجل الحصول على السيولة اللازمة وعلى القيم الصادرة من قبل الشركات، وكذلك ضرورة السهر على الآلية الحسنة لعمل بورصة القيم.

[1] بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص ص:51-52.

وتدار البورصة من خلال مجموعة من التقسيمات الإدارية والتنظيمية يتمثل جلها فيما يلي:[1]

أولا: لجنة أو مجلس إدارة البورصة

تتشكل في كل بورصة من بورصات الأوراق المالية لجنة مؤلفة من عدة أعضاء يختارون من بين السماسرة ومن قبل الدولة، تتم هذه اللجنة بتحقيق حسن سير العمل في البورصة وذلك بإصدار نشرة الأسعار اليومية. كما أن لهذه اللجنة الحق في التدخل بوضع حد أدنى أو أعلى لأسعار الأوراق المالية المتداولة فيها وذلك للحد من عمليات المضاربة والمحافظة على السوق من الأزمات الطارئة.

ثانيا: الجمعية العامة للبورصة

تتألف هذه الجمعية من الأعضاء العاملين والمنظمين للبورصة يترأسها رئيس لجنة البورصة أو نائبه. تصدر قرارات الجمعية العامة بأغلبية الأصوات.

تجتمع هذه الجمعية مرة كل عام بدعوة من لجنة البورصة. ولها أن تجتمع أكثر من مرة إذا استدعت الظروف ذلك أي في الحالات الطارئة.

تختص الجمعية العامة في انتخاب لجنة البورصة والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية للبورصة من إيرادات ومصروفات ومناقشة كافة الأعمال والأنشطة المساعدة على تطوير العمل بالبورصة ورفع كفاءتها.

ثالثا: اللجنة العليا للبورصة

إن تكوين اللجنة العليا يختلف حسب كل بورصة. وعلى العموم، تختص هذه اللجنة باتخاذ التدابير الكفيلة بتطبيق القوانين واللوائح الموحدة في جميع البورصات المتواجدة في نفس الدولة، وتوحيد أساليب عملها والبحث في جميع المسائل التي تهم البورصات بصفة عامة. ثم تعرض قرارات اللجنة على الوزير المختص للمصادقة عليها.

رابعا: هيئة التحكيم

وهي هيئة تتألف من رئيس لجنة البورصة وأربع أعضاء تختارهم اللجنة، يتم تشكيلها للفصل في المنازعات التي تنشأ بين الفئات المتعاملة في البورصة شرط أن يتفق الطرفان على التحكم أو بينهم وبين عملائهم، وتجدر الإشارة أن قرارات هذه الهيئة ملزمة للطرفين المتنازعين وغير قابلة للاستئناف.

خامسا: مجلس التأديب

يتشكل هذا المجلس للمحافظة على مصلحة عملاء السماسرة من تلاعب بعض السماسرة الذين ينحازون عن تطبيق القوانين والأنظمة المعمول بها، حيث يختص هذا المجلس بالنظر فيما يقع من مخالفات لأحكام

[1] فتيحة ابن بوسحاقي، **بورصة الجزائر واقع وآفاق**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع النقود المالية، جامعة الجزائر،2003/2002، ص ص: 47-50.

وقوانين البورصة ولوائحها، وكذلك جميع المسائل التي تمس حسن سير العمل والنظام في البورصة ولوائحها كالإخلال بقواعد الشرف والسلوك أو إخفاء حقيقة المركز المالي أو تقديم مستندات كاذبة أو تعهد إخفاء الحقيقة.

يفرض هذا المجلس العقوبات التأديبية التالية:

- الإنذار.
- الغرامة.
- الوقف.
- الشطب.

الفرع الثالث: قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية

تمثل قواعد وإجراءات التعامل الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين. ومن ثم، فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية ولتمهيد السبل أمام المتعاملين لإبرام صفقات ناجحة. ولإتمام عملية التداول في الأوراق المالية عادة ما يشترط توفر عدد من الترتيبات كنوع الأمر الذي يجب تنفيذه، والأساليب المتبعة لتنفيذه وسنتناول في هذا الفرع قواعد وإجراءات العمل بالبورصة فضلا عن آليات ضبط حركة الأسعار في البورصة.

أولا: الأوامر التي يصدرها العملاء

تتم التعاملات في البورصة من خلال مجموعة من الأوامر يقوم على تنفيذها السماسرة وأهم هذه الأوامر:[1]

1. أوامر السوق: ويقصد بها، أن يقوم الوسيط بشراء أو بيع الأسهم بالسعر السائد في السوق وقت صدور الأمر، وهذا يتطلب مهارة في اتخاذ القرار المباشر والسريع.

2. الأوامر المحدودة: ويعني هذا الأمر، أن الوسيط يتقيد بالسعر الذي حدده العميل سابقا ولا يمتلك حرية التصرف في عملية البيع والشراء، ومن مساوئ هذا الأمر أنه قد لا يتيح الفرصة للتنفيذ أبدا.

3. أوامر تجنب المخاطر: يستخدم هذا الأمر لحماية الأرباح بحرية تم تحقيقها أو لتوقي أية خسارة قد يتحملها المستثمر.

[1] نجاح عبد العليم وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص: 2017-218.

4.أوامر حرية التصرف: يعطي هذا الأمر للسمسار الحرية المطلقة في عمليات الشراء أو البيع للأوراق المالية حسب ما يعتقد السمسار أن ذلك مناسبا لمصلحة العميل سواء أكان ذلك من حيث النوع أو السعر أو التوقيت...إلخ.[1]

5.الأمر التوقف:عادة ما يلجأ العميل إلى التوقف في حالة إنقاذ ما يمكن إنقاذه من الربح أو تفادي ما يمكن تفاديه من الخسارة.[2]

ثانيا: كيفية وشروط التعامل في البورصة

تلعب البورصة دور الوساطة المالية، من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي تشتغل به البورصة، ولنجاح هذه الآليات يجب توفر مجموعة من الشروط في الأطراف المتدخلة في البورصة.

1.كيفية التعامل في البورصة:[3]

عند التفكير بشراء مجموعة من الأسهم في البورصة، فإن ذلك يكون من خلال وسيط يطلق عليه السمسار أو شركات السمسرة وهي وكيل العميل الراغب في إجراء تداول في البورصة سواء بيعا أو شراء.

ولمعرفة نوعية الأسهم من حيث الجودة، يجب دراسة خصائصها من خلال فحص الشركات المصدرة لها، وكل شركة تصدر ما يسمى قوائم مالية وكل شركة مرخص لها بالعمل في السوق يجب أن تطبق معايير وأنظمة محاسبية تساعد وتنظم عملية إصدار القوائم المالية لها.

وتفيد القوائم المالية في إجراء ما يعرف باسم التحليل المالي للشركة (التحليل الأساسي) للوصول إلى استقراء ومعرفة حقيقة الموقف المالي من حيث نقاط القوة والضعف والتجانس من خلال تحليل الشركة من حيث الأصول، الربحية، الإدارة... إلخ بالإضافة إلى تحليل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة. ويتضمن التحليل الأساسي أيضا أخذ المؤشرات الاقتصادية في الاعتبار مثل إجمالي الناتج المحلي، أسعار الفائدة، معدلات البطالة والمدخرات كي يتم في النهاية تقييم قرار الاستثمار في أسهم أو سندات الشركة.

ويمكن أيضا أن تتم معرفة الأسهم التي لها أكثر من سنة في المعاملات من حيث جودتها من خلال التحليل الفني لتلك الأسهم الذي يدرس السهم من خلال اتجاه حركته وعدة مؤشرات إحصائية أخرى، ويمكن استقراء الحركة المستقبلية لتلك الأسهم من خلال الصعود والهبوط.

[1] عبد المعطي رضا أرشيد وآخرون، **الأسواق المالية**، دار زهران للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2010، ص30.

[2] المرجع السابق، ص30.

[3] بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص39-40.

2.شروط التعامل في البورصة:[1]

تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة.

ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية:

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.
- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20 % إلى 25%، حيث تطرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.
- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاث سنوات.
- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.
- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.
- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

[1] بو كساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص53.

المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول المشتقات المالية

أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة، فالتغير في أسعار السلع، التضخم، أسعار الفائدة، أسعار صرف العملات تطلب البحث عن منتجات مالية جديدة أقل تكلفة، أدنى مخاطر وأعلى فائدة وعائد، ويطلق على هذه الأدوات المالية الجديدة بالمشتقات المالية.

وقصد التعرف أكثر على المفاهيم الأساسية للمشتقات المالية يتم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب، المطلب الأول سنتطرق فيه إلى تعريف الهندسة المالية، والمطلب الثاني تعريف المشتقات المالية وتطورها التاريخي، والمطلب الأخير نتناول فيه أهمية المشتقات المالية واستخداماتها.

المطلب الأول: تعريف الهندسة المالية

الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية حيث نشطت المؤسسات في تطوير وابتكار أدوات مالية تمكنها من إدارة المخاطر أو التحوط منها حيث تعددت التعريفات لدى الباحثين الذين قاموا بتصميم المنتجات المالية وسوف نتطرق إلى بعض التعريفات.

تعريف01: الهندسة المالية هي التطوير والتصميم والتجديد للأدوات وآليات مالية مبتكرة والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل.

وهذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة:[1]

- ابتكار أدوات مالية جديدة.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية للأعمال قائمة مثل التبادل من خلال الشبكة العالمية.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تناسب ظروف المشروع.

تعريف02: الهندسة المالية تعني ابتكار منتجات مالية جديدة تقدم خدمات وحلول مبدعة للمشكلات التي تواجه مؤسسات الأعمال وتهيئ الظروف لخلق أسواق جديدة أبرز مثال عليها أسواق المشتقات.[2]

وعليه يمكن حصر مفهوم الهندسة المالية بأنها ابتكار الحلول مالية فهي ترتكز على عنصر الابتكار والتجديد كما أنها تقدم حلولا فهي بذلك تلبي احتياجات قائمة أو تستغل فرصا أو موارد معطلة، وكونها مالية

[1] عبد الكريم قندوز، **الهندسة المالية الإسلامية**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2007، ص11.

[2] منير إبراهيم هندي، **إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات**، الجزء الأول، المكتب العربي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص ص13-14.

يحدد مجال الابتكار في الأنشطة الاقتصادية، سواء في التبادل أو التمويل ويتطلب ذلك أن تقوم الإدارات المالية والمنشآت المالية الحديثة بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في حقل المنتجات والأدوات المالية ويساعد على ذلك وجود قاعدة بيانات مالية تسمح بالمحاكاة والتجارب بغرض تحقيق الربحية والنمو والاستقرار المالي.

المطلب الثاني: تعريف المشتقات المالية وتطورها التاريخي

الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية

تعددت التعاريف التي أعطيت للمشتقات المالية نظرا لأهميتها وتوسع نطاق استعمالها، وفيما يلي عرض لبعض التعاريف:

تعريف01: المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية[1]، تستخدم هذه المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشتمل: التحوط، المراجحة بين الأسواق، إدارة المخاطر إضافة إلى المضاربة.

تعريف02: المشتقات المالية هي أية عقود ،تؤدي في آن واحد إلى نشوء أصل مالي لمنشأة ما و مطلوب مالي أو أداة ملكية لمنشأة أخرى حيث يؤدي ذلك إلى تحويل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية للغير دون أن تمتد عملية التبادل للأداة المالية الأساسية التي تنحت عنها هذه المخاطر.[2]

تعريف03: هي عبارة عن عقود مالية تتعلق ببنود خارج الميزانية، وتتحدد قيمتها بقيمة واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.[3] وتتوقف قيمتها على أساس أسعار الأصول المالية محل التعاقد، لكنها لا تتطلب استثمار الأصل المالي لهذه الأصول.

من خلال التعاريف السابقة يمكن تلخيص المشتقات المالية في النقاط التالية:

- هي عقود؛
- تتم تسويتها بتاريخ مستقبلي؛
- تعتمد قيمتها (المكاسب أو الخسائر) على أساس محل التعاقد الذي اشتقت منه؛
- لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغا معينا مبدئيا يكون صغيرا مقارنة بقيمة العقد؛
- يمكن أن تنتهي بتسوية نقدية دون انتقال ملكية الأصل.

---

[1] شقيري نوري موسى، **إدارة المشتقات المالية للهندسة المالية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، بدون سنة النشر، ص22.

[2] عادل رزاق ، **دعائم الإدارة الإستراتجية للاستثمار**، اتحاد المصارف العربية ، بيروت، 2006، ص ص:74-75.

[3] سمير عبد الحميد ورضوان حسن، **المشتقات المالية ودرها في أدارة المخاطر**، دار النشر للجامعات، مصر 2001، ص ص: 58-61.

هذا ويتضمن العقد:

- تحديد سعر تنفيذ في المستقبل؛
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر؛
- تحديد الزمن الذي يسري في العقد؛
- تحديد الشيء محل التعاقد (سعر فائدة، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف عملة، مؤشر أسعار...إلخ).

الفرع الثاني: التطور التاريخي للمشتقات المالية

رغم أن مصطلح المشتقات المالية حديث العهد إلا أن استخدامها يرجع إلى آلاف السنين حيث لعبت دورا هاما في التجارة والتمويل القديم.

فأول ظهور للعقود الآجلة عبر التاريخ كان من قبل تجار التمور في البحرين في الخليج العربي منذ حوالي 2000 ق.م كذلك في بلاد ما بين النهرين (سوان 1993) ويدل عليها الكتابة المسمارية على الألواح الطينية الموجودة في المتحف البريطاني ومتحف اللوفر الفرنسي (حيث سرقت من متاحف بغداد بعد الغزو الأمريكي لها عام 2003).

كما ناقش أرسطو فكرة التلاعب بالسوق من خلال استخدام العقود المشتقة على أهل هو زيت الزيتون وقد سجل التاريخ أيضا استخدام المشتقات المالية في أنشطة الإقراض في بابل القديمة في الفترة مابين 1600 و1900 قام، وكان غالبا مركز تداولها حول المعابد والمقدسات كونها كانت تشارك في الأنشطة المالية كمنح الائتماني وتمويل المشاريع والتوسط في المعاملات التجارية، وكذلك أغلب العمليات آنذاك عمليات تمويل سلعي.

أما في أوروبا فقد ظهرت العقود الآجلة والعقود المستقبلية على حد سواء في القرون الوسطى، حيث كان الإقطاعيون يجمعون الضرائب على شكل أرزو يبيعونه نقدا أو سلفا تم إصدار قسائم خاصة لتسهل عملية التبادل، وما لبت أن أصبح من الممكن المتاجرة بعقود موحدة معيارية على الأرز (تشبيه إلى حد كبير العقود المستقبلية الحالية، حيث أن التاجر يدفع عربونا أو ضمانات مالية قيمتها منخفضة جدا إذا ما قورنت بقيمة العقد على الأرز كاملة) ثم مالبثت أن إجتذبت هذه السوق المضاربين وكذلك المتحوطين الذين يسعون إلى تجنب المخاطر المتعلقة بتقلبات أسعار الأرز السوقية، أما في هولندا ونظرا للهوس الكبير بزهرة التوليب

كانت تتم المتاجرة بعقود الخيارات على بصيلات هذه الزهرة، ولكن هذا أدى إلى ارتفاع أسعارها بشكل كبير ما أدى إلى انفجار هذه الفقاعة السعرية وتعرض السوق لهزة عنيفة عام 1637م.[1]

ونظرا للفوائد التي يقدمها تداول هذه العقود بدأت بالاستثمار بشكل واسع وبين مختلف أنواع التجار ولكن الجدير بالذكر أنه وقبل عام 1973م كانت العقود المستقبلية مقتصرة على السلع الزراعية والمعادن بينما كانت عقود الخيارات متداولة في الأسواق غير النظامية وفي منتصف التسعينات من القرن العشرين نشطت تلك الأسواق وامتدت تطبيقاتها إلى السندات والأسهم والعمولات وسلع أخرى لم تكن مطبقة عليها مسبقا.[2]

وأصبحت المشتقات المالية تنظم مجموعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وآجلها وزادت نسبة تداولها فقد بلغت قيمة تداولات عقود المشتقات عام 2008م ثمانية أضعاف قيمة الأسهم المتداولة في كافة البورصات العالمية ويرى العديد من الباحثين الماليين والاقتصاديين أن هذا الحجم الكبير للتداولات هو أحد الأسباب الرئيسية للأزمة المالية العالمية آنذاك ذلك كون أن عقود المشتقات المالية تنطوي على:[3]

- تعتمد على معاملات شكلية بشكل كبير لا تنتهي بتداول الأصل الحقيقي محل التعاقد.
- معظمها يستند على ائتمانيات من البنوك على شكل قروض.
- لا تشترط امتلاك البائع أو المشتري للأصل المتعاقد عليه.

والاستفادة من مزايا المشتقات المالية وتجنب سلبياتها يتوقف على مقدار فهم آلية التعاقد وفق هذه العقود، كما أن الخبرة والبيئة المالية المحيطة بالمستثمر تؤثر أيضا على مستوى استفادته من هذه العقود سواء للأهداف التحوط أو المضاربة.

المطلب الثالث: أهمية المشتقات المالية واستخداماتها

سنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على أهمية المشتقات المالية و استخداماتها.

الفرع الأول: أهمية المشتقات المالية

تظهر أهمية المشتقات من خلال فوائد عدة منها:[4]

---

[1] دنيا إبراهيم غيا، **دور المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدي اتجاه المخاطر المالية ومدى إمكانية تطبيقها في المصارف السورية**، قسم المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2013، ص ص:27-28.

[2] هندي منير، **الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات**، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص17.

[3] سحنون وآخرون، **مخاطر المشتقات المالية ودورها في خلق الأزمات**، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمات المالية والاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، 2009، ص17.

[4] حكيم الربيعي وآخرون، **المشتقات المالية**، اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، ط1، 2011، ص21-22.

– ابتداع طرق جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية والتي يمكن من خلالها عزل أو إدارة المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الأدوات المالية التقليدية بحيث يمكن إدارة كل مخاطرة بها بشكل مستقل وبكفاءة أعلى.

– دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنويعا الأمر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات.

– تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنويع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة من عوائد استثمارية ورسوم وعمولات وخدمات وغيرها وذلك من خلال قيام المصارف بعمليات التحوط والمضاربة وصناعة الأسواق وتكوين المراكز المالية.

– قيام مدير المالية في الشركة بمبادلة التدفق المتمثل بمدفوعات الفائدة على التزامات ذات أسعار فائدة متغيرة والغرض من هذه العملية هو إما تقليل نسبة الالتزامات ذات الفائدة الثابتة وزيادة الالتزامات ذات الفائدة المتغيرة في الهيكل المالي للشركة أو لتقليل عبء مدفوعات الفائدة الثابتة إذا ما انخفضت أسعارها.

– شراء المستثمرين ممن يرغبون في اقتناء حقوق ملكية معينة لخيارات أو لصكوك شراء الأسهم لكي تتاح لهم فرصة مستقبلية لشراء الأسهم بسعر لا يساوي سوى جزء من سعرها السائد مستقبلا –وذلك بعد تحسين أوضاع الشركة آنذاك– ولكن هناك مخاطر فقدان قيمة الخيارات أو الصكوك ككل إذا ما انخفضت أسعار الأسهم في السوق مستقبلا إلى مستويات متدنية تقل عن مستوى سعر الشراء المحدد في الخيار أو الصك.

– تقليل التكاليف لكل من المصدرين والمستثمرين في الأدوات المشتقة مع رفع عوائد الاستثمار وتنوعها إلى جانب توسيع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار المتاحة لهم وتقليل مخاطر الخسارة.

الفرع الثاني: استخدامات المشتقات المالية

تستخدم المشتقات المالية للأهداف التالية:[1]

1. التغطية ضد المخاطر: تمثل أهم الوظائف الاجتماعية لعقود المشتقات المالية من خلال التخفيف من حدة المخاطر التي يتعرض لها المتعاقدون، فالمزارع الذي يبيع القمح يدخل بعقد مشتق بغرض الحصول على قيمة مستقبلية تضمن له الحماية من مخاطر انخفاض سعرها.

2. أداة للاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر: من أبرز وظائف المشتقات كذلك أنها تزود المتعاملين بالمعلومات عما يكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر بين تاريخ

[1] عبد الكريم أحمد قندور، **المشتقات المالية**، الوراق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2014، ص ص:88-92.

التسليم، لذا يقال أنها أداة جيدة للاستكشاف السعر أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر خلال تاريخ التسليم.

3.إتاحة فرص استثمارية للمضاربين: يدخل المضارب في العقد بغرض تحقيق الأرباح، وليس بغرض تأمين تملك الأصل على أساس تأمين التملك يهم من يرغب في شراء الأصل بغرض الاستخدام، أي مهمة من يسعى إلى تغطية مركز سيأخذه في السوق الحاضر مستقبلا، وهي التغطية ضد مخاطر إرتفاع الأسعار، كما لا يدخل المضارب طرف في العقد لضمان بيع الأصل بسعر يضمن له حصيلة محددة، مهما تغير سعر الأصل في السوق الحاضر، إذ أنها مهمة من يمتلك أو سيمتلك الأصل ويرغب في بيعه مستقبلا أي مهمة من يرغب في تغطية مركز سيأخذه في السوق الحاضر مستقبلا، وهي تغطية ضد مخاطر انخفاض الأسعار.

4.سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية: وهذا بفضل مرونتها وسيولتها المتميزة، فلو أن مستثمر ما يرغب في استثمار ما يعادل مليون دولار في محفظة جيدة التنويع، فيمكنه من شراء تشكيلة من الأسهم الفردية التي تحقق له ما يريد، هذا البديل قد يتطلب تنفيذه وقتا طويلا، كما ينطوي على قدر كبير من تكلفة المعاملات، يقابل ذلك بديل آخر يخلص المستثمر من تلك المشكلات وهو الاستثمار خلال عقد خيار أو عقد مستقبلي على أحد المؤشرات وليكن مؤشر ستاندر أن دبوز 500 (S & P500).

المبحث الثالث: أنواع المشتقات المالية

تتعدد أنواع المشتقات المالية التي يتم تداولها، لكن أكثر الأنواع تداولا في الأسواق المالية وأشهرها خمسة والمتمثلة في: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات، العقود المبادلة.

وخلال هذا المبحث سوف نحاول التعرف على مختلف هذه الأنواع وعلى استراتيجيات التعامل فيها.

المطلب الأول: العقود الآجلة

العقود الآجلة وتعرف أيضا بالعقود الأمامية، وهي نوع من أنواع المشتقات المالية التي يتم من خلالها بيع أو شراء الأصول كالسلع والأوراق المالية، المؤشرات...إلخ وذلك في تاريخ لاحق.

أولا: تعريف العقود الآجلة

– العقد الآجل هو (عقد بين طرفين لبيع أو شراء موجود معين بسعر معين وبتاريخ محدد في المستقبل)، أن الطرف الذي يوافق على شراء الموجود في المستقبل يتخذ مركزا طويلا Long Position، أما الطرف الذي يوافق على بيع الموجود فيتخذ مركزا قصيرا Short Position ويسمى السعر الذي يتم الاتفاق عليه في العقد بسعر التنفيذ Contractprice أو سعر الممارسة ويحدد هنا السعر بحيث يجعل من قيمة العقد الآجل مساوية للصفر لحظة التعاقد وبذلك فإن سعر العقد وسعر التنفيذ لا يكونان متساويين لحظة العاقد.[1]

– يعرف العقد الآجل على أنه "عقد يبرم بين طرفين، البائع والمشتري، بالتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في وقت لاحق.[2]

– هي عقود ذات طرفين يحتمل حصول كل منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة التغيرات في المركز المرتبط بالعقود[3] على بيع أصل ما بسعر محدد وأجل تسليم محدد كأن يتفق تاجر مع آخر على بيعه عشرة أطنان من القمح تسلم في تاريخ معين بسعر خمسين ألف درهم مثلا تدفع في نفس يوم التسليم وهذه العقود لا تجري في أسواق منظمة خاصة، وهذا ما يميزها عما تسمى بعقود المستقبليات.[4]

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن العقد الآجل عقد تعاقدي بين مشتري وبائع لتبادل أصل معين مقابل نقد في وقت لاحق مستقبلا وبسعر يحدد الآن ويتفق في هذا العقد على مواصفات الأصل من حيث

[1] محمد علي إبراهيم العامدي، **إدارة محافظ الاستثمار**، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، الأردن،2013، ص490.

[2] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحيث في ادارة المخاطر باستخدام الوريق والمشتقات المالية**، ج2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص6.

[3] بلعزوز بن علي، **استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية**، مجلة الباحث، العدد07، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2010، ص 339.

[4] عبد العظيم أبو زيد، **التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية**، مجلة جامعة عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، 2013، ص6.

الجودة ،التصنيف والنوعية، طريقة ومكان التسليم والسعر حيث يتم التفاوض على كل هذه الشروط بين البائع والمشتري.

ثانيا: أنواع العقود الآجلة

العقود الآجلة عدة أنواع وكذلك عدة تصنيفات ولعل أهم وأشهر تصنيف هو كما يلي:[1]

1.العقود الآجلة للأسعار الفائدة: تستخدم هذه العقود في الحماية من تقلبات أسعار الفائدة وهنا يتم الاتفاق على سعر الفائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة في تاريخ الإنفاق وحتى تاريخ التنفيذ.

2.العقود الآجلة للأسعار الصرف: هي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية، وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد ويثبت حتى تاريخ التنفيذ، تستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العمولات الأجنبية، فإن قام الطرف (أ) ببيع بضاعة على الحساب للطرف (ب) في دولة أخرى على أن ثمنها بعد خمسة أشهر مثلا بالعملة الأجنبية، وتوقع (أ) أن تنخفض قيمة العملة الأجنبية مستقبلا فإن بإمكانه أن يبيع العمولات الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الإتفاق عليه آنيا على أن يتم التسليم بعد خمسة أشهر وبذلك فإن أي انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صاحب المبلغ الذي سوف يقبضه بالعملة المحلية.

ثالثا: خصائص العقود الآجلة

مهما كان نوع العقد الآجل فكلها تتمتع بمجموعة من الخصائص المشتركة والتي يمكن توضيحها في النقاط التالية:[2]

- العقد الآجل هو ضمان للإمكانية الحصول على تحويل العملة المطلوبة مستقبلا بسعر الصرف المحدد مسبقا.

- صفقة العقد الآجل يمكن تصميمها حتى تتلائم وعلى وجه الدقة مع متطلبات أو شروط الزبون الأساسية من حيث مقدار القرض وموعد التسليم وأي العمولات المستخدمة.

- يشمل العقد الآجل على المخاطرة الائتمانية للطرف الآخر، أي مخاطرة النكول المتمثلة بعدم قدرة الطرف الآخر على السداد.

[1] سرارمة مريم، **دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008**، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، التخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2012/2011، ص ص:21-22.

[2] محمد إبراهيم العامدي، مرجع سبق ذكره، ص493، 494.

– يمكن استخدام العقود الآجلة لتحويط المقبوضات والمدفوعات المستقبلية المتوقعة بالعملة الأجنبية من قبل المصدرين والموردين والمقبوضات والمدفوعات على الموجودات الرأسمالية مثل السندات الأجنبية والأسهم والودائع والقروض.

إضافة إلى الخصائص التالية:

– **عقود شخصية:** تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين بما يناسب ظروفهما الشخصية والتي قد لا تناسب غيرهما فيتفاوضان على كل الشروط (تاريخ الاستحقاق، معدل الفائدة في حالة القروض، الجودة أو الرتبة في حالة البيع، سعر التنفيذ،...)

– **عقود ليست نمطية:** حيث يتم الاتفاق على شروطها.

– **عقود نهائية:** فبمجرد التوقيع عليها لا يمكن لأي الطرفين إلغاءها أو تعديلها.

– عقود يتم التعامل فيها في الأسواق الموازية فقط وليس لها سوق ثانوية ولذلك فإن أحجامها وتواريخها تكون مرنة وغالبا ما تكون قيمتها كبيرة، ولذلك فإن الأفراد والمستثمرين الصغار عادة لا يتعاملون بها.

– تصعب المضاربة بهذه العقود، حيث أن الغرض الأساسي لها هو الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل والمضاربون لا غرض لهم من السلعة محل التعامل، بل ما يهمهم هو اغتنام فرص وجود تغيرات مؤقتة ليقوموا بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق الأرباح.

رابعا: مزايا وعيوب العقود الآجلة

بعد التعرف على العقود الآجلة وخصائصها نجد أن لها مزايا وعيوب يمكن توضيحها في الجدول التالي:

جدول رقم (1–1): مزايا وعيوب العقود الآجلة

المزايا	العيوب
▪ يتم التعامل بها في الأسواق الموازية. ▪ حجم العقد مرن. ▪ موعد العقد مرن. ▪ وقت التعامل غير محدود لوقت معين. ▪ لا تتطلب وجود هامش.	▪ لا تخضع لنظم السوق المنظمة. ▪ العقد يصعب إلغاءه. ▪ قد يتضمن شروط جزائية صعبة. ▪ تنطوي على مخاطرة ائتمانية كبيرة.

المصدر: سرارمة مريم، **دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008**، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، التخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2012/2011، ص23.

المطلب الثاني: العقود المستقبلية

تتشابه العقود المستقبلية مع العقود الآجلة بدرجة كبيرة، وهي تعتبر امتداد وتطورا طبيعيا للعقود الآجلة وسنحاول التعرف عليها والوصول إلى أوجه التشابه والاختلاف بينهما.

أولا: تعريف العقود المستقبلية وأركانها

– عقد المستقبليات هو اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد: نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يتم تداولها، التاريخ الذي يتم فيه التبدل بين الأصل والمبلغ، السعر الواجب دفعه للأصل[1] ويعتبر العقد المستقبلي ملزما بين الطرفين هما البائع والمشتري يتعهد فيه البائع بتسليم موضوع التعاقد عند السعر المحدد وفي التاريخ المتفق عليه.

– هي عقود شبيهة بالعقود الآجلة إلا أنه يندر تسليم الأصل محل التعاقد وإنما تتم التسوية على أساس فروق الأسعار، ويلتزم كل طرف من أطراف التعاقد بإيداع نسبة لدى بيت السمسرة في شكل نقود أو أوراق مالية بهدف الحماية من مخاطر التغير في حالات تغير العائد على الودائع أو بسعر العملة مثلا، وهي عقود نمطية واجبة التنفيذ، عكس الخيارات[2] ويختلف العقد المستقبلي عن الاتفاقيات الأخرى من حيث إمكانية تحويله من طرف إل آخر، فكل طرف يمكنه أن يبيع حقه في الاستلام أو التسليم خلال فترة سريان العقد.

– هي إلتزام وتبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم للآخر أو يستلم كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددان وبسعر محدد، وبواسطة طرف ثالث كوسيط[3] و عادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع سلعة معينة من قيمة العقد لدى سمسار الذي يتعامل من خلاله، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية، أو خطاب ضمان تجنبا للمشاكل التي قد تحدث نتيجة لعدم قدرة أو رغبة أي طرف منهما في الوفاء بإلتزامه.

من خلال التعاريف السابقة يمكن تلخيص العقود المستقبلية في النقاط التالية:

– هي عقود بيع أو شراء.
– المبيع بصفة أساسية سلع معينة، أو أوراق مالية، أو عملات.
– يتم تأجيل البديلين إلى المستقبل.
– تمارس من خلال أسواق منظمة.

---

[1] خالد وهبي الراوي، **إدارة المخاطر المالية**، دار المسيرة، ط1، عمان، 2009، ص 298.

[2] بلعزوز علي، مرجع سبق ذكره، ص339.

[3] بوعافية سمير، مصطفى قريد، **التعامل المشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية**، مداخلة من الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية دولية والحوكمة العلمية، جامعة سطيف1، يومي 20–21 أكتوبر 2009، ص11.

– هي عقود نمطية (يعني تماثل العقد من حيث الجودة، والكمية، ليقوم كل عقد أو أي وحدة من وحداته مقام غيرها).

– وجود هامش يدفعه المتعاقد (بائع أو مشتري) للإثبات جديته وضمان حقوق الطرف الآخر.

– تتم التسوية في تاريخ التنفيذ بالفرق دون تسليم فعلي للبديلين، بدعوى ارتفاع التكاليف أو لعدم قابلية محل العقد للتسليم.

أما فيما يتعلق بأركان العقد المستقبلي فتتمثل في العناصر التالية:[1]

1. **بائع العقد:** هو الطرف الملزم بتسليم الشيء محل العقد نضير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الآخر، أي المشتري في التاريخ المحدد في المستقبل.
2. **محل العقد:** هو الطرف الملزم باستلام الشيء محل العقد نضير دفع السعر المتفق عليه للطرفين الأول، أي البائع، مؤشرات، عملات...إلخ.
3. **سعر التسوية:** أو السعر المستقبلي أو سعر التنفيذ، وهو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية للإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.
4. **تاريخ التسليم أو التسوية:** هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفين العقد للإتمام عملية التبادل.

بالإضافة إلى: الكمية ومكان التسليم.

ثانيا: أنواع العقود المستقبلية

تتعدد أنواع العقود المستقبلية حسب الأصل محل التعاقد ومن أبرز أنواعها ما يلي:

1. **العقود المستقبلية على السلع:** يتمثل هذا النوع من العقود التزاما من البائع بتسليم المشتري كمية متفق عليها من سلعة ما (الذهب، الفضة، المحاصيل الزراعية...) بمواصفات متفق عليها خلال موعد ما وذلك لقاء سعر معين متفق عليه يلتزم المشتري بدفعه عند الاستلام.

2. **العقود المستقبلية على المؤشرات:** ويمثل العقد التزاما من البائع إلى المشتري بدفع مبلغ من لأموال مساوي إلى حاصل جراء قيمة قدرها مثلا 100 دولار بالمستوى الرقمي للمؤشر في بداية التداول يوم تسوية العقد وذلك لقاء مبلغ يشمل سعر العقد وسداده في ذلك اليوم وهنا يتم الاكتفاء بالتسوية النقدية وفي عام 1982، حصلت إدارة السوق على تصريح يفيد التعامل في العقود المستقبلية على مؤشر ستانرد آندبوز & S^2 P500، ولأن أسواق المؤشرات عالية السيولة والكفاءة، وبما أن العقود المستقبلية لا تتطلب تكلفة عالية

[1] محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقسيم الأسهم والسندات**، دار الجامعة الإسكندرية، 2001، ص369.

للمتاجرة فيها من قبل المؤسسات المالية والاستثمارية فقد حققت تقدما مستمرا وانتشر استخدامها بين المتعاملين لغايات المضاربة الاستثمار والتحوط.

3.خيار العقود المستقبلية: هو عقد مستقبلي بتاريخ مماثل لتاريخ التسليم المنصوص عليه في العقد المستقبلي، ففي خيار الأسهم يحق لمشتري الخيار عدم تنفيذ العقد المستقبلي مقابل مكافأة التي يدفعها المحرر وتنقسم هذه العقود المستقبلية كالآتي:خيار الشراء أو البيع على العقود المستقبلية والعقود المستقبلية المصنوعة.

4.عقود العملات الأجنبية المستقبلية: سوق تبادل العملات المستقبلية يتمثل في بنوك وسماسرة مختصين تربطهم شبكة اتصالات قوية في جميع أنحاء العالم، ولا تجري تسوية بوحدة سعرية ولا يوجد سوق ثانوي منظم لها والعقود ليست نمطية، يطلق عليها عادة أسواق التبادل الآجل وفي الولايات المتحدة يوجد سوق عقود مستقبلية نمطية واحد وهو السوق النقدي العالمي التابع لبورصة شيكاغو التجارية حيث أن شروط العقد المتداول فيه نمطية عدا سعر التبادل يخضع للتفاوض بين الطرفين.

5.العقود المستقبلية على أسعار الفائدة: استخدمت هذه العقود بسبب التقلبات الحاصلة للأسعار الفائدة على الأوراق المالية وهي بدورها تنقسم إلى:

أ- **عقود الفائدة قصيرة الأجل:** ويتم المتاجرة بها في معظم الأسواق وبنفس المواصفات مثل سوق لندن، شيكاغو، سنغافورة، وتمكن هذه العقود البنوك من تثبيت استثماراتها إضافة إلى أنها نستطيع تقديمها لعملائها كوسائل تحوط عند ارتفاع سعر الفائدة للمقترضين وضد انخفاض الفائدة للمستثمرين.

ب- أذونات الخزينة المستقبلية: وهي عقود شراء أو بيع أذونات الخزينة يتم تداولها بشكل رئيسي في سوق النقد العالمي.

ج- سندات الخزينة المستقبلية: يتم المتاجرة فيها في بورصة (CBOT) والسندات المتداولة هي التي تستحق خلال 20 سنة، وقيمة السند مائة ألف دولار وتحدد الفائدة بنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسند.

ثالثا: خصائص العقود المستقبلية

تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:[1]

- للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد للآخر تحددها سوق الأوراق المالية؛
- في العقود المستقبلية لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض؛

[1] بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص ص:31-32.

– تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير آلية تعطي كل منها ضمانا بأن العقد سينفذ وهذه الآلية تعرف بغرفة المقاصة؛

– يتم تداول العقود المستقبلية في الأسواق المنظمة؛

– إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب إيداع كل طرفين مبلغ يعرف بهامش الضمان أو الهامش المبدئي ذلك لضمان العقد؛

– يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية ففي الولايات المتحدة الأمريكية تختص جريدة "وول ستريت" بذلك؛

– إن أسواق العقود المستقبلية تلعب دورها في توفير المعلومات الخاصة بالأسعار حيث قدرة السوق لكشف الأسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق؛

– معرفة جميع أطراف السوق للمعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق.

رابعا: مزايا وعيوب العقود المستقبلية

بعد التعرف على العقود المستقبلية يمكن التوصل إلى أنها توفر للمتعاملين فيها جملة من المزايا وتتضمن في نفس الوقت مجموعة من العيوب يمكن توضيح أهمها في الجدول التالي:

جدول رقم (2–1): مزايا وعيوب العقود المستقبلية

المزايا	العيوب
▪ عقود نمطية مما يسهل تداولها في الأسواق المنظمة. ▪ أسواق المستقبليات تتمتع بالسيولة العالية مما يمكن من بيع العقود بسهولة ودون خسائر كبيرة. ▪ إمكانية فتح وغلق المراكز بسهولة. وجود غرفة المقاصة يقلل من المخاطر الائتمانية	▪ وجود متطلبات الهامش. ▪ محدودية ساعات التعامل في السوق النظامية التي يقتصر بيع وشراء المستقبليات فيها ومن ثم فإن التعامل سيكون محدود بأعضاء السوق فقط. ▪ فرض حدود دنيا وعليا للأسعار العقد يؤدي إلى صعوبة التسييل والبيع في المدى القصير. ▪ لايمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد كونها عقود نمطية ومحددة الشروط من طرف البورصة.

المصدر: سرارمة مريم، **دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008**، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، التخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2012/2011، ، ص41.

خامسا: الاختلافات بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

رغم التقارب الكبير بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة إلا أن هناك اختلافات جوهرية بينهما يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:[1]

جدول رقم (3-1): المقارنة بين خصائص العقود الآجلة والمستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقد	▪ شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد.	▪ نمطية وتتداول في سوق منظمة هي البورصة.
ثبات السعر المحدد في العقد	▪ يظل السعر ثابتا خلال فترة العقد ويتم دفع المبلغ الاجمالي في نهاية مدة العقد.	▪ تتم مراقبة الأسعار بصفة يومية مما يعني تعديل سعر العقد بصفة مستمرة بحسب تغيرات سعر الأصل محل العقد.
ضمانات تنفيذ الالتزامات الواردة في العقد	▪نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها. ▪عادة ما تبرم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها. ▪لا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه إلا الموافقة الطرفين ورضاهما.	▪غرفة المقاصة والتسوية تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي فكل يشتري في أي عقد مستقبلي تكون غرفة المقاصة هي البائع له، وكل بائع تكون هي المشتري له.
تسليم الأصل	▪ يتم إنهاء العقد بالتسليم عادة.	▪ لا ينتهي العقد بالتسليم الفعلي فأغلب حاملي العقد يغلقون مراكزهم قبل الاستحقاق.
التسوية والمكاسب	▪ تتم التسوية النهائية للعقد الآجل في تاريخ التنفيذ.	▪ تتم بتسوية يومية إذ تتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم، ويحدد الفرق بين السعر السوقي وسعر التنفيذ إما أن يكون مكسبا فيضاف للهامش ويجوز سحبه، ويحقق الطرف الآخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب.
سوق العقد	▪ يتم تداول العقد الأجل في الأسواق غير المنظمة.	▪ يتم تداول العقود المستقبلية في الأسواق المنظمة.

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على عيساوي سهام، **الأدوات المالية المشتقة**، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، ، الجزائر، 2017، ص ص: 183-185.

[1] عيساوي سيهام، **دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص ص: 114- 115.

المطلب الثالث: عقود الخيارات

تمثل الخيارات " options " إحدى أدوات الاستثمار الحديث التي تعطي المستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، وهي تعتبر بديل عن المتاجرة المباشرة فعندما يقوم المستثمر بشراء أوراق مالية يسجل رسميا بأنه لها و يخول له ذلك التمتع بجميع الحقوق و لكن المستثمر الذي يشتري الخيارات لا يمتلك شيئا محددا سوى حق يخول له شراء أو بيع أوراق مالية معينة في تاريخ لاحق، ولهذا تتجسد حقيقة الخيارات كونها أدوات تعاقدية بين طرفين لقاء سعر وتاريخ محددين وسنحاول خلال هذا المطلب التعرف على الخيارات قدر الإمكان.

1. تعريف عقود الخيارات وأركانها:

– عقد الخيار هو عقد بين طرفين مشتري ومحرر. و يعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو يبيع إلى المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي، بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد Exercise or strike price، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية Expiration date. وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد، إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وذلك مقابل تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه مكافأة Premium. هذه المكافأة تدفع عند التعاقد، وغير قابلة للرد و ليست جزء من قيمة الصفقة بعبارة أخرى أنه مبلغ يدفعه المشتري في مقابل حق الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، حيث أن المشتري يحصل على هذا الحق لحظة توقيع العقد، فإنه يكسر المكافأة في ذات اللحظة.[1]

– وهي كذلك عقود تعطي لمالكها حق شراء أو بيع كمية معينة من أصل ما، بسعر محدد مقدما مقابل دفع علاوة العقد (المحرر writer) ويبقى هذا الحق صالحا حتى تاريخ استحقاقه، ومشتري الخيار غير ملزم بممارسة حقه طالما لم يصل السعر في السوق إلى المستوى الذي يمكنه من تحقيق الأرباح ولا يخسر مشتري الخيار أمام محرر العقد إلا العلاوة، بينما يترك أمامه مجال الربح مفتوحا.[2]

– ويعرف كذلك أنه عقد بين طرفين، الحامل (المشتري) والكاتب (المحرر) ويطلق على مشتري العقد بصاحب المركز الطويل، أما المحرر فيطلق عليه صاحب المركز القصير ويعطي العقد الحق للمشتري في أن يبيع عددا من وحدات أصل حقيقي أو مالي إلى المحرر ويلتزم هذا الأخير ببيع أو شراء هذه الوحدات

[1] منير إبراهيم هندي: **إدارة المخاطر**، جزء3 عقود الخيارات، توزيع المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2011، ص ص: 5–6.

[2] سميرة محسن، **المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية**، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2005–2006، ص41.

بسعر يتم الاتفاق عليه لحظة توقيع العقد يسمى سعر التنفيذ على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق يسمى تاريخ التنفيذ.[1]

وكما يبدو من خلال التعاريف السابقة أن عقد الخيار إما أن يكون عقد يعطي لمشتريه الحق في الشراء من المحرر، أو أن يكون عقدا يعطيه حق البيع للمحرر على غرار العقود المستقبلية حيث نجدها واجبة التنفيذ عكس عقود الخيار التي تعطي لمشتريها الحق في تنفيذ العقد من عدمه كما أنه لا يجوز استرداد العلاوة المدفوعة في حالة عقود الاختيار.

أما بالنسبة لمكونات عقود الخيار تشمل في العناصر التالية:

- **مشتري الحق:** وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار (بيع أو شراء) من محرر العقد،ويدفع مقابل ذلك علاوة يتفق عليها كتعويض للطرف الثاني (المحرر) ومشتري الحق هو الذي له الحق في تنفيذ العقد من عدمه.

- **محرر العقد:** هو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المشتري، مقابل العلاوة أو المكافأة ويجب عليه التنفيذ إذا رغب المشتري في ذلك.

- **سعر التنفيذ:** وهو السعر الذي يتم التنفيذ على أساسه ويحدد عند إبرام العقد.

- **تاريخ التنفيذ:** وهو التاريخ الذي يتم فيه تنفيذ العقد.

- **المكافأة (العلاوة):** وهو المبلغ المتفق على دفعه من محرر الخيار (المشتري) كتعويض عن الحق المكسب في التنفيذ من عدمه.

ثانيا: أنواع عقود الخيارات

تتعدد أنواع وأصناف عقود الخيارات حسب عدة معايير كما يلي:

1. التصنيف على أساس نوع الصفقة:

1.1. عقود خيار الشراء: يكون عقد خيار الشراء عندما يعطي للطرف الأول أي المشتري الحق في شراء إذا ما رغب من الطرف الثاني أي المحرر أصلا معينا، أو كمية معينة بسعر معين وفي تاريخ معين أو من خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل حصول الطرف الثاني (المحرر) من المشتري على علاوة

[1] بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 52.

معينة تحددها شروط العقد ويكون المحرر ملزما ببيع الأصل محل العقد وفق الشروط التي يتضمنها وذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد.[1]

ويتحدد في عقد خيار الشراء الآتي:[2]

- نوع وكمية الأصول التي يشملها خيار الشراء.
- تاريخ انتهاء صلاحية عقد الخيار.
- نوع العقد إذا كان أمريكيا أو أوروبيا.
- سعر التنفيذ وهو السعر الذي يتم عليه ممارسة شراء الأصل بموجب العقد.
- عمولة الشراء للجهة التي تصدر العقد وهذه تحدد وفق منهجيات تسعير عقود الخيارات من أهم نموذج بلاك وشولز (Black & sholes)

3.1. عقد خيار مزدوج: وهو عقد يشمل حق اختيار البيع والشراء حيث يصبح لحامله الحق في أن يكون مشتري للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعا لها، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شاريا وإذا انخفضت كان بائعا لها.

2. التصنيف على أساس تاريخ التنفيذ:

وهناك نوعان:[3]

1.2. الاختيار الأمريكي: يعطي لصاحبه الحق في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية، أو أصول أخرى على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت شاء، وذلك منذ إبرام العقد حتى تاريخ استحقاق العقد.

2.2. الاختيار الأوروبي: يعطي الحق لحامله في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية أو أصول أخرى، على أن يتم العقد في تاريخ استحقاقه.

3. التصنيف على أساس الربحية:

يتم التصنيف على أساس المقارنة بين سعر التنفيذ وسعر السوق للأصل محل التعاقد في الوقت الذي يتم فيه تنفيذ العقد، وحسب هذا التصنيف نجد الأنواع الموضحة في الجدول التالي:

[1] مسعودة بن لخضر، **عقود الخيار ودورها في تقليل مخاطر أسواق رأس المال**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص100.

[2] إبراهيم أحمد أنور، **عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع**، معهد العربي للتخطيط، الكويت، ص4.

[3] بوزيد سارة، **أوراق محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، 2007/2006، ص ص: 29-30.

الجدول رقم (4-1): أنواع الخيارات على أساس الربحية

	خيار الشراء	خيار البيع
سعر التنفيذ = سعر السوق	▪ عقد خيار الشراء متكافئ	▪ عقد خيار بيع متكافئ
سعر التنفيذ < سعر السوق	▪ عقد خيار شراء مربح	▪ عقد خيار بيع غير مربح
سعر التنفيذ >سعر السوق	▪ عقد خيار شراء غير مربح	▪ عقد خيار بيع مربح

المصدر: طارق عبد المال حماد، **المشتقات المالية**، الدار الجامعية، 2003، عين شمس، ص ص: 7-8.

4. التصنيف حسب ملكية الأوراق:

يصنف حسب هذا المعيار عقد الخيار إلى عقد الخيار المغطى وعقد الخيار غير المغطى.

1.4. الاختيار المغطى: حق اختيار شراء أو بيع أو كلاهما معا، حيث يملك محرر العقد فعلا الأوراق المالية التي يتم الاتفاق عليها.

2.4. الاختيار غير المغطى: حق اختيار شراء أو بيع أو كلاهما معا، وفيه لا يملك المستثمر فعلا الأوراق المالية المتعاقد عليها.

ثالثا: خصائص عقود الخيارات

من خلال دراسة عقود الخيارات يمكن استنتاج الخصائص التي تتميز فيها عقد الخيار وهي:

- عقد الخيار هو عقد غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها أو نظير هذا الحق، فإن الذي يشتري أو يبيع عقد الخيار يدفع نظير ممارسته المكافأة أي ثمن الاختيار، والذي يدفع للجهة التي حررت عقد الخيار والتزمت بتنفيذه إذا رغب صاحب الاختيار في ممارسة حقه بالتنفيذ لهذا الحق، لذا نعتبر هذه العلاوة أو المكافأة هي ثمن مقابل المخاطرة التي تحملها الطرف الآخر (محرر الخيار) بهدف النظر عن الظروف السائدة في السوق سواء كانت مناسبة أو غير مناسبة لمحرر الاختيار ومن الطبيعي أن يكون طلب التنفيذ للحق في الوضع غير المناسب لمحرر الخيار.[1]

- عند ممارسة الحق يتم دفع العقد بالكامل بهدف النظر عن ثمن الخيار، كما أنها عقود معروفة الخسارة سبقا، فأقصى ما يخسره صاحب العقد هو الثمن الذي دفعه لممارسة حق الخيار بالكامل فقط إذا لم ينفذ العقد.[2]

[1] زاهرة يونس محمد سودة، **تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والضريبية والشرعية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المنازعات الضريبية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2006، ص ص100-101.

[2] بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص60.

– عقود الخيارات هي عقود نمطية (الخيارات المتداولة في الأسواق المنظمة) لا يمكن تغير مواصفاتها من قبل طرفي العقد، وهذا التنميط يشمل حجم العقد، تاريخه، وسعره وقيود التنفيذ، نظام الهامش، التسوية اليومية.

– يتحدد سعر الخيار بناء على توازن قوى العرض والطلب.

– يمكن لصاحب الخيار الاستفادة من خاصية الرفع المالي من خلال دفع مكافأة قليلة نسبيا مقارنة بالقيمة السوقية للأصل محل التعاقد بدلا من شرائه نقدا واستغلال المبلغ المتبقي باستثماره في مجالات أخرى يتوقع من خلالها أن يحصل على عوائد مرتفعة.

رابعا: مزايا وعيوب عقود الخيارات

1. المزايا:

لعقود الخيارات المالية من وجهة نظر المتعاملين بها آثار اقتصادية إيجابية في الأسواق المالية نوجزها فيما يلي:[1]

– تعد عقود الخيارات المالية أداة جيدة للتغطية من مخاطر تغير السعر حيث يتم نقل تلك المخاطر إلى طرف آخر دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد.

– إتاحة فرصة استثمارية للمضاربين لتحقيق الأرباح بناءا أعلى توقعاته بشأن الأسعار إلا أن سعيه لتحقيق الربح يحوله طرف في العقد يقدم خدمة اجتماعية وإن كان لا يقصدها ذلك أنه الطرف الذي ستنقل إليه المخاطر التي لا يرغب فيها الأطراف الأخرى أي الأطراف التي تملك الأصل بالفعل (الطرف البائع) أو ترغب في امتلاكه مستقبلا (الطرف المشتري) لحاجة فعلية له.

– تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد، حيث يتميز التعامل في الأسواق بانخفاض تكلفة المعاملات على مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه مما يساهم التعامل بالعقود في تنشيط سوق الأصل المتعاقد وذلك بزيادة حجم التداول عليه ويرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة وتقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهاشمي للأصل في السوق الحاضر.

– المساهمة في إيجاد أسواق دائمة ومستمرة لوجود عدد كاف من المتعاملين يكونون على استعداد للبيع والشراء في أي وقت وكذلك السماح بالبيع على المكشوف كون البائع يستطيع إبرام صفقة غير موجودة عند وقت التعاقد وذلك اعتمادا على استطاعته في الحصول عليها فيما بعد بفضل السوق المستمرة.

[1] نبيل حركاني وعثمان بودحوش، **الآثار المالية والاقتصادية لعقود الخيارات المالية**، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي بعنوان: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 05 و06 ماي، جامعة سطيف1، 2014، ص 112–114.

- انخفاض نسبة المخاطرة في الأسواق المالية.

2. العيوب:

رغم المزايا الكثيرة للتعامل بعقود الخيارات إلا أنه هناك آثار سلبية تعود على المتعاملين بها وعلى الأسواق المالية بشكل عام بالضرر والخطر وتتمثل هذه الآثار السلبية في:[1]

- تشجيع المضاربات الوهمية كونها لا تملك قيمة اقتصادية حقيقية في ذاتها ولا أي أثر اقتصادي ينعكس على الأسواق المالية بصفة إيجابية كونها تقوم على فروق الأسعار مما يجعل مبادلاتها صفرية انعكست سلبا على الأسواق المالية وبالتالي فإن ما نسبته 98% من هذه العقود لا يجري تنفيذها لأنه لا يقابلها أصول مادية وعليه فإن المضاربة بهذه العقود ليست من المضاربة الحقيقية التي يتم فيها تبادل أصول مادية إنما هي مضاربات وهمية وبالتالي كانت سببا من أسباب حدوث الأزمات المالية.

- عقود الخيارات تساهم في خلق الأزمات كونها إحدى الأدوات المنتمية لعائلة المشتقات المالية وبشكل رئيسي في تفاقم الأزمة المالية فهي لا تتضمن المتاجرة بأصول حقيقية بل متعلقة بتحقق شروط أو أحداث في المستقبل.

- تساهم عقود الخيارات في تفاقم المخاطر، فكما تستخدم كأداة للتحوط من المخاطر يمكن أن تستخدم في المجازفة وليس من طبيعتها ما يميز مقصود صاحبها من استخدامها فهذا يعني أن المجازفين يساهمون في زيادة المخاطر بدلا من تخفيضها.

- تساهم في اتساع الهوة بين الاقتصاد القومي والاقتصاد المالي من خلال إخراج الأموال من النشاط الإنتاجي الحقيقي وتحويلها إلى النشاط المالي الطفيلي الذي يهدر الثروات اللازمة للعملية التنموية.

خامسا: أوجه التشابه والاختلاف بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية

من خلال العرض السابق يمكن استنتاج أن هناك نقاط تشابه واختلاف بين عقود الخيارات وعقود المستقبلية يمكن توضيح أهمها فيما يلي:

1. أوجه التشابه:

تتشابه عقود الخيارات مع العقود المستقبلية في النقاط التالية:[2]

- كلا العقدين يعطيان فترة زمنية مستقبلية

[1] نبيل حركاتي وعثمان بودحوش، مرجع سبق ذكره، ص ص: 115-116.

[2] سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص59.

- يعطيان لحاملهما الحق في شراء أو بيع الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يحدد في تاريخ التعاقد.
- قيمة العقدين لا تظهر إلا في تاريخ التنفيذ.
- التعامل في سوق الخيارات وسوق العقود المستقبلية ينطوي على درجة عالية من الرفع المالي.

2. أوجه الاختلاف:

رغم التشابه الكبير بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية، إلا أنه هناك أوجه اختلاف بينهما يمكن توضيحهما في الجدول التالي:

الجدول رقم (5-1): اختلاف بين العقود المستقبلية وعقود الخيارات

المقارنة	العقود المستقبلية	عقود الخيارات
نوعها ومكان تداولها	- نمطية ويتم تداولها في الأسواق المنظمة.	- نمطية في الأسواق المنظمة وغير نمطية في الأسواق غير المنظمة.
آلية التسوية	- يومية.	- تتم عندما يقرر المشتري ذلك.
الإلزام	- كلا الطرفين ملزم بالتنفيذ.	- بائع الخيار ملزم فقط.
العلاوة	- لا يوجد.	- يدفع المشتري للبائع علاوة.
المكاسب والخسائر	- المكاسب مستمرة بالنسبة للمشتري الحق طالما استمر ارتفاع الأسعار والعكس بالنسبة للبائع.	- خسائر المشتري محدودة بالعلاوة، أما أرباحه مستمرة والعكس بالنسبة للبائع.

المصدر: إعداد الطلبة بالاعتماد على عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص186-192.

المطلب الرابع: عقود المبادلات

تعتبر عقود المبادلات Swaps إحدى أدوات تغطية المخاطر، وهي تعرف كذلك بعقود المقايضة، وسنحاول خلال هذا المطلب التعرف عليها من مختلف الجوانب.

أولا: مفهوم عقود المبادلات

– عقد المبادلة هو عقد يبرم بين طرفي يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية.[1] وهو عقد ملزم بطرفي العقد، على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يمكن تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية.

– هي اتفاق تعاقدي بين طرفي يتضمن مبادلة قدر معين من الأصول المالية أو العينية، في الحاضر على أن يتم التبادل العكسي للأصل في تاريخ لاحق محدد مسبقا، وأهم هذه العقود عقود معدلات العائد والعمولات.[2]

– عقد المبادلة هو صفقة بين طرفي يوافق كل منهما على دفع سلسة من التدفقات النقدية للطرف الآخر خلال مدة مستقبلية محددا من الزمن، والاتفاقية هنا تشمل التواريخ التي تدفع فيها التدفقات النقدية والطريقة التي تحسب بها هذه التدفقات، وهذه العقود هي عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منظمة يتفق فيها طرفان على تبادل دوري للتدفقات النقدية (أحدهما مع الآخر) وذلك لمدة محددة وبالاعتماد على مبلغ الأساس.[3]

– وتجدر الإشارة أن لحق المبادلة يصعب وضع تعريف جامع له يشمل كل مفرداته للاختلاف محل العقد، فقد يكون محل العقد سندات أو أسهم أو عمولات أو سلع ولكن لابد من بيان بعض المصطلحات ذات العلاقة بعقد المبادلة وهي:[4]

- **الالتزامات:** هي الديون التي تقع على عاتق طرفي العقد كالديون التي نشأ عن إصدار السندات.
- **الحقوق ومثلها الأصول:** هي الأشياء التي يملكها كل من طرفي العقد، سواء كانت أوراق نقدية، أوراق المالية، أو أشياء عينية.
- **الدفعات:** هي الفوائد التي يدفعها كل من الطرفين في مقابل ما عليهما من التزامات.
- **المقبوضات:** ومثلها التدفق النقدي وهي عوائد الأصول المملوكة لكل من الطرفين والتدفق النقدي يشمل المدفوعات والمقبوضات.

[1] منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص9.

[2] آمال كامل عبدالله، **نظام القانوني في عقود مبادلة الأصول المالية المنقولة**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004، ص ص: 12-13.

[3] حاكم ربيعي وآخرون، **المشتقات المالية (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات)**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص363.

[4] أحمد سعيد، **الأسواق المالية المعاصرة**، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2016، ص142.

من خلال هذه التعاريف يمكن التوصل إلى أن عقد المبادلة هو عقد ملزم للطرفين عكس عقود الاختيار، إضافة إلى أن عقود المبادلة لا تتم تسويتها دفعة واحدة كما هو الحال في العقود الآجلة وبصيغة أخرى تتضمن عقود المبادلة إتفاقا بين طرفين ليتبادل بمقتضاه كل منهما للآخر عن مركزة القانوني لمدة محددة يعود بانتهائها الحال لما كان عليه قبل التعاقد، ويمنح هذا العقد المتعاملين في أسواق رأس المال الفرصة للحصول على التمويل بتكلفة منخفضة وفقا لظروفهم التي قد تلائم الأسواق الدولية.

ثانيا: أنواع عقود المبادلات

تتضمن عقود المبادلة أنواع عديدة تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد، ويمكن توضيحها في العناصر التالية:

1.مبادلة أسعار الفائدة: تتم هذه العقود بين طرفين يرغب كل منهما في مبادلة نوع مختلف من التدفقات النقدية من خلال دفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة للطرف الآخر الذي يقوم بدفع سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة المتغيرة (العائمة) مقابل ذلك ومن أبرز استخدامات هذا النوع من المبادلات:[1]

- مبادلة القسائم إذ نجري مبادلة معدل متغير للفائدة بمعدل ثابت للعملة نفسها.
- مبادلة الأساسي، إذ يبادل معدل متغير للفائدة بآخر متغير للعملة نفسها.
- مبادلة فائدة مختلفة للعمولات، إذ تجري مبادلة سعر فائدة متغير بعملة ما بسعر فائدة لعملة أخرى.

وتقوم مبادلة أسعار الفائدة على الأركان التالية:[2]

- **دافع الفائدة الثابتة:** يمثل الطرف الأول لعقد المبادلة حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة الثابتة مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة الثابتة ويهدف هدا الطرف إلى التحوط من مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى من معدل الفائدة الثابتة، يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الثاني (المحرر).

- **دافع الفائدة المتغيرة:** يمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة حيث يقوم بدفع الفائدة المتغيرة مقابل الحصول على الفائدة الثابتة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة المتغيرة يهدف هذا الطرف إلى التحوط من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول (المشتري).

[1] عبد الكريم جابر العيساوي، **التمويل الدولي**، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط2، عمان، 2015، ص178.

[2] بزار حليمة، **المشتقات المالية ومخاطرها**، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول أرقية النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 05 و06 ماي 2009، ص ص: 11-12.

– **معدل الفائدة الثابتة:** هو سعر الفائدة الثابت في العقد والذي يتفق عليه الطرفان ويحصل عليه الطرف الثاني (المحرر) في مقابل أن يدفع للطرف الأول (المشتري) معدل الفائدة المتغير.

– **معدل الفائدة المتغيرة:** قد يتفق طرفي عقد المبادلة على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة.

– **التسوية:** تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه (ربع سنوي، نصف سنوي...)حيث لا تتم عملية التسوية يوميا، كذلك يلاحظ أنها تتم على أساس معدل الفائدة المتغير في الفترة التي تسبق عملية التسوية مباشرة بالمقارنة بمعدل الفائدة الثابتة.

– **قيمة عقد المبادلة:** هو المبلغ المتفق عليه بين طرفي عقد المبادلة ويمثل قيمة عقد المبادلة نفسه.

ولهذا النوع من العقود أنواع عديدة غير أن أهمها عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة والمتغيرة، ويراد لها عقود المبادلة التي يكون موضوعها مبادلة أسعار فائدة ثابتة يدفعها طرف ما في مقابل ما عليه من التزامات (ديون) بأسعار فائدة متغيرة يدفعها طرف آخر في مقابل ما عليه من التزامات أيضا، ويريد الطرف الأول أن يحول التزامه بدفع الفائدة الثابتة إلى الطرف الثاني، مقابل أن يتحول التزام الطرف الثاني بدفع الفائدة المتغيرة إليه من غير أن يكون هناك ارتباط بين عقد المبادلة وبين العقد السابق الذي نشأ عنه التزام كل منهما.[1]

2. عقود مبادلة العملات[2]: تمثل عملية المبادلة بين عملتين معينتين، في شراء أحدهما ولتكن عملة (x) وبيع الأخرى ولتكن (y) على أساس السعر الفوري لكل منهما، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (الآجل)، والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين وتأخذ عقود مبادلة العملات شكلين:

– عقود مبادلة متوسطة أو طويلة الأجل تحدث في أسواق رأس المال ويطلق عليها مصطلح مقايضات رأسمالية ويغلب على أغراضها الطابع التحوطي أكثر من طابع المضاربة، وتلجأ إليها عادة المؤسسات المالية بهدف الاقتراض طويل الأجل من أسواق رأس المال.

– عقود مبادلة قصيرة الأجل وتحدث في أسواق النقد ويتعامل فيها المضاربون للأغراض تحقيق الأرباح جراء تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات.

ومثال على ذلك أن يتفق شخص مع أحد البنوك على إجراء عقد مبادلة الدينار الجزائري بالدولار الأمريكي وفق الشروط والخطوات التالية:

[1] بزار حليمة، مرجع سبق ذكره، ص12.

[2] ساسية جدي، **دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية**، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص ص: 93-94.

أ- شراء 60000 دولار من البنك شراء حاليا يعقبه تسليم الدولارات وتسلم الدينارات على أساس سعر الصرف الحالي وقدره مثلا 74 دينار لكل دولار (4440000).

ب- إعادة بيع الدولار الأمريكي (في الوقت نفسه بالدينار الجزائري) ومن البنك نفسه، على أساس سعر الصرف الآجل وقدره 72 دينار لكل دولار على أن يتم التسلم والتسليم بعد خمسة أشهر من تاريخ العقد (4260000) وتجدر الإشارة أن تحديد سعر الصرف للأجل يتوقف على مقدار معدل الفائدة على الإقراض والإيداع بالنسبة لكلا العملتين.

3.مبادلة البضائع: هي عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من طرف آخر لبضائع معينة وبالسعر السائد ويتم التسديد فورا، وبيعها له في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا، بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها.[1]

4.المبادلة الخيارية: هي عقد خيار لمبادلة أسعار فائدة يعطي لحامله الحق وليس الالتزام للدخول في صفقة مبادلة أسعار فائدة ثابتة أو متغيرة، خلال مدة محددة مستقبلية بشروط يتم الاتفاق عليها وقت التعاقد على الخيار، فالغرض من المبادلة الخيارية هو إتاحة الفرصة للعميل المقترض للاستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة خلال فترة معينة قادمة، وبالتالي يمكن احتواء تكلفة التمويل عندما يتمكن تثبيت سعر الفائدة عند نسبة معينة ويدفع مشتري الخيار حامل الحق علاوة للبائع للاستفادة من هذا الحق وبذلك يكون قد حصل على ضمان بأن سعر الفائدة الذي سيدفعه على مبلغ معين قد تم تثبيته سلفا، وذلك مقابل سداد علاوة معينة تؤمنه ضد المخاطر المترتبة عن تحرك أسعار الفائدة في غير صالحه والطرف البائع لعقود المبادلة الخيارية إما أن يكون بنكا تجاريا أو بنك استثمار، وتتحمل هذه البنوك مخاطر تغيرات أسعار الفائدة مقابل الحصول على علاوة الخيار.[2]

بما أن المبادلة في صورتها الأكثر عمومية هي عقد يتضمن تبادل سلسلة تدفقات نقدية وفق صيغة تعتمد على قيمة أو أكثر من المتغيرات لذلك لا يوجد حد لعدد أنواع المبادلات المختلفة التي يمكن ابتكارها ومن بين أنواع عقود المبادلات الأخرى:

- مبادلة الاستحقاق المستمر.
- مبادلة استحقاق الخزانة.
- مبادلة أصل الدين ومبادلة حقوق الملكية.
- المبادلة السلعية.

[1] بلحسن فيصل وآخرون، **مخاطر المشتقات المالية**،ص8، من الموقع الالكتروني http : //iefpedia.com/arab/ ?p=22400 تاريخ الاطلاع: 2018/02/25.

[2] عبد الكريم أحمد قندور، مرجع سبق ذكره، ص253.

ثالثا: خصائص عقود المبادلات

مما سبق يمكننا استخلاص أهم خصائص عقود المبادلات (المقايضة) كما يلي:[1]

- عقود غير نمطية بمعنى أنها محصلة للاتفاقيات ثنائية بين طرفي العقد؛
- تتميز عقود المبادلات عن غيرها من المشتقات المالية كونها ملزمة لطرفي العقد؛
- أغلب عقود المبادلات يكون المبيع فيها تدفقات نقدية (أي مبادلة نقد بنقد) وفي قليل منها يكون المبيع بعض الأصول كالأوراق المالية؛
- يتضمن عقد المبادلة الواحد تكرار التدفقات النقدية بين طرفي المعاملة؛
- يتضمن عقد المبادلة تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي؛
- لا يتم تسوية عقود المبادلات مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ.[2]

رابعا: مزايا وعيوب عقود المبادلات

تتمتع عقود المبادلات بمجموعة من المزايا، وتتصف بمجموعة من العيوب ويمكن توضيح أهمها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (6-1): مزايا وعيوب عقود المبادلات

المزايا	العيوب
▪ تحقق هيكل إقراض بالتكلفة المرغوبة. ▪ لا تتطلب دفع هوامش أو علاوة في أغلب أنواعها عكس عقود الخيار التي تتطلب علاوة والعقود المستقبلية التي تتطلب دفع هامش. ▪ تستعمل كأداة تحوط ضد مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية حيث تكون هذه التقلبات عكس مصالح المستثمر. ▪ يمكن تصميمها حسب رغبة المتعاملين. ▪ تمكن المقترضين من الحصول على مصادر تمويل جديدة كون المبيع فيها تدفقات نقدية.	▪ يصعب إلغائها أو تعديلها في أغلب الأحيان أي أنها لا تتصف بالمرونة مقارنة بعقود المشتقات الأخرى. ▪ تنطوي على مخاطر عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته (مخاطر عدم السداد). ▪ يصعب قياس المخاطر الناتجة عنها أو التنبؤ بما ستؤول إليه الأسعار مستقبلا. ▪ تكون في بعض الأحيان معقدة.

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على: عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص ص:261-262.

[1] حسين على محمد منازع، **أدوات التحوط في المعاملات المالية وأحكامها الشرعية**، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، الدورة الثانية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي بالتعاون مع منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، 26 و27 أفريل، 2016، ص41.

[2] لياس منيرة، **الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية**، ملتقى علمي دولي، مداخلة بعنوان الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20 و 21 أكتوبر، 2009، ص6.

خلاصة الفصل:

توصلنا من خلال هذا الفصل الذي جاء بعنوان الجانب النظري للمشتقات المالية، الأسواق المالية وأوراقها وتصنيفاتها التي تنقسم إلى عدة أقسام وذلك حسب المعيار المستخدم في التقسيم، بالإضافة إلى تنظيم وسير سوق الأوراق المالية وذلك من خلال عرض أهم المتعاملين في هذه الأخيرة.

كما توصلنا إلى أن التغيير في البيئة الاقتصادية والمالية الاستثمارية أدى إلى ضرورة البحث عن منتجات وأدوات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائد، وقد تحقق ذلك من خلال الهندسة المالية التي مكنت من ابتكار مجموعة من الأدوات تعرف بالمشتقات المالية، وهي عبارة عن عقود مالية يمكن من خلالها بيع أو شراء المخاطر في الأسواق المالية وتشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد والذي يكون ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي، سعر فائدة...

وتشمل هذه المشتقات في عدة أنواع لكن أكثرها شيوعا في الأسواق المالية وأشهرها هي أربعة أنواع والمتمثلة في: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات، إضافة إلى عقود المبادلات.

مخاطر المشتقات المالية ودورها في الأزمات

تمهيد:

لم يكن ظهور المشتقات المالية وليد الصدفة بل كان وليد حاجة وضرورة ملحة وهو ما يؤكد الضرورة الاقتصادية لهذه العقود والمزايا التي يمكن أن تحققها لمختلف الأعوان الاقتصاديين كما ذكرنا في الفصل السابق فهي أداة للتنبؤ واستكشاف السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضرة في تاريخ تسليم، وكذلك أداة للتغطية ضد مخاطر التقلبات السعرية أن جميع المتعاملين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة ويجد هؤلاء المستثمرين غايتهم في أسواق المشتقات المالية.

إلا أنها في نفس الوقت تنطوي على مخاطر كامنة في خصوصية وطبيعة عملها والتي تعتبر أعلى من مثيلاتها في الأدوات المالية التقليدية، وخاصة فيما يتعلق منها بخلق وتكريس الأزمات المالية والمساهمة في إشعال فتيلها.

ويهدف التعمق أكثر في الجوانب السلبية التي تحويها المشتقات المالية ومحاولة من للإلمام على المخاطر التي تنطوي عليها، قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية.

المبحث الثاني: مخاطر التعامل المشتقات المالية.

المبحث الثالث: انعكاسات استخدام المشتقات المالية على الأزمات.

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية

قد شكل تكرار الأزمات المالية في العالم لا سيما في اقتصاديات الدول الغربية ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام وهذا لآثارها السلبية والخطيرة وتأثيراتها على اقتصاديات الدول ويتم التطرق في هذا المبحث إلى مفهوم الأزمة المالية والخصائص التي تتميز بها، إضافة إلى أنواعها، مؤشراتها الاقتصادية، أسباب حدوثها وأهم الأزمات التي عرفتها الأسواق المالية العالمية.

المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية وخصائصها

سنحاول من خلال هذا المطلب توضيح مفهوم الأزمة بصفة عامة والتركيز على الأزمة المالية وخصائصها مع تبيين أنواعها بهدف تسهيل فهمها.

الفرع الأول: تعريف الأزمة

لقد تعددت التعاريف لمصطلح الأزمة وفق (steve albert) عن الأزمة بأنها "تلك الحدث السلبي الذي يمكن تجنبه أيا كانت درجة استعداد المنظمة ويعرف أوران بونج –كاتب سياسي– الأزمة هي تداعي سريع الأحداث يؤدي إلى تنشيط عناصر عدم الاستقرار في النظام الدولي أو في نسقه على نحو غير مألوف يزيد من احتمالات اللجوء إلى العنف."[1]

ويعرف السيد "عليوة" الأزمة بصفة عامة من الناحية الاجتماعية على أنها توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة وإضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن لتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة.[2]

أما من الناحية الاقتصادية، فهناك إختلاف بين التعاريف التي قدمها الباحثون للأزمة فهناك من يعرفها أنها موقف طارئ يحدث إرتباكا في سلسلة الأحداث اليومية للمنظمة، ويؤدي إلى سلسلة من التفاعلات ينجم عنها تهديدات ومخاطر مادية ومعنوية للمصالح الأساسية للمنظمة، مما يستلزم إتخاذ قرارات سريعة في وقت محدد، وفي ظروف يسودها التوتر نتيجة نقص المعلومات وحالة عدم التيقن التي تحيط بأحداث الأزمة.[3]

إذن يمكن تعريف الأزمة هي مرحلة حرجة تواجه المنظومة الاجتماعية ينتج عنها تزايد وتراكم للأحداث غير متوقعة تمس جزء من النظام أو النظام كله، إضافة إلى التأثير الشديد على أطراف داخل النظام أو

---

[1] زرقاطة مريم، **دور الصناديق السيادية في تحقيق الاستقرار المالي العالمي (تجربة إستثمار الثروات الخليجية)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2011/2010، ص53.

[2] مفتاح صالح ومعارفي فريدة، **أزمة النظام المالي العالمي وبديل البنوك الإسلامية**، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، يومي 05–06 ماي، 2009، ص1.

[3] كمال زريق وحسن توفيق، **الجوانب النظرية للأزمة المالية**، المؤتمر الدولي السابع "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء، الأردن، 10–11 نوفمبر 2009، ص3.

خارجه ماديا ونفسيا وسلوكيا، ويدفع سلطة إتخاذ القرار فيها إلى ضرورة التدخل السريع لنجدتها وبالتالي إعادة توازن هذا النظام.

الفرع الثاني: تعريف الأزمة المالية وخصائصها

في الواقع ليس هناك تعريف واحد للأزمة المالية بل هناك عدة تعاريف يتم عرضها فيما يلي:

– الأزمة المالية هي الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول، فالأصول إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية، مثل الآلات والمعدات والأبنية، وإما أصول مالية وهي حقوق ملكية للأصول المالية، وهذه تسمى مشتقات مالية ومنها العقود المستقبلية للنفط أو للعمولات الأجنبية مثلا،فإذا انهارت قيمة أصول ما فجأة، فإن ذلك قد يعني إفلاس أو إنهيار قيمة المؤسسات التي تملكها وقد تأخذ الأزمة المالية إنهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد.[1]

– كما تعرف على أنها حالة تمس أسواق البورصة وأسواق الائتمان لبلد معين أو مجموعة معينة من البلدان وتكمن خطورتها في آثارها على الاقتصاد مسببة بدورها أزمة إقتصادية ثم إنكماش اقتصادي عادة ما يصاحبه إنحصار القروض وأزمات السيولة النقدية وانخفاض في الاستثمار وحالة من الذعر والحذر في الأسواق المالية.[2]

– وتعتبر كذلك عن إنهيار مفاجئ في مجموع المتغيرات المالية، مثل حجم الإصدارات وأسعار الأسهم، السندات وقيمة القروض والودائع المصرفية وأسعار وأسعار الصرف ويمتد أثار ذلك كله إلى القطاعات الأخرى،[3] مما يؤدي إلى إختلال التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في بعض المؤسسات المالية.

– ومن مجمل التعاريف المقدمة عن الأزمة المالية نستخلص هذا التعريف:

الأزمة المالية هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية وعلى حجم إصدار وأسعار الأسهم والسندات وإجمالي القروض والودائع المصرفية ومعدل الصرف وتعبر عن إنهيار شامل في النظام المالي والنقدي.

وتتميز الأزمات المالية بمجموعة من الخصائص أهمها:[4]

---

[1] عمر يوسف عبد الله عبابنة، **الأزمة المالية المعاصرة تقدير إقتصادي إسلامي**، جدار للكتاب العلمي، الأردن، 2010، ص ص: 17–18.

[2] الشيخ الداوي، **الأزمة المالية العالمية انعكاساتها وجذورها**، مؤتمر "الأزمة المالية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13–14 مارس 2009، ص09.

[3] عبد المجيد قدي، **الأزمة الاقتصادية الأمريكية، وتداعياتها العالمية**، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد السادس والأربعون، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، 2009، ص 8.

[4] عمر يوسف عبدالله عبابنة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 18 – 19.

– الأزمة المالية نقطة تحول أساسية، ومرحلة حرجة وأحداث متتابعة ومتسارعة تصيب الكيانات المالية وتهدد وجودها.

– حالة الذعر، حيث تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من التوتر والقلق مما قد يؤدي إلى صدور ردود أفعال شديدة وغير صحيحة من قبل الجهات المعنية بالأزمة.

– المفاجأة، تؤدي إلى حالة من الخوف تصل إلى حد الرعب من المجاهيل التي يضمها إطار الأزمة، وتصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجة عالية من الشك في الخيارات المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة بسبب زيادة التوتر والقلق علاوة على قصور المعلومات.

– نقص المعلومات: حيث يؤدي التعقيد والتشابك والتداخل والتعدد في عناصرها وعواملها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة والمعارضة لها، إلى عدم توفر المعلومات من المتسبب بهذه الأزمة وما آثارها المتوقعة.

– تمثل مجابهة الأزمة تحديا للنظام الإداري والمالي نظرا لتهديدها مصالح النظام واستمراره في أداء وظائفه وتحقيق أهدافه وأمنه واستقراره، ويتطلب ذلك توافر درجة عالية من الكفاءة والخبرة للخروج من هذه الأزمات.

– الحاجة إلى وقت طويل وغياب الحل الجدري والسريع، فمواجهتها تستوجب خروجا من الأنماط التنظيمية المألوفة، وابتكار نظم أو أنشطة تمكن من استيعاب ومواجهة الظروف الجديدة المترتبة على المتغيرات الفجائية، وقد تحتاج الأزمة لبعض السنوات للخروج منها وتجاوز آثارها.

– وكل هذه الخصائص مجتمعة إضافة إلى خصائص أخرى سببت أزمات مالية عصفت بالاقتصاد العالمي وعرضت عدة مؤسسات مالية للإنهيار والدمار وهذا بسبب عنصر المفاجأة والأحداث غير المتوقعة.

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية

يوجد عدة أنواع للأزمات المالية تتنوع حسب المؤسسات والأسواق التي تمسها ويمكن التمييز بين الأنواع التالية:

1.الأزمة المصرفية: تحدث عندما يتعرض المصرف إلى طلب مرتفع ومفاجئ من المودعين لسحب ودائعهم، فمن المعروف أن المصرف يستخدم جزء كبير من هذه الودائع في عمليات الإقراض ومزاولة الأنشطة الاقتصادية التي يحتاجها، ويحتفظ بنسبة محددة لتلبية طلبات السحب اليومية العادية ويتعرض المصرف إلى أزمة مصرفية حقيقية عندما يكون الارتفاع المفاجئ في طلب سحب الودائع يتجاوز النسبة المعتادة في السحب فتقع الأزمة حيث تكون في صورة أزمة سيولة وعندما تشتد هذه الأزمة فإنها تنتقل من مصرف إلى مصرف آخر، إلى أن تصبح أزمة مصرفية في تلك الدولة أو مجموع من الدول ومن المعروف

أن الأزمة المصرفية لا تظهر فقط في صورة نقص في السيولة وإنما أيضا قد تكون أزمة إقتراض وتقع هذه الأزمة عندما تتوقف البنوك عن منح القروض لزبائنها خوفا من عدم قدرتها على تلبية طلبات السحب.[1]

2.أزمة أسواق رأس المال: تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة (الفقاعة) حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل كالأسهم على سبيل المثال هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره، وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل وفي هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك إتجاه قويا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى سواء في نفس القطاع أو في القطاعات الأخرى.[2]

3.أزمة السيولة الدولية: وتعرف أيضا بأزمة شبح السيولة، وهي تنتج عن عدم الاتساق أو التوافق بين آجال استحقاق كل من الأصول والخصوم الدولية لهذا النظام، فإذا عجزت أصول البلد المقومة بالعملة الأجنبية فإن النظام المالي يفقد سيولته الدولية ويصبح عاجزا عن الاستجابة والتصدي لأي صدمة خارجية ويرى العديد من الاقتصاديين أن أزمة شيلي عام 1982 و أزمة المكسيك عام 1994 والأزمة المالية الآسيوية عام 1997 تتسم جميعها بفقدان النظام المالي لسيولته الدولية، الشيء الذي يخلق أزمة ثقة ويدفع إلى سيادة الذعر المالي.[3]

4.أزمة الديون العالمية: تعرف المديونية على أنها تلك العملية التي تتميز بحركة توقعات رؤوس الأموال في اتجاه البلد المقترض من دولة دائنة وعند انقطاع حركة التدفقات تحدث أزمة مديونية ويكون سبب الانقطاع في أغلب الأحيان راجعا إلى عدم قدرة الطرف المدين على الوفاء بالتزاماته.[4]

5.أزمة العملة وأسعار الصرف: وتسمى كذلك أزمة النقد الأجنبي، وتحدث عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها وإلى هبوط حاد فيها[5] بعض هذه الأزمات يكون لها أثر

---

[1] علي عبد الفتاح أبو شرار، **الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة**، دار اليازوري، عمان، 2012/2011، ص ص 36-37.

[2] نادية بلوغي، **تداعيات أزمة اليورو على الشراكة الأورو متوسطية دراسة حالة الجزائر**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2013، ص20.

[3] نادية عقون، **العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة للأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013/2012، ص11.

[4] أمال قحايرية، **أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية**، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد3 ،جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2005، ص136.

[5] أحمد زغدار وصالح المهدي، **الأزمة المالية الآسوية والأزمة العقارية الأمريكية**، الملتقى الدولي الثاني "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية"، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلى، 05-06 ماي 2009، ص06.

محدود على القطاع المالي، أما البعض الآخر يلعب دورا أساسيا في تدهور النمو الاقتصادي وحدوث الانكماش بل وتصل إلى حد الكساد.

المطلب الثالث: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية وأسباب حدوثها

منذ أن وقعت الأزمات المالية في أمريكا اللاتينية وشرق آسيا كرست المنظمات الدولية المهتمة بالنظامين الاقتصادي والنقدي الدوليين والباحثون جهودهم في تتبع الأسباب والعوامل التي تؤدي إلى حدوث الأزمات المالية، وقد تحدث الأزمات للأسباب عديدة يمكن التنبؤ ببعضها، والبعض الآخر يصعب قياسه بدقة ورغم أن لكل أزمة خصائصها وأسبابها، فإن هناك عوامل مشتركة توجد في هذه الأزمات.

الفرع الأول: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية[1]

في الواقع لا توجد مؤشرات واضحة دالة حدوث أزمات مستقبلا بشكل يقيني، وإذا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها، ففي الحقيقة هناك مجموعة من المؤشرات الدالة فقط تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات، والمنهج الشائع للاستخدام هو بناء "نظام للإنذار المبكر" يعني تحديد مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي تختلف سلوكها في الفترة التي تسبق الأزمة عن سلوكها المعتاد، فمن خلال مراقبة هذه المتغيرات يمكننا التنبؤ بوقوع الأزمة.

ويتوقف إختيار المتغيرات دون غيرها على فهم كل شخص لأسباب الأزمة، فإذا كان الاعتقاد السائد أن أسبابها مالية، فسوف يعتمد على الحجز المالي، الاستهلاكي الحكومي الائتمان المصرفي للقطاع العام...، أما إذا كان يعتقد أن مشكلات القطاع الخارجي مسؤولة أكثر من غيرها عن الأزمات، فإن الأولوية سوف تعطى لمؤشرات أخرى مثل: سعر الصرف الحقيقي، ميزان الحساب الجاري، تغيرات معدل التبادل الدولي، تفاوت أسعار الفائدة المحلية وغيرها.

وأظهرت دراسة أجريت على عينة شملت 53 دولة متقدمة ومتخلفة خلال الفترة الممتدة من 1975-1997 أن سلوك بعض المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل سعر الصرف، مؤشرات الأسواق النقدية والمالية، قد اختلفت عن سلوكها المعتاد قبل حدوث الأزمة بسنة أو سنتين ويمكننا تصنيف أهم المؤشرات الاقتصادية إلى صنفين هما:

- التطور في السياسة الاقتصادية الكلية.
- الخصائص الهيكلية للسوق (البنيوية).

[1] زايدي عبد السلام ومقران يزيد، **الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر**، ملتقى دولي حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المصرفية، جامعة خميس مليانة، عين الدفلى، يومي 6-7 ماي 2009، ص ص: 6-7.

ويمكن توضيح المؤشرات الاقتصادية لكل صنف في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-2): المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية

التطور في الاقتصاد الكلي	الخصائص الهيكلية والبنيوية
▪ ارتفاع معدل التضخم. ▪ نمو سريع في التدفق النقدي. ▪ إنخفاض حقيقي لمعدل نحو الصادرات. ▪ عجز مالي متزايد. ▪ ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد. ▪ النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي. ▪ ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض. ▪ ارتفاع نسبة الحجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي. ▪ نمو الديون الخارجية وزيادة الديون بالعملة الخارجية. ▪ انخفاض الاحتياطي العالمي. ▪ انخفاض نحو الاقتصاد الحقيقي. ▪ ارتفاع معدل الأسعار والأرباح. ▪ ارتفاع معدلات الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة.	▪ نظام جمود معدلات التبادل. ▪ إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات. ▪ قطاع التصدير أكثر تركيزا. ▪ ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية. ▪ ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل. ▪ تحرر سوق المال الحديث. ▪ إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها. ▪ سوق الائتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية. ▪ انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم. ▪ سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم. ▪ سيطرة بعض الصناعات على سوق الأسهم. ▪ الرقابة على دخول السوق والخروج منه.

المصدر: زايدي عبد السلام، مقران يزيد، **الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر**، ملتقى دولي حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المصرفية، جامعة خميس مليانة، عين الدفلى، يومي 6-7 ماي 2009، ص08.

الفرع الثاني: أسباب حدوث الأزمات المالية

تتعدد وتتنوع أسباب حدوث الأزمات بحسب ظروف كل دولة، فلا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب واحد أو سببين، فهناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد للإحداث أزمة مالية بعضها خارجية يرجع لوجود خلل في الهيكل الاقتصادي والبعض الآخر داخلي أو محلي يرجع لعوامل داخل النظام المصرفي ذاته، وبعضها يمكن التنبؤ به في حين أن البعض الآخر يصعب قياسه بدقة والعوامل التي تساعد على حدوث الأزمات تكمن في الآتي:[1]

- عدم تماثل المعلومات.
- التقلبات الاقتصادية الكلية العنيفة.
- التوسع الكبير في الإقراض وانهيار أسعار الأصول.
- تزايد إلتزامات البنوك مع عدم تناسق آجال الاستحقاق.
- عدم التحضير الكافي للتحرير المالي.
- التغلغل الحكومي والقيود المطاطة حول القروض المرتبطة بها.
- ضعف النظم المحاسبية والإفصاح والأطر القانونية.
- نظم الصرف.
- المضاربة غير المحسوبة.

ويترتب على هذه الأزمات تدهور في الأسعار، وزيادة الخسائر، وتدهور التداول في البورصة، وفقدان الثقة في بعض الأوراق المالية، لذا يفيد الإفصاح المالي في الكشف عن حقيقة التغيرات في البورصات.

[1] زكريا سلامة وعيسى شنطاوي، **الآثار الاقتصادية للأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي**، ط1، دار النفائس، الأردن، 2008، ص163.

المبحث الثاني: مخاطر التعامل بالمشتقات المالية

رغم أن التعامل بالمشتقات المالية يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في العائد وأسعار الصرف، الفائدة، السلع...إلخ إضافة للأغراض أخلا أنه وبحكم طبيعة هذه الأدوات وارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في محدداتها وسوف نتطرق خلال هذا المبحث للأهم المخاطر التي يتعرض لها مستخدموا المشتقات المالية.

المطلب الأول: تعريف المخاطرة

تعتبر الأنشطة الاقتصادية بشكل عام عرضة لمختلف أنواع المخاطر، ولعل المعاملات المالية أكثرها تعرضا وتأثرا بها، وقد قامت عدد من العلوم الاجتماعية منها علم الإحصاء وعلم الاقتصاد وعلم الإدارة المالية بدراسة موضوع المخاطرة الذي له خصوصيات ينفرد بها، ومع كل التعقيدات النظرية التي تكتنفها دراسة المخاطر، فإن معناها لا يخرج عن جميع هذه العلوم ويمكن النظر لتعريف المخاطرة من عدة زوايا وهي:[1]

أولا: المعنى الاقتصادي للمخاطرة

تعرف كلمة مخاطرة أنها إمكانية حدوث شيء غير مرغوب فيه، وهي في نفس الوقت تعني الشيء الذي يمكن أن يسبب الخطر نفسه، وهي الحالة التي تتضمن إحتمال الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة كما ينظر إليها على أنها توقع إختلاف في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه وهي حالة عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة.

ثانيا: المعنى المالي للمخاطرة

تعرف المخاطرة من المنظور المالي بأنها إمكانية حدوث إنحراف في المستقبل، بحيث تختلف النواتج المرغوب في تحقيقها عما هو متوقع أو عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي.

المطلب الثاني: مخاطر استخدام المشتقات المالية

تتمثل المخاطر التي يمكن أن تواجهها أدوات المشتقات المالية أساسا في:

[1] بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 331-332.

أولا: مخاطر الإئتمان

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الاقتصادية التي سيتكبدها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف الآخر في العقد بالوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها في العقد[1] ،ويعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر إنتشارا في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصات المنظمة، الأمر الذي يقتضي إهتمام المتعاملين في البورصات غير المنظمة بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها[2] وهذه المخاطر كانت ومازالت أهم الأسباب الرئيسية لفشل العديد من المؤسسات المالية والمصرفية.

ثانيا: مخاطر السيولة

تتحقق عند عدم تمكن البائع من الحصول على ثمن الأوراق المالية محل التعاقد في موعدها مما قد يضطر إلى الإقتراض أو تسييل بعض أصوله حتى يتمكن من مقابلة التزاماته اتجاه الغير وكذلك يتعرض المشتري لذات المخاطر عند قيامه بالوفاء بثمن الأوراق المالية التي تعاقد على شرائها دون أن يتمكن من حيازة الأوراق المالية المتعاقد عليها في موعدها، في هذه الحالة أيضا قد يضطر إلى إقتراض الأوراق المالية محل التعاقد أو الدخول في عقد جديد.[3]

ثالثا: مخاطر الإحلال

هذه المخاطر لا تتعلق بإخفاق أحد الأطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الإلتزام مطلقا، وهو الأمر الذي يضطر معه الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته اتجاه الغير مع تحمله خسائر جسيمة والتي تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر الأوراق المالية المتعاقد عليها في البورصة الحاضرة.[4]

رابعا: مخاطر السوق

تنشأ مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات المالية عن السلوك السعري لأسعار الأصول محل التعاقد (أي التقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات) ويعود السبب في هذا إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد[5] وبذلك فإن أي تغير ولو كان بسيطا في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد، قد يؤدي إلى تغير

---

[1] طارق عبد العال حماد، **المشتقات المالية**، الدار الجامعة، الإسكندرية، مصر، بدون سنة النشر، ص264.

[2] محمود سحنون وسميرة محسن، **مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات**، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص06.

[3] خالد محمد نصار، **آليات تنشيط سوق فلسطين الأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتسويق، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006، ص133.

[4] نور الدين بومدين، **صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية**،أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بو علي، الشلف، الجزائر، 2015/2014، ص65.

[5] بلحسن فيصل وعبو هدة، **مخاطر المشتقات المالية**، جامعة حسيبة بن بو علي، الشلف، الجزائر، 2007، ص9.

أكبر في قيمة المشتقة المالية، وتعد المخاطرة السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في المشتقات المالية أخذها بعين الاعتبار من خلال مراقبتها وقياسها، على الرغم من أن القياس الدقيق لهذا النوع من المخاطر يعد صعبا ومعقدا لا سيما مع هذه الأدوات نظرا للتقلب الكبير في أسعارها، لذلك تبقى إمكانية التعرض لهذا النوع من المخاطرة كبير ومؤثرة بالنسبة للمتعاملين في عقود المشتقات المالية[1]، بالإضافة إلى ذلك فإن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد خطورة في ظل ترابط الأسواق المالية بدرجة أكبر، مما يؤدي إلى سهولة انتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى، ومن ثم فإن المتعاملين في مجال عقود المشتقات يكونون في حاجة ماسة إلى تحديد عناصر هذه المخاطر وفهم كيفية تفاعلها مع بعضها البعض، وبالتالي فإن تقدير مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات،إنما يعتمد على التقييم المرتبط بالسوق من جهة وأيضا على الأدوات التي تستخدم كوقاية ضد هذه المخاطر من جهة ثانية.[2]

خامسا: مخاطر التشغيل

وهي تلك المخاطر التي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات وفشل المديريين وضعف كفاءة الأنظمة الرقابية والإدارية، إضافة إلى ضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات المالية والتعامل بها[3] وتنشأ عادة هذه المخاطر من عمليات التسوية والمقاصة نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية والإخفاق في إجراء عمليات التسوية والمقاصة بكفاءة عالية، الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في السوق لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش.[4]

سادسا: مخاطر التسوية

تتمثل مظاهر مخاطر التسوية في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها بصفة آنية، فقد يتعرض أحد طرفي العقد المشتق للخسارة إذا كان السعر الذي باع به مرتفعا مع رفض الطرف الآخر للسداد في التاريخ المحدد للتسوية (قد يكون تعرض لخطر الإحلال)، كما يحتمل أن تكون قيمة الأصل الضمني (الأصل محل التعاقد) عرضة لتقلبات الأسعار وبالتالي قد تنخفض هذه القيمة في حالة اختلال التوافق بين تاريخ تسليم الأصل مع تاريخ تسليم ما يقابله نقدا يوم التسوية[5] ويمكن تقليل هذه المخاطر في المشتقات المالية لدرجة كبيرة باستعمال شروط تصفية التسويات في الاتفاقيات الشاملة وهذا يؤدي إلى تقليل مخاطر

[1] هاشم فوزي ديبابس العيادي، **الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية**، الوراق للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008، ص ص:119-120.

[2] فيصل بلحسن وهدة عبو، مرجع سبق ذكره، ص9.

[3] هاشم فوزي ودباس العيادي، مرجع سبق ذكره، ص121.

[4] سمير عبد الحميد رضوان حسن، **المشتقات المالية ودور صافي إدارة المخاطر**، دار النشر للجامعات، مصر، 2001، ص332.

[5] بلحسن فيصل وعبو هدة، مرجع سبق ذكره، ص9.

التسوية للاتفاقيات التي تتم بنفس العملة وتبقى مخاطرة كبيرة تتمثل في مشكلة التسديد بأكثر من عملة واحدة.[1]

سابعا: المخاطر القانونية

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجحة لتصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف الآخر المقابل له وفق لشروط العقد أو ترتيبات التصفية، مثل هذه المخاطر يمكن أن تنشأ مثلا من عدم كفاية توثيق العقد، أو عدم القدرة على ترتيب تصفية العقد في حالة الإفلاس، أو إدخال تغييرات عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأوراق والأدوات المالية.[2]

المطلب الثالث: طرق إدارة مخاطر المشتقات المالية

بعد التعرف على المخاطر التي يمكن أن تواجهها أدوات المشتقات المالية نتطرق في هذا المطلب الى كيفية إدارة المخاطر المالية الخاصة بالمشتقات المالية.

الفرع الأول: تحديات إدارة مخاطر المشتقات المالية [3]

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

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

1. مخاطر الائتمان: في الواقع فالمشتقات المالية لا تزيل مخاطر الائتمان إنما تقوم بمجرد نقلها، ونتيجة لذلك، فإن شخص ما، وفي مكان ما، سوف يخسر المال. فعلى الرغم من أن المشتقات لا يمكنها القضاء

[1] هاشم فوزي ودباس العيادي، مرجع سبق ذكره، ص121.

[2] المرجع السابق، ص121.

[3] عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص ص: 200-202.

على الخسائر الناجمة عن المخاطر المالية، ولكن يمكنها أن تحول المخاطر بطرق معقدة وقد لا تكون سهلة الفهم مثل عقود مبادلة أسعار الفائدة وأسعار الصرف وغيرها...لكن هل يعي المشاركين في السوق تعرضهم للمخاطر المتعلقة بالمشتقات المالية المعقدة؟ ونظرا لاتساع نطاق المشاركين في السوق الذين ينشطون فيه، لا توجد وسيلة حاسمة للرد هذا السؤال، ومع ذلك، يمكن أن نشير إلى أن بعض المشاركين في السوق لا يقدرون تماما التعرض للمخاطر نتيجة مشاركتهم في سوق المشتقات. ففي عام 2001، أمريكان اكسبريس "خسرت مئات الملايين من الدولارات على الاستثمارات في التزامات الديون المضمون CDO ونقلت الصحيفة عن الرئيس التنفيذي لشركة أمريكان اكسبريس قوله أنه "لم يفهم خطر" امتلاك لـ CDO.

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

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

4. وكالة تصنيف المخاطر: فوكالات التصنيف تلعب دورا هاما في سوق المشتقات ولكن يمكن أن يساء فهم تصنيفاتها، مما قد تساعد على خلق المخاطر. ففي تقرير بحثي للبنك المركزي الأمريكي، في سوق التمويل المنظم، بما في ذلك سوق المشتقات، والتي تعتمد اعتمادا كبيرا على تقييمات (لجنة النظام المالي العالمي، 2005). بأن الكثير من المستثمرين يعتمدون على وكالات التصنيف لتقييم مخاطر الائتمان في معاملة خاصة نظرا للطبيعة المعقدة للمشتقات. ومع ذلك وفقا لذلك التقرير، فالمؤسسات الاستثمارية الكبيرة لا تعتمد فقط على التصنيفات لاتخاذ القرارات الاستثمارية، وهذا مايدل على فهمها الجيد لوكالات التصنيف.

الفرع الثاني: قياس ومراقبة مخاطر المشتقات المالية [1]

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

- الرقابة الفعالة من طرف مجلس الإدارة.
- السياسات والإجراءات الفعالة.
- قوة المراجعة الائتمانية، والموافقة، وحدود العمليات.
- يجب أن تكون نظم قياس المخاطر دقيقة والتحقق من صحتها.
- فعالية تقارير المخاطر، والرصد، وعمليات الموافقة على الاستثناءات. كما يجب أن تصل في الوقت المناسب.
- يجب أن تكون المعايير التي تقوم عليها وثائق الائتمان سليمة.

فيجب السيطرة على المخاطر الائتمانية بدقة من خلال عملية الائتمان الرسمية والمستقلة، وأن تسترشد أنشطة الائتمان من خلال السياسات والإجراءات فعالة. وللتخفيف من تضارب المصالح، وينبغي أن تكون وظيفة الموافقة على الائتمان مستقلة عن وحدة المخاطر ويعمل به موظفين مؤهلين، كما يجب الحفاظ على استقلال كل من التقييم الأولى للائتمان، وإنشاء خطوط ائتمان الطرف المقابل، والرصد والإبلاغ عن التعرض، والموافقة على الاستثناءات، وعادة ما يتم تنفيذ هذه المهام من قبل قسم الائتمان في المؤسسة وغالبا ما تكون هذه المؤسسات عبارة عن بنوك.

ولأجل فعالية تقييم التعرض للمخاطر وتعيين حدود الائتمان المناسبة، يجب أن يمتلك الموظفين المسؤولين عن الموافقة ومراقبة مخاطر الائتمان الفهم الجيد للمشتقات المالية، ومصدر التعرض لهذا الخطر، وعوامل السوق التي تعرض المؤسسة لخطر الائتمان. كما ينبغي لموظفي الائتمان تلقي التدريب المستمر على الأدوات المالية المشتقة، وتقنيات إدارة المخاطر، وأساليب قياس مخاطر الائتمان. وينبغي أيضا أن تستعرض دوريا الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة للأدوات المشتقة وتعيين تصنيفات مخاطرهم. كما يجب على تجار مشتقة أيضا وضع ضوابط أن تقييم مدى ملائمة المعاملات المحددة للأطراف المقابلة لعقودهم.

[1] عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص ص: 202-203

المبحث الثالث: انعكاسات استخدام المشتقات المالية على الأزمات

رغم أن التعامل في أدوات المشتقات المالية، يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد وأسعار الهدف وأسعار السلع، إلا أنه بحكم طبيعة تلك الأدوات إذ هي ترتبط بالتوقعات فهي كذلك تتضمن إحتمالات الربح والخسارة، حيث أنها في حد ذاتها تتضمن مخاطر أدت إلى خسائر هائلة وغير محتملة وتسببت في أزمات مالية، منذ أواخر القرن التاسع عشر، سواء في الدول المتقدمة أو الدول الناشئة.

المطلب الأول: الانعكاس السيء لاستخدام المشتقات المالية على الأسواق المالية

الفرع الأول: أزمة وول ستريت 1987

عرف الاقتصاد العالمي عدة أزمات مالية ارتبطت أغلبها بالتطورات التي عرفتها الأنظمة النقدية الدولية، والابتكارات المالية المستحدثة، وحالات عدم الاستقرار النقدي والمالي والاقتصادي ومن بين هذه الأزمات أزمة أكتوبر 1987.

أولا: عرض أزمة وول ستريت 1987

بدأت هذه الأزمة في اللحظات الأولى للافتتاح في يوم الاثنين الأسود، وذلك بوجود خلل في التوازن بين العرض والطلب، في كل من الأسواق الحاضرة (النقدية) وسوق العقود المستقبلية ونشأ الخلل نتيجة لسيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل واختلف رد فعل كلا السوقين باختلاف نظم العمل فيهما ففي السوق الحاضرة وخصوصا في بورصة نيويورك يسير العمل على أساس إمكانية قيام المتخصص بتأجيل الافتتاح للسهم الذي يتعامل فيه (أي تأجيل التعامل عليه)، إذا ما أدرك أن هناك خلل واضح بين أوامر البيع وأوامر الشراء المتجمعة في الليلة السابقة، وإن إمكانيته قاصرة عن مواجهة هذا الخلل، أي أنه لا يستطيع إزالة الخلل بتنفيذ الصفقات لحسابه الخاص ومن شأن هذا التأجيل أن يفسح للمتخصص وقت كافي للبحث لدى السماسرة الوكلاء وسماسرة الصالة وتجار الصفقات الكبيرة عن أوامر قابلة تمكنه من إزالة الخلل بالنسبة للسوق الحاضرة، وبالنسبة لسوق العقود المستقبلية فوفق للأنظمة تعكس الأسعار بسرعة فائقة المعلومات المتاحة، فعندما يتضح أن هناك خللا بين أوامر البيع وأوامر الشراء المتجمعة في الليلة السابقة تقفز الأسعار في اليوم التالي إلى السعر الذي يمكن عنده أن تبرم الصفقات.[1]

[1] محمد عبد الوهاب العزاوي وعبد السلام محمد خميس، **الأزمات المالية قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة**، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2010، ص ص: 37-38.

وبسبب هذا الانهيار خسر مؤشر داو جونز 22.6% في يوم واحد اثر تسجيل عجز تجاري كبير كذلك تراجعت مؤشرات البورصات الأخرى نتيجة تداخل الأسواق المالية العالمية وهو أول إنهيار في عصر المعلوماتية.[1]

ثانيا: دور المشتقات المالية في أزمة وول ستريت 1987

وكان سبب هذا الانهيار للمشقات المالية (العقود المستقبلية وعقود الخيارات) ففي حوالي الساعة الحادية عشر من صباح يوم الاثنين 19 أكتوبر كان السواد الأعظم من الأسهم قد بدأ التعامل عليها، كما بدا كذلك أن السوقين استطاعا بنجاح مواجهة الخلل في التوازن والتخلص من أوامر البيع التي تجمعت حتى لحظة الافتتاح، غير أنه قد بدا كذلك أن الإمكانيات المالية لصناع السوق نصبت أو كادت ففي بورصة شيكاغو للعقود المستقبلية انسحب معظم صناع السوق إما اختيارا أو تحت ضغط من المنشآت القائمة على تسوية حسابات الصفقات التي ترد إلى السوق بتكلفة عالية، وبعد ظهر الثلاثاء بوقت قصير أوقف التعامل في العديد من الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك وفي أسواق الخيارات والعقود المستقبلية بسبب انهيار الإمكانيات المالية لصناع السوق.[2]

وقد وجهت أصابع الاتهام للعقود المستقبلية كونها سببا في حدوث التدهور في أسعار الأسهم في السوق الحاضرة من الطريقة التي تواجه بها تلك السوق الخلل بين العرض والطلب فعلى عكس السوق الحاضرة التي تواجه الخلل بتأن حتى لا تحدث تغيرات سعرية كثيرة في الأسعار، فإن الأسعار في أسواق العقود تقفز مباشرة إلى المستوى الذي عنده يحدث التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء، وهذا ما حدث إبان الأزمة، فقد نجم عن تجمع أوامر البيع في ليلة الإثنين الأسود إلى حدوث إنخفاض كبير عند افتتاح بورصة العقود في ذلك اليوم، وقبل أن يبدأ التعامل في السوق الحاضرة بسبب تأجيل الافتتاح وفي هذا يشير قروسمان وبيلر إلى الإدعاء أن الانخفاض الذي حدث في أسعار سوق العقود المستقبلية كان بمثابة مصدر آخر للذعر بين الجمهور، لأنه كان يعني أن الأسعار لن تكون منخفضة في ذلك اليوم فقط، بل أن مزيدا من الانخفاض في الأسعار يحدث في الأيام الموالية، ويقول أجينكي 1987م أن الانخفاض الذي حدث في أسعار سوق العقود، جعلها أقل من الأسعار في السوق الحاضرة، أين أن سوق العقود كان يعمل بخصم وليس بمكافأة كما ينبغي أن يكون عليه الحال وفي ظل هذه الظروف أصبح من غير المنطقي أن يلجأ المستثمر إلى سوق العقود، وإبرام صفقات البيع على المكشوف التي تستهدف مخاطر انخفاض الأسعار وبإغلاق باب التغطية في سوق العقود، اتجه المستثمرون إلى التخلص مما لديهم من أسهم ببيعها في السوق الحاضرة باعتبارها الوسيلة

[1] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر، ط1، الأردن، 2010، ص 322.

[2] محمد عبد الوهاب العزاوي وعبد السلام محمد خميس، مرجع سبق ذكره، ص39.

الوحيدة الباقية للحد من الخسائر التي يتعرضون لها، هذا الإجراء كان من نتيجة الأحداث مزيد من التدهور في الأسعار.[1]

مما سبق نستخلص أن سوق العقود قد ساهمت في سرعة حدوث الإنهيار ولو لم تكن تلك السوق وهذه الأساليب موجودة فإن التغير الوحيد الذي كان سيحدث هو أن وقت أطول نسبيا كان سيمضي، قبل أن تتدنى الأسعار إلى المستوى الذي وصلت إليه في يوم 19أكتوبر، وهذا ما أكده تقرير لجنة الأوراق المالية والبورصة.

ثالثا: نتائج أزمة وول ستريت1987

على الرغم من أن الهبوط في أسعار الأسهم قد حدث بالفعل في فرنسا نيوزلاندا واسبانيا عند افتتاح تلك الأسواق في يوم الأربعاء 14 أكتوبر 1987 ثم انتقل إلى الأسواق الأمريكية بعد ذلك بساعات (بسبب فروق التوقيت)، يستمر الانخفاض في كافة الأسواق حتى نهاية الأسبوع أي يوم الجمعة 16 أكتوبر غير أن الانخفاض كان عند الافتتاح يوم الاثنين كبيرا حيث فقد مؤشر داوجونز 508 نقطة في ذلك اليوم أي بنسبة 22.6% (كما سلف الذكر) من مستواه السابق البالغ 2247 نقطة، بينما كان أعلى مستوى له في بداية الأزمة 2722.4 وقد بلغت الخسائر 800 مليار دولار موزعة بنسب 26%، 17%، 15%، 15%، 12%، على كل المراكز المالية التالية: نيويورك، لندن، طوكيو، فرانكفورت وأمستردام أما إذا ما أخذنا الانخفاض الذي حدث خلال الفترة 13-16 أكتوبر، نسبة انخفاض الأسعار في الأسواق الأمريكية في يوم الاثنين ترتفع إلى 30% أو أكثر وهكذا لقب يوم 19 أكتوبر 1987 بالاثنين الأسود، الذي شهد تدهور أسعار البورصات العالمية، نتيجة خلل بين العرض والطلب، ليس في الأسواق الحاضرة فقط بل أيضا في أسواق المشتقات المالية خاصة سوق العقود المستقبلية، ولقد نشأ هذا الخلل من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل.[2]

[1] منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق المال**، مركز الدالة للطباعة، الإسكندرية، 2012، ص632.

[2] عبد الغاني بن علي، **أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، فرع تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2010/2009، ص22.

جدول رقم (2-2): تطور مؤشرات أسعار الأوراق المالية في أهم الأسواق الدولية خلال أزمة 1987

البورصات	المؤشرات بتاريخ 1986/10/06	خلال عام 1987		التغيرات خلال سنة	بالمقارنة مع تاريخ 1986/12/21	
		أعلى مستوى	أدنى مستوى		التغيرات بالعملة المحلية	التغيرات بالدولار
فرنسا	410.9	460.4	392.0	6.1+	3.3+	7.8+
ألمانيا	1998.4	2061.1	1633.8	1.0+	2.3-	2.3+
هونغ كونغ	3905.6	3949.7	2449.9	80.6+	52.1+	51.8+
إيطاليا	663.6	767.3	588.8	11.6+	9.1-	8.6-
اليابان	26089.0	26118.4	18544.0	48.2+	38.6+	49.5-
سويسرا	727.1	729.7	559.7	30.5+	23.5+	30.1+
إنكلترا	1858.3	1926.2	1320.2	47.8+	41.4+	55.7+
الولايات المتحدة	2548.6	2722.4	1927.3	48.8+	34.4+	34.4+

المصدر: عبد الغاني بن علي، **أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، فرع تحليل اقتصادي، جامعة دالي ابراهيم، الجزائر، 2010/2009، ص22.

وكانت هذه الأزمة أقل حدة من الأزمات التي سبقتها إذ لم تستمر فترة طويلة من الزمن (سنة واحدة)، وفيها تلاشى مؤشر البورصة الاسترالية تماما وهبطت الأسعار العقارات، وانهيار مؤشر نيكاي بمعدل الثلاثين، عادت بعد هذه السنة المؤسسات المالية والإنتاجية إلى العمل من جديد، ومن نتائجها التي يمكن تحديدها كالآتي:[1]

- انخفاض أسعار الأسهم وانهيار مؤشرات داوجونز، ونيكاي وفانيينشال تايمز.

- قيام الشركات بإصدار السندات التي ساعدتها بالتمويل، مع حدوث إنكماش واضح في استثماراتها وإنتاجها.

[1] وليد أحمد صافي، **الأزمة المالية العالمية 2008،طبيعتها ، أسبابها وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي**، ملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، جامعة خميس مليانة، عين الدفلى، يومي 05-06 ماي 2009، ص9.

– تعرض البنوك إلى الإفلاس بسبب عدم قدرة العملاء المقترضين تسديد ما بذمتهم من قروض لتلك البنوك.

– زيادة أعداد العاطلين عن العمل خصوصا العاملين في البنوك والمؤسسات المالية.

– تأثر البلدان والبنوك المركزية بانخفاض قيمة الدولار وخاصة البلدان النفطية.

الفرع الثاني: أزمة سوق المناخ (الكويت عام 1982)[1]

مع بداية الثمانينات الميلادية، وقيام الحكومة الكويتية بتخفيض سعر الفائدة على الدينار الكويتي، والسماح بإنشاء شركات مساهمة تمهيدا لطرحها بشكل تدريجي في سوق الأسهم، نشأت ثغرة اقتصادية جديدة عمت كل من السوق الرئيسي (الرسمي) وسوق المناخ (غير الرسمي) جزءا ليس بالقليل من السيولة النقدية المتدفقة، ولم يكن سوق المناخ يخضع لرقابة السلطات المالية، فاختلفت آلية عمله وطبيعة الشركات المتداولة فيه عن تلك الشركات المدرجة في السوق الرئيسي (الرسمي).

وكان هناك قرابة تسعة صناع لسوق المناخ تحالف وفيما بينهم اعتمادا على الثقة المتبادلة لتنسيق عمليات المضاربة واستقطاب رساميل الآلاف من صغار المستثمرين لسوق المناخ وكانت معظم عمليات التسوية والمقاصة تتم عن طريق شيكات مصرفية مؤجلة وقابلة للتداول، فنشطت بشكل غير رسمي عقود "البيوع المستقبلية" ذات المخاطرة العالية والتي ساعدت على إعادة تدوير الرساميل في سوق المناخ وكانت الشركات المتداولة في سوق المناخ نحو 54 شركة خليجية معظمها شركات وهمية تأسست خلال الفترة من 1979 إلى 1980م للإستثمار في الأسهم والمضاربة على العقود المشتقات المالية ، ولم يكن لمعظمها منتجات أو زبائن حقيقيين، وأغرت هذه العوامل مجتمعة عدد كبير من صغار المستثمرين لتحويل رساميلهم في السوق الرئيسي (الرسمي) إلى سوق المناخ طمعا في تحقيق ربح سريع معتقدين أن الحكومة الكويتية سوف تدعمهم إذا وقعت أزمة ما، كما دعمت أقرانهم عند انهيار السوق الرئيسي عام 1976م.

وبالتدفق السريع للرساميل تضخمت القيمة السوقية إلى أكثر من ستة أضعاف القيمة الدفترية، ففي 1981 ارتفعت أسعار الأسهم بمعدل 63%، واحتلت القيمة السوقية الإجمالية لكلا السوقين(الرسمي وغير الرسمي) المركز الثالث في أسواق المال العالمية، بعد سوقي نيويورك وطوكيو.

وتأثر الوضع الائتماني للمصارف الكويتية بهذا التضخم، فارتفعت نسبة الإئتمان المصرفي إلى 17% خلال الربيع الأول من 1982م، مدعومة بمشاركة المصارف للمستثمرين في تنشيط سوق عقود البيوع المستقبلية غير الرسمي لتمويل صفقات جديدة وبدأت المأساة منتصف مايو 1982، فقد تزامن موعد

[1] حمد عبد الوهاب العزاوي وعبد السلام محمد خميس، مرجع سبق ذكره، ص ص: 21–22.

استحقاق الدفعة الأولى من عقود البيوع المستقبلية مع وقوع حركة تصحيح كبيرة في السوق أدت إلى وقوع عجز كبير في قيمة العقود المستحقة، وبدأت أسعار الأسهم بالنزول التدريجي حتى منتصف أغسطس، وهبط المؤشر بنسبة 30% وانخفضت حركة التداول بنسبة 60% فأصيب سوق عقود البيوع المستقبلية غير الرسمي بكساد تام نتيجة لتراكم نحو 29 ألف شيك مؤجل غير قابل للدفع، بلغت قيمها الإجمالية نحو 94 مليار دولار، مسحوبة لصالح نحو ستة آلاف مستثمر، وكان هذا كفيلا بانهيار السوق مخلفا أزمة سيولة نقدية في المصارف التجارية وهذه شديدة في الاقتصاد الكويتي آنذاك.

المطلب الثاني: الانعكاس السيء لاستخدام المشتقات المالية على المؤسسات المالية

الفرع الأول: خسائر بنك Allied Irish Bank(AIB)[1]

تم تشكيل البنوك الايرلندية Allied Irish Bank في عام 1966 وتجمع بين ثلاث بنوك مميزة وهي The provincial Bank التي تأسست في عام 1825 الرائدة في الأعمال المصرفية في إيرلندا، Royal Bank وMunster and leinster التي تشكلت في عام 1855 وتقدم AIB مجموعة كاملة من الخدمات المصرفية الشخصية للشركات مع إجمالي أصول أكثر من 76 مليار أورو وأكثر من 323 مليون أورو في عام 1966، وفي عام 1993 إستأجر "بنك آلفورست" السيد "جون روسناك" تاجر العملة لتحويل العمولات في البنك للأجل عمليات التحوط، إذ كان السيد روسناك له خبرة واسعة في تداول العمولات، وعلى وجه الخصوص في مطابقة عقود الخيار مع العقود الآجلة للتحوط ضد المخاطر إذ رقى هذا الأخير نفسه كتاجر من التجار الذين استخدموا عقود الخيار في عمليات المراجحة، في محاولة للاستفادة من فروق الأسعار بين خيارات العمولات والعقود الآجلة للعمولات.

تقاتل روسناك على صعود الين الياباني مقابل الدولار، فاشترى العقود الآجلة للحصول على الين أرخص من حيث القيمة السوقية وكان واثقا كثيرا في عملية صعود الين لذلك أهمل عملية تغطية هذه العقود الآجلة باستخدام عقود الخيارات العكسية، وعندما بدأت الأزمة الآسيوية وذلك بإنخفاض قيمة الين تعرض رونساك لخسائر، وحين اكتشف ذلك أصيب بالذعر ودخل في خيارات وهمية مع بنوك وهمية في الشرق الأقصى التي جعلت الأمور تبدو تغطيتها موافقة وذلك للإبقاء هذه الخسائر مغطاة على إدارة البنك، إذ حددت الخسائر بين عامي 1997 و1999 بحوالي 104 مليون دولار أمريكي في أوائل عام 2002 بدأ إكتشاف الخداع من قبل الإدارة، وحددت إجمالي الخسائر في 70 بنك حول العالم من خلال الآلاف من المعاملات، وتم استبدال إدارة "All first" وفي ماي 2003 رفعت دعوى قضائية ضد "All first" من قبل بنك أوف أمريكا وسيتي كورب مدعيا أنها أقرضت رونساكو200 مليون دولار ورفت كل الدعوى بأنها "لا أساس لها"

[1] عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص224.

وفي نفس العام قامت شركة AIB بدمج بنك "All first" مع M & Tbank مقابل حصة 22.5 % في M&T والتي يقع مقرها الرئيسي في بوفالو نيويورك.

الفرع الثاني: انهيار شركة Long-Term Capital Managment(LTCM) [1]

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

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

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

[1] عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص ص: 219-221.

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

وكانت النتيجة المترتبة عن كل هذه الاستراتيجيات واستخدامها لنماذج رياضية معقدة خاصة صيغة تسعير خيار بلاك–شولز، أدى بذلك إلى صواعق رعدية في أوت وسبتمبر من عام 1998، عندما ضربت شركة LTCM، وذلك عند مراهنتها على عودة معدل السندات إلى معدلها الطبيعي بعد الأزمة الآسوية باستخدام المراجحة بالمعاملات الآجلة. ولكن الأزمة امتدت إلى روسيا تسببت بصدمة على أسواق السندات وهذا كان مخالفا للتوقعات، وأدى ذلك إلى حدوث تقلب كبير وخطير في الأسواق العالمية خلال شهر أوت، وقد فقدت شركة LTCM 44% من رأس مالها وحوالي 1.9 مليار دولار في شهر أوت و52% عن العام السابق، وتعد خسائر بهذا الحجم صدمة بالنسبة للمستثمرين وللشركة ككل.

خلاصة الفصل:

توصلنا مما سبق أن الأزمة ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام فهي انخفاض مفاجئ وغير متوقع في أسعار نوع أو أكثر من الأصول، فقد تكون أزمات نقدية أو مصرفية، أو أزمة أسواق مالية تختلف حسب الظروف المؤسسية والهيكلية التي تواجه البلدان، ولها أثار حادة وخطيرة تهدد الاستقرار الاقتصادي للدول وانتشار آثارها إلى دول أخرى كنتيجة الإنفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده تلك الدول.

كما توصلنا أن المشتقات المالية التي كان هدفها الأساسي الذي ابتكرت من أجله هو تقليل المخاطر، إلا أنها في الحقيقة هي التي عظمت المخاطر، حيث أنشأت المشكلة من أجل البحث لها عن علاج، فدورها الرئيسي هو تحويل المخاطر من مستثمر للآخر أو من مجموعة من المستثمرين إلى أخرى دون أن يقتضي ذلك بيعا للأصول محل التعاقد، غير أنها ساهمت في تركيز المخاطر بدلا من تكون أداة للحد منها بحكم طبيعتها وارتباطها بالتوقعات.

توصلنا أيضا أن المشتقات المالية أسهمت بشكل كبير في خلق الأزمات وتوسيع نطاق انتشارها باعتبارها الركيزة الأساسية للمضاربين لسهولة الربح من خلال المضاربة في أسواق المشتقات وبفعل الاستعمال السيء لهذا النوع من العقود زادت في حدة أزمات الصرف، وأزمات البورصة والأزمات المالية ذات التكاليف الباهظة والحتمية.

الفصل الثالث

الأزمة المالية العالمية 2008 وعلاقتها بالمشتقات المالية

تمهيد:

على أثر أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية وما ترتب عنها من أزمة مالية عالمية شملت المؤسسات المالية وغير المالية، وامتدت تداعياتها إلى الاقتصاد الحقيقي وانتقلت العدوى لتشمل جميع الاقتصاديات العالمية، وكان من أهم هذه النتائج حدوث أزمة سيولة كبيرة في أسواق المال العالمية، ذعر شديد أصاب أسواق تداول الأوراق المالية، وانخفاض في أسعار العقارات خاصة العقارات الأمريكية، تعرض عدد كبير من كبريات الشركات العالمية لشبح الإفلاس.

ومن خلال هذا الفصل سنحاول التعرف على الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأسبابها ثم نحاول توضيح علاقة المشتقات المالية بهذه الأزمة ومدى مساهمتها في إحداثها، من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: طبيعة التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أسبابها ونتائجها.

المبحث الثالث: علاقة المشتقات المالية بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

المبحث الأول: طبيعة التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية

انتشرت أزمة الرهن العقاري التي بدأت تداعياتها تتفاقم في أوت 2007، مع انحراف السوق الأمريكية للرهون العقارية عالية المخاطر عن مسارها الصحيح، و سوف نتطرق في هذا المبحث إلى السوق الثانوي للرهن العقاري الأمريكي و هيكل التمويل فيه.

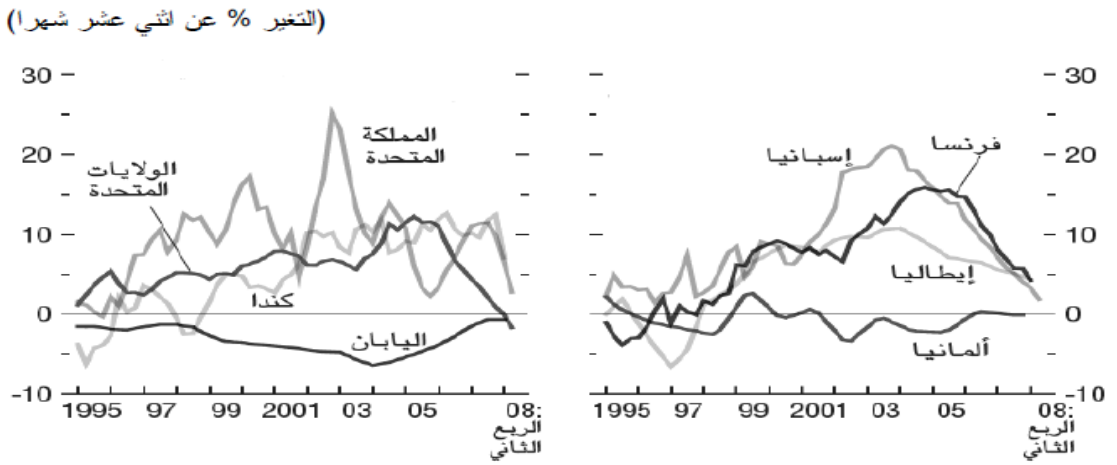
المطلب الأول: التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية

شهدت نظم التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية تغيرا جذريا من هيكل تقدم فيه مؤسسات الإيداع المحلية منح القروض إلى هيكل يتركز في بنوك وول ستريت الرئيسية وشركات الأوراق المالية التي تستخدم أحدث منتجات الهندسة المالية لإعادة تشكيل الرهونات في شكل أوراق مالية، ويتحدد سوق التمويل العقاري بعدد من العوامل، أهمها:

الفرع الأول: محددات أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية

إن التغيير الكبير الذي طرأ على سوق العقارات منذ بداية عام 2006 في الولايات المتحدة الأمريكية جاء بعد مرحلة من النمو الاستثنائي منذ 1965، فنسبة الأفراد المالكين للعقار في الولايات المتحدة في مطلع القرن العشرين كانت 147% لتنخفض هذه النسبة في عام 2009 أي بعد قرن كامل تقريبا الى 68% فقط، ولم ترتفع نسبة ملكية العقار في الولايات المتحدة الامريكية إلا بتدخل من الحكومة الأمريكية في سوق العقار حيث أنشأت سوق رهون عقارية ثانوية لغرض تشجيع زيادة الملكية العقارية لمحدودي الدخل.

الشكل رقم (3-1): تطور أسعار العقارات لأهم الدول المتقدمة خلال الفترة 1995-2008



المصدر: صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي،أكتوبر 2008، ص9.

يظهر من خلال الشكل رقم (3-2) أن أسعار المنازل في البلدان المتقدمة على مر السنوات العديدة الماضية (1995-2008)، خاصة سوق العقارات الأمريكية فقد شهدت اسبانيا والمملكة المتحدة الأمريكية زيادات

غير مفسرة في أسعار المساكن خلال نفس الفترة، حيث ارتفعت أسعار المساكن في هذه البلدان بنسبة تراوحت بين 20% و30%، وهناك مجموعة أخرى من البلدان منها الولايات المتحدة الأمريكية، ايطاليا، هولندا، شهدت فجوات في أسعار المساكن تراوحت ما بين 10% و20% وكانت هذه الزيادة في الأسعار نتيجة الارتفاع الكبير في الطلب على المساكن والندرة النسبية في العرض بسبب نقص الأراضي المتاحة للبناء في الولايات الأكثر تحضرا، وعلاوة على ذلك فإن الطلب على المساكن ارتفع بشكل ملحوظ بسبب سهولة الحصول على الإقراض العقاري والتوقعات المفرطة حول الارتفاع المتواصل في أسعار العقارات.

الفرع الثاني: حجم الاستثمارات السكنية[1]

إن ديناميكية قطاع الإسكان وارتباطه بالنشاط الاقتصادي يمكن أن تتباين إلى حد كبير حسب العوامل المحلية العديدة التي تؤثر في قوى العرض والطلب على المساكن وعلى سبيل المثال قد تؤدي تقلبات الطلب في البلدان التي تتمتع بأسواق عمل أكثر مرونة وقطاعات بناء أكثر كثافة للاستخدام الأيدي العاملة إلى استجابات أقوى في المعروض من المساكن وفي توظيف العمالة في مجال البناء، وبالتالي تصبح أكثر تأثيرا على النشاط الاقتصادي فالولايات المتحدة تحتل مرتبة عالمية في مؤشرات مرونة أسواق العمل وكثافة استخدام الأيدي العاملة في مجال البناء، حيث تمثل نسبة الاستثمارات السكنية إلى إجمالي الناتج مقياسا لمدى تعرض الاقتصاد مباشرة –لمخاطر تزايد ضعف سوق العقار، غير أن الاستثمارات السكنية لا تساهم في العادة بحصة كبيرة جدا في الاقتصاد، ومن الاستثناءات المهمة في هذا الشأن ايرلندا واسبانيا، حيث بلغت مساهمة الاستثمارات السكنية في نهاية 2007، 12% و9% من إجمالي الناتج المحلي على التوالي، في مقابل المتوسط المشاهد في الاقتصاديات المتقدمة والذي يقارب 6.5%.

المطلب الثاني: السوق الثانوي للرهن العقاري الأمريكي

نتناول في هذا المطلب دراسة السوق الثانوي للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، قصد التعرف على كيفية إخضاع الإقراض في سوق العقار سابقا إلى تنظيم الحكومة.

الفرع الأول: ملامح نشأة وتطور السوق الثانوي للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1938-2002

يقول "ريتشارد دبليوران" وهو خبير اقتصادي في معهد كيتو بواشنطن العاصمة أنه بدأت المشاكل عام 1938، خلال عهد الرئيس الأمريكي الأسبق روزفلت بالرغم من أن الإدارة والكونغرس قد توصلا إلى فكرة "مثيرة للإعجاب" آنذاك، وهي: يتم توسيع الملكية الإسكانية من خلال اشتراك الحكومة، فقد قاموا بإنشاء "

[1] عبد الغاني بن علي، مرجع سبق ذكره، ص ص:61-62.

الجمعية الفيدرالية للرهن العقاري الوطني" The Federal National Association Mortgage والمشهورة بمؤسسة فاني ماي "Fanni Mae"، ذلك بغرض شراء الرهون من البنوك كما كانت تفعل الشركات الخاصة، ولكن باستخدام دولارات دافعي الضرائب وكان لدى "فاني ماي" ميزة عظيمة على اعتبار أن بإمكانها أن تقترض الأموال من الحكومة الفيدرالية بشكل أرخص مما تستطيع المؤسسات الخاصة أن تحصل على أموالها، مما أدى للاحتكار المؤسسة الترتيب لأنه وفر لها سوقا جاهزة يتم بها إعادة بيع الرهون مع الحصول على الربح، وكما كان متوقعا قد هبطت مستويات ومعايير الائتمان على مدى السنوات لأن أولائك الذين قاموا بتسيير أمور المؤسسة "فاني ماي" لم يستخدموا أموالهم الخاصة بهم بل استخدموا أموال دافعي الضرائب وكانوا قادرين على تبرير سلوكهم الهائم بشكل متزايد على أساس أنهم يعملون "عملا صالحا اجتماعيا بفعل تيسير الأمور على الناس لكي يشتروا منازل لم يكونوا هؤلاء الناس في واقع الأمر يتمتعون بمصداقية ائتمانية، وفي عام 1968 قامت الحكومة الفدرالية بـ "خصخصة مؤسسة" فاني ماي وبدأت بالطلب منها بأن تقوم بجمع رأس المال من أسواق القطاع الخاص ولكن بما أن كل فرد كان على علم بأن الكونغرس سوف لن يسمح بإفلاس "فاني ماي" وهو (ضمان لا يتم بشكل صريح بل ضمنيا)، فإن موردي رأس المال من القطاع الخاص كانوا راغبين في تقاضي أجور من مؤسسة "فاني ماي" بمقادير أقل من المنافسين الآخرين لها نظرا لأن هؤلاء الموردين كانوا يشعرون وهم على صواب بأن المخاطر كانت أقل وهكذا فقد أصبحت "فاني ماي" المحتكر الفعلي في سوق الرهن الثانوية، ولكن بدلا من أن يقوم أعضاء الكونغرس بتفكيك مؤسسة "فاني ماي" وتحويلها إلى مؤسسة خاصة على نحو حقيقي، قاموا في عام 1970 بتبني شركة أخرى هي الشركة الفدرالية لقروض الرهن المنزلية " The Federal Home loan mortgage Corporation" والمشهورة بـ "فريدي ماك"،"Freddie Mac" لتكون المنافس لها، وقد استمدت المؤسسات المالية التي قامت بإصدار الرهون بالسماح للمعايير بالهبوط نظرا لوجود مستويين اثنين، بحلول سنة 2002، قام بنك الاحتياطي الفدرالي بعرض مقادير من الأموال غير المحددة فعليا على البنوك بأسعار فائدة بلغت في بعض الأحيان حتى دون معدل التضخم، الأمر الذي أدى إلى دعم الرخاء الإسكاني بشكل مصطنع بفعل إصدار ما نسبته 100% من الرهون إلى مقترضين لا يتمتعون بمصداقية ائتمانية، كما كان بإمكان البنوك التي قامت بإصدار الرهون أن تقوم بعرض بيع خداعي لهذه الرهون العقارية شبه الممتازة على مؤسستين "فريدي ماك" و"فاني ماي" اللتين ستقومان بوضعهما في "مجمعات" من الرهون العقارية والتي بدورها سوف تباع في صناديق استثمارية لعامة الجمهور كونها استثمارات رفيعة الدرجة تتميز بأدنى حد من المخاطر المالية.[1]

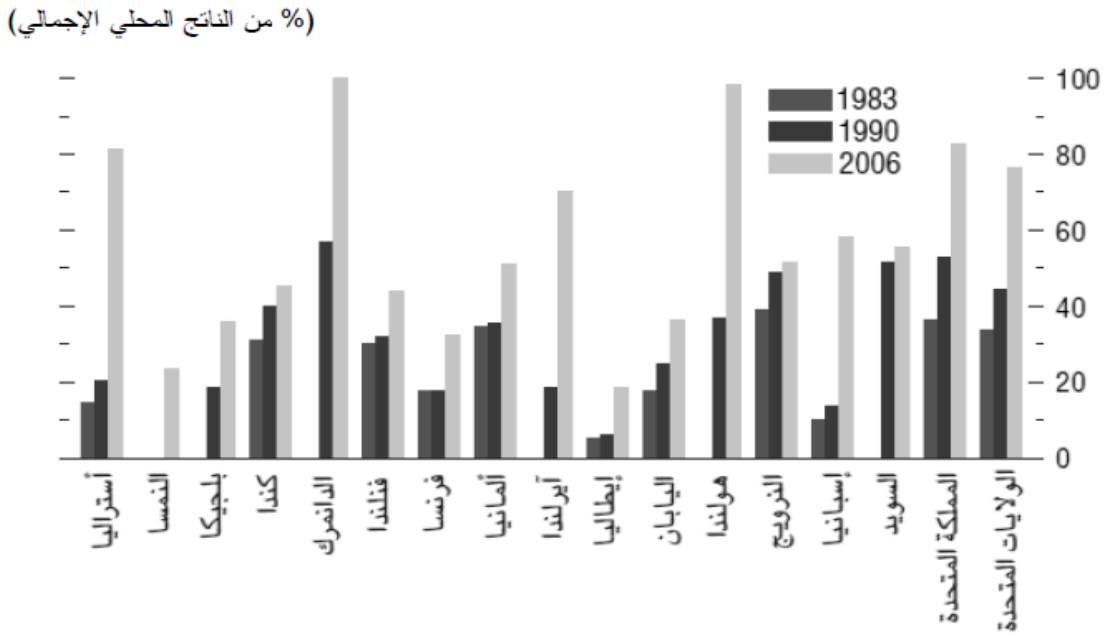
[1] يوسف علي، **أزمة الرهن العقاري**، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، العدد02، 2009، ص ص: 2-3.

الفرع الثاني: تحرير أسواق الرهن العقاري

خضعت أسواق الرهن العقاري لدرجة عالية من التنظيم حتى ثمانينات القرن العشرين، وكان الائتمان العقاري يخضع لسيطرة جهات الإقراض المتخصصة التي واجهت قدرا محدودا من التنافس، ومع تحرير أسواق الرهن العقاري في العديد من البلدان المتقدمة ظهرت الضغوط التنافسية من جهات الإقراض غير التقليدية وكانت النتيجة أن أصبحت الأسعار أكثر تفاعلا واتسع نطاق الخدمات المتاحة، مما أدى إلى زيادة فرص الأسر للحصول على القروض العقارية ففي الولايات المتحدة تزامنت عملية التحرير مع الإلغاء التدريجي للقيود على أسعار الفائدة، وكان رفع قيود الائتمان هو المدخل الأساسي للتحرير فقد ألغي نظام شد الحزمة عام 1980 وفي كندا وأستراليا وبلدان الشمال الأوروبي كان تحرير أسواق التمويل العقاري بخطى ثقيلة نسبيا وأكتمل تقريبا بحلول أواسط الثمانينات، وفي كل هذه البلدان كان إلغاء الحد الأقصى للإقراض وللأسعار الفائدة على الودائع وإلغاء القيود على الائتمان وراء فتح المجال أما زيادة التنافس في قطاعات جديدة في سوق الائتمان وفي نفس الوقت ترتب على نشأة سوق ثانوي للرهن العقاري سهولة كبيرة في تمويل القروض العقارية عن طريق الأسواق الرأسمالية، وأدت هذه الأمور مجتمعة إلى تشجيع مجموعة كبيرة من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى على دخول سوق رهن العقارات، وقد اقترن هذا التحول بابتكار أدوات مالية جديدة مرتبطة بالقروض العقارية وسياسات إقراض أكثر مسايرة للتطورات.[1]

[1] نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص ص: 144-145.

الشكل رقم (2-3): نسبة الديون العقارية القائمة من الناتج المحلي الإجمالي في الدول المتقدمة خلال السنوات:1983، 1990، 2006



المصدر: صندوق النقد الدولي: آفاق الاقتصاد العالمي، أفريل 2008، ص105.

يظهر من خلال الشكل رقم (1-3) أن هناك نمو متسارعا وتوجها نحو منح الائتمان العقاري في البلدان المتقدمة، من بينها الولايات المتحدة الأمريكية وأستراليا ، حيث بلغت نسبة القروض إلى القيمة حسب المعتاد تقريبا 80% خلال سنة 2006، في حين بلغت نسبة القروض أكثر من 90% في هولندا والدانمارك، في حين لم تتجاوز نسبة القروض 60% في بقية الدول الأخرى باستثناء ايرلندا التي بلغت نسبة القروض فيها حوالي 65، ويجري تسويق منتجات القروض العقارية المصممة خصيصا للاقتراض بضمان قيمة السكن على نطاق واسع كما بينته النسب سالفة الذكر وتنطوي تلك القروض على خيار السداد المبكر دون تعويض المقرض على خسائر القيمة الرأسمالية أو القيمة السوقية وإضافة إلى ذلك نجد أن الأسواق المالية في هذه البلدان لها أهمية كبيرة نسبيا كمصدر لتمويل القروض العقارية.

وتستند فرص الحصول على التمويل السكني إلى بعض الخصائص المؤسسية الرئيسية في أسواق الرهن العقاري وهي:[1]

[1] نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص 146.

- **نسبة القرض إلى القيمة (LTV)*حسب المعتاد، ومدة القرض المعتادة:** فارتفاع نسبة القرض إلى القيمة يفسح المجال أمام المقترضين لاقتراض المزيد، بينما تسمح فترات السداد الأطول بالمحافظة على نسبة خدمة الدين إلى الدخل في حدود يمكن استيعابها.

- **إمكانية تكرر الاقتراض بضمان قيمة السكن والسداد المبكر للقرض بدون رسوم (إعادة التمويل):** فإمكانية الاقتراض بضمان القيمة المتراكمة للمساكن تسمح للأسر بالاستفادة مباشرة من ثرواتها السكنية والحصول على المزيد من القروض عند ارتفاع أسعار المنازل. وتتسبب رسوم السداد المبكر في تقييد قدرة الأسر على إعادة تمويل قروضها العقارية في حال انخفاض أسعار الفائدة.

- **إنشاء أسواق ثانوية للقروض العقارية:** إذ أن تطور أسواق القروض العقارية الثانوية، مع تساوي الشروط الأخرى، يسهل على المقترضين الحصول على التمويل عبر الأسواق المالية وتقديم القروض للأسر المعيشية.

* **نسبة القرض إلى القيمة (Loan TO value-LTV)** يقصد بها رصيد القرض المضمون برهن إما مقسوما على قيمة العقار الذي يموله أو مقسوما على السعر الذي يدفعه المقترض من أجل اقتناء العقار.

المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أسبابها ونتائجها

تعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008، من أعنف الأزمات التي عصفت بالاقتصاد العالمي، وأن آثارها تمتد لفترة طويلة والتي أثرت على دول العالم سواء غنية كانت أو فقيرة، وهي ليست وليدة اللحظة بل تراكمت الأزمة منذ نشأة النظام الاقتصادي الرأسمالي، وتأتي خطورة هذه الأزمة كونها انطلقت من الاقتصاد الأمريكي الذي يشكل أكبر اقتصاد في العالم بحجم يبلغ 14 تريليون دولار، وتشكل تجارته الخارجية أكثر من 10% من إجمالي التجارة العالمية.

المطلب الأول: التعريف بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008

سنحاول في هذا المطلب التعريف بالأزمة المالية العالمية (2008):

– يمكن تعريفها بأنها: هي أزمة اقتصادية ولدت أزمة سيولة في أسواق المال العالمية بصفة خاصة والنظام البنكي بصفة عامة فعدم تقييم المخاطر الحقيقية لسوق القروض العقارية من الدرجة الثانية (subprime mortgage market) بالشكل المطلوب والاستهانة بانعكاساتها تسبب في إحداث انهيارات متوالية في أماكن مختلفة والتي أثرت على الاقتصاد العالمي ككل.[1]

– ويمكن تعريفها كذلك أنها أزمة الرهن العقاري أو – أزمة القروض العقارية عالية المخاطر– وهي أزمة مالية خطيرة ظهرت على السطح فجأة، فجرها في البداية تهافت البنوك على منح قروض عالية المخاطر وبدأت الأزمة تكبر ككرة الثلج لتهدد قطاع العقارات في الولايات المتحدة ثم البنوك والأسواق المالية العالمية فأصبحت تمثل تهديد للاقتصاد العالمي، وقد أثارت الأزمة في الولايات المتحدة وتداعياتها التي تفاقمت شيئا ذعرا داخل أسواق المال العالمية، وسط مخاوف من تكرار الأزمة المالية الأسيوية عام 1997، وأثارها السلبية على الاقتصاد العالمي، ولأن مصدر الأزمة هو أقوى اقتصاد في العالم فقد بادرت البنوك المركزية في العالم وخاصة في أوروبا وآسيا بضخ مئات المليارات من العملات لمواجهة نقص السيولة عن خسائر المؤسسات المالية المقرضة.[2]

[1] محمد سعيد محمد الزملاوي، **الأزمة الاقتصادية العالمية انحدار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص ص: 132– 133.

[2] حير محمود الفضيلات، **الرهن العقاري وأثره في أزمة الاقتصاد العالمية المعاصرة**، ص ص: 6–7،
من الموقع الالكتروني: تاريخ الإطلاع:07–03–2018 على الساعة 20:02/…/http///www.iefpedia.com

– أما الرئيس الأمريكي السابق جورج بوش الابن فقد قال في مؤتمر صحفي بعد الإعلان عن الأزمة مطمئنا الناس في الولايات المتحدة الأمريكية : "أملي هو أن يأخذ الناس نفسا عميقا، ويدركوا أن ودائعهم محمية من حكومتنا إننا لا نرى النمو الذي نتمناه، لكن النظام المالي متين بشكل جوهري" فهل صدقه مواطنوه؟ [1]

لا يمكن وضع تعريف محدد للأزمة المالية العالمية، لكن من خلال ما سبق نستنتج أن الأزمة المالية (2008) مرتبطة بالرهون العقارية الثانوية، حيث يطلق عليها أيضا أزمة الإسكان الأمريكية أو أزمة الائتمان وكانت أبرز مظاهرها نقص السيولة في السوق وسيولة التمويل في النظام البنكي الأمريكي والتي بدأت خلال 2006 بعد إنفجار فقاعة سوق الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية لتتطور بعد ذلك وتصبح أزمة مالية إبتداءا من عام 2007.

المطلب الثاني: جذور الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأهم مراحلها

سنتطرق في هذا المطلب إلى جذور الأزمة المالية العالمية وأهم مراحلها.

الفرع الأول: جذور الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

لم تحدث الأزمة المالية العالمية التي أدت إلى اضطرابات مالية واقتصادية هائلة في سبتمبر 2008 نتيجة صدفة، بل ظلت عواملها تتفاعل في هيكل الاقتصاد الأمريكي بصفة خاصة والرأسمالي بصفة عامة منذ عدة عقود بسبب تحولات هيكلية في تلك الاقتصاديات لذا سبقت هذه الأزمة العديد من الأزمات المحدودة الأثر والإطار المكاني والزماني، إلا أن هذه الأخيرة هي الأكثر حدة وخطورة منذ أزمة الكساد الكبير 1929.

بدأت الأزمة بعد تزايد حدة قلق المتعاملين في أسواق المال بسبب التوسع الكبير للأسواق المالية والظروف التي تمر بها أسواق الائتمان في العالم، والتي أرجع المحللون معظمها إلى المشاكل التي تعرضت لها سوق الإقراض العقاري، التي ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية حيث لم تكن في عمليات التمويل العقاري ما يسمى بقروض الدرجة الثانية إلا لمن يتصفون بالقدرة على الوفاء وفقا لمعايير صارمة في هذا المجال، ومنذ عام 2000 بدأ التوسع في قروض الدرجة الثانية، مما ترتب عليه ظهور فئات قليلة الخبرة في هذه القروض، كما لحق الفوائد تغيرات عنيفة بدأت من 1% عام 2004 إلى 5.25% عام 2007، كما أن الجهات لم تكن تتحرى الدقة المطلوبة في فحص البيانات المقترضين والذين زاد عددهم عن

[1] منير الحمش، **السياسات الاقتصادية الكلية في ظل الأزمة المالية الراهنة**، مجلة بحوث اقتصادية عربية، القاهرة، مصر، العدد47، 2009، ص13.

ثلاثة مليون في الولايات المتحدة الأمريكية، أصبحوا مطلبين بأقساط قروض يعجزون عن الوفاء بها، مما أدى للبنوك الأمريكية إلى عرض هذه العقارات للبيع الأمر الذي أدى بدوره إلى هبوط أسعارها وهبوط قيمة الدولار أمام العملات الأخرى. وترتب على ذلك خسائر لا تقل عن 600 مليار دولار، مما أدى إلى فشل وإفلاس العديد من المؤسسات المالية التي باشرت هذه التصرفات. وعلى هذا الصعيد، علقت قرابة 70 شركة رهن عقاري أمريكية عملياتها وأعلنت إفلاسها، أو عرضت للبيع منذ بداية عام 2006. [1]

الفرع الثاني: مراحل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

يمكن تلخيص أهم المحطات الكبرى للأزمة المالية التي ظهرت في الولايات المتحدة بداية 2007 وانعكست على معظم دول العالم في النقاط التالية:[2]

- **فيفري 2007:** عدم سداد قروض الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد)؛

- **أوت 2007:** البورصات تتدهور أمام مخاطر اتساع الأزمة والبنوك المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة بين البنوك؛

- **أكتوبر، ديسمبر 2007:** عدة بنوك كبرى تعلن انخفاض كبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري؛

- **22 جانفي 2008:** الاحتياطي الفدرالي* الأمريكي يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.5% وهو إجراء ذو حجم استثنائي تم تخفيضه تدريجيا إلى 0.2% بين جانفي ونهاية أفريل؛

- **17 فيفري 2008:** الحكومة البريطانية تؤمم بنك(wodthern rocn)؛

- **11 مارس 2008:** تظافر جهود البنوك المركزية مجددا لمعالجة سوق القروض؛

- **16 مارس 2008:** "Jp.morgam chas" يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكية "Bear sterns" ومع المساعدة المالية للاحتياطي الفدرالي؛

- **24 أفريل2008:** قام بنك "يوبي أس" السويسري بنشر نتائج التحقيقات الداخلية حول الأسباب الحقيقية وراء خسارته الفادحة جراء أزمة الرهن العقاري الأمريكية، والتي أدت إلى شطب 40 مليار دولار من أصوله،

[1] بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص109.

[2] الشيخ الداوي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 09- 10.

* **الاحتياطي الفدرالي**: جهاز حكومي فيدرالي، يعمل في الولايات المتحدة الأمريكية عمل البنوك المركزية في الدول الأخرى من العالم، تأسس عام 1913، يتكون من: مجلس رؤساء معينين من قبل رئيس الولايات المتحدة الأمريكية وهيئة السوق المفتوحة الفيدرالية.

في أكبر خسارة يتعرض لها أول بنك سويسري والمصنف الثالث أوروبيا والأول عالميا في مجال إدارة الثروات الخاصة؛

- **30 ماي 2008:** أكد مسؤول بوزارة الخزانة الأمريكية بأن أزمة الرهن العقاري بدأت تخف بعد الجهود التي قام بها الاحتياطي الفيدرالي والبنوك المركزية الأخرى لضخ الأموال في المؤسسات المالية، وقال مساعد وزير الخزانة للشؤون الدولية أن الاحتياطي الفيدرالي والبنوك الأخرى تنسق جهودها لحماية النظام المالي من الاضطراب بعدما ظهرت أزمة قروض الرهن العقاري سنة 2007، كما أشار إلى أن المؤسسات المالية أبلغت عن خسائر فاقت 300 مليار دولار بسبب الأزمة المالية، لكن تم تخفيف هذه المشكلة بتوفير 200 مليار دولار من البنوك المركزية مما ساعد البنوك في توفير القروض؛

- **07 سبتمبر 2008:** وزارة الخزانة الأمريكية تضع للمجموعتين العملاقتين في مجال قروض الرهن العقاري"Famnis Freddie Mac" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاج لإعادة هيكلة ماليتهما مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار؛

- **15 سبتمبر 2008:** إعترف بنك "Lehman Brother" بإفلاسه، بينما يعلن أحد أبرز البنوك الأمريكية وهو"Bank of American" شراء بنك آخر للأعمال "وول ستريت" هو"Merrill Lynch" ، كما أن عشرة بنوك دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا، في حين توافق البنوك المركزية على فتح مجالات التسابق، إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية؛

- **16 ديسمبر2008:** الاحتياطي الفدرالي والحكومة الأمريكية تؤممان أكبر مجموعة تأمين في العالم "أيه أي جي" المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل إمتلاك 79.9 من رأسمالها؛

- **17 سبتمبر2008:** البورصات العالمية تواصل تدهورها، البنوك المركزية تكثف العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية؛

- **18 سبتمبر2008:** البنك البريطاني"Loyd TSB" يشتري مناقصة "H Bost" المهددة بالإفلاس، والسلطات الأمريكية تعلن بأنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص البنوك من أصولها الغير قابلة للبيع؛

- **19 سبتمبر2008:** الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء للتحرك فورا حيال خطة لإنقاذ البنوك لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية؛

- **23 سبتمبر2008:** الأزمة المالية تضف على المناقشات خلال الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك والأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماطلة حيال الخطة الأمريكية؛

- **26 سبتمبر2008:** إنهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "FORTIS" في البورصة بسبب شكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وفي الولايات المتحدة الأمريكية يشتري بنك "J P Moga" منافسه "was kington Mutual " بمساعدة السلطات الفدرالية؛

- **28سبتمبر2008:** خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس، وفي أوروبا يجري تقويم"Fortis" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ وفي بريطانيا يجري تأميم بنك "Bradford" و"Bungley"؛

- **29 سبتمبر 2008:** مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ وبورصة "وول ستريت" تنهار بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين البنوك ارتفاعها مانعة البنوك من إعادة تمويل ذاتها، وقبل رفض الخطة أعلن بنك "City crop" الأمريكي شراء مناقصة "Wachovia" بمساعدة السلطات الفدرالية، وفي البرازيل تم تعليق جلسة التداول في البورصة التي سجلت خسارة تفوق 10%؛

- **01 أكتوبر 2008:** مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

والجدول التالي يوضح مراحل تشكل الأزمة المالية العالمية 2008

الجدول رقم(1-3): مراحل تشكل الأزمة المالية العالمية 2008

قبل الأزمة	أثناء الأزمة	بعد الأزمة
- ازدهار وانتعاش المؤسسات المالية بصفة عامة وصناديق الاستثمار في أمريكا وأوروبا بصفة عامة خلال الفترة (2001، 2006). - نمو كبير في سوق العقارات وارتفاع أسعارها واتجاه الكثير نحو تملك العقارات والاستثمار فيها. - أسعار فائدة متغيرة. - التوسع المفرط في منح القروض العقارية من الدرجة الثانية (أي تخفيض المعايير الصارمة لمنح الائتمان) مقابل ضمان وهو رهن العقار.	- مع بداية عام 2007 حدث انخفاض الطلب على القروض وتراجع أسعار العقارات. - انخفاض الطلب على المستندات. - إفلاس متواصل لكثير من البنوك والمؤسسات العقارية وشركات التأمين الأمريكية مثل: ليمان برادرز. - ارتفاع نسبة الديون العقارية. - ذعر وانهيارات في البورصات العالمية. - الدخول العميق في الأزمة.	- عرض خطة الإنقاذ الأمريكية على مجلس النواب في الكونغرس لتهدئة الأسواق المحلية والخارجية بشراء وزارة الخزانة لأوراقها المالية التي تستند إلى قروض عقارية ذات أصول مالية عالية المخاطر. - إعلان الدول الأوروبية عن تحركات أحادية تتضمن خطط إنقاذ مالية هائلة لدعم القاعدة الرأسمالية للمؤسسات المالية

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على:

طارق عبد العال حمداد، **حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية**، الإسكندرية الدار الجامعة، مصر، 2009، ص14.

المطلب الثالث: أسباب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأهم مظاهرها

سنتطرق في هذا المطلب إلى أسباب الأزمة المالية العالمية وأهم مظاهرها.

الفرع الأول : أسباب الأزمة المالية العالمية 2008

رغم أن هناك الكثير ممن يرجعون أسباب الأزمة المالية العالمية إلى طبيعة النظام الرأسمالي وآليات عمله باعتباره نظاما اقتصاديا متعثرا، إلا أن هذا لا يلغي الدور الكبير الذي لعبه القطاع المصرفي والقطاع المالي بصفة عامة في حدوث الأزمة من خلال التوسع في منح الائتمان، وزيادة حجم الأصول المالية المتداولة وعليه يمكن إرجاع أسباب الأزمة المالية العالمية إلى:

أولا: الخفض طويل الأجل لأسعار الفائدة (2001-2006)

تعود جذور الأزمة المالية العالمية إلى فترة نهايات العام 2000 وبدايات العام 2006 من وجهة نظر الباحثين، حيث أظهرت مختلف التوقعات الاقتصادية التي أجريت فيها وجود احتمالات كبيرة لحدوث حالة من الركود الاقتصادي ستلقي بظلالها على الاقتصاد الأمريكي الحقيقي بعد عشر سنوات من التوسع والانتعاش، وقد استندت تلك التوقعات بشكل أساسي في اقتراحاتها إلى الارتدادات المتوقعة من أزمة التراجع الحاد التي مست قطاع تكنولوجيا المعلوماتية، وبفعل التداعيات المؤكدة الحدوث جراء أحداث 11 سبتمبر 2001.

ولمعالجة هذا المشكل لجأ الاحتياطي الفدرالي الأمريكي إلى اعتماد سياسة نقدية مضمونها خفض أسعار الفائدة حتى وصلت إلى 01%، تشجيعا للإقراض بهدف إنعاش الاقتصاد لتجاوز حالة ضعف الطلب الكلي.[1]

فقد تم مثلا تخفيض مؤشر أسعار الفائدة على الاقتراض بين البنوك إلى أكثر من 10 مرات خلال عام 2001 وحده، مما أدى إلى زيادة مستويات الطلب على مختلف أنواع القروض، والجدول التالي يوضح تطور أسعار الفائدة في بنوك الولايات المتحدة الأمريكية والتي يتحكم فيها الاحتياطي الفدرالي.

[1] نور الدين جوادي، **الأزمة المالية العالمية: مقاربة نظرية**، حوليات جامعة بشار، الجزائر، العدد08، بدون سنة النشر، ص 196.

الجدول (2-3): تطور أسعار فائدة الاحتياطي الفيدرالي خلال (2000-2008)

التاريخ	المعدل%	التاريخ	المعدل%
12 فبفري 2000	5.75	02 فيفري 2005	2.50
21 ماي 2000	6.00	22 مارس 2005	2.75
16 ماي 2000	6.50	03 ماي 2005	3.00
03 جانفي 2001	6.00	30 جوان 2005	3.25
31 جانفي 2001	5.50	09 اوت 2005	3.50
20 مارس 2001	5.00	20 سبتمبر 2005	3.75
18 افريل 2001	4.50	01 نوفمبر 2005	4.00
15 ماي 2001	4.00	13 ديسمبر 2005	4.25
27 جوان 2001	3.75	31 جانفي 2006	4.50
21 أوت 2001	2.50	28 مارس 2006	5.00
02 أكتوبر 2001	2.50	29 جوان 2006	5.25
06 نوفمبر 2001	2.00	18 ديسمبر 2007	4.75
11 ديسمبر 2001	1.75	31 أكتوبر 2007	4.50
06 نوفمبر 2002	1.25	11ديسمبر 2007	4.25
25 جوان 2003	1.00	22 جانفي 2008	3.50
30 جوان 2004	1.25	30 جانفي 2008	3.00
10 اوت 2004	1.5	18 مارس 2008	2.25
21 سبتمبر 2004	1.75	30 أفريل 2008	2.00
10 نوفمبر 2004	2.00	08 أكتوبر 2008	1.50
11 ديسمبر 2004	2.25	29 أكتوبر 2008	1.00

المصدر: نور الدين جوادي، **الأزمة المالية العالمية، مقاربة نظرية**، حوليات جامعة بشار، الجزائر، العدد 08، بدون سنة نشر، ص39.

ونتيجة لذلك الخفض طويل الأجل لأسعار الفائدة مع انفجار فقاعة الانترنت*، نتيجة لتراجع عائد الاستثمار في القطاعات البديلة لقطاع المعلوماتية، بدأ السلوك الاستثماري الأمريكي في ميل حاد اتجاه قطاع السكن حتى بات شراء العقار من أفضل مجالات الاستثمار من حيث العائد، وبدأت معدلات الطلب الكلي في سوق العقار الأمريكي تسجل ارتفاعا هائلا في نمطي:

- الطلب على المساكن للاقتناء والامتلاك
- الطلب على المساكن للاستثمار طويل الأجل والمجازفة.

وتماشيا مع الوضع بدأت الشركات العقارية ومؤسسات الاقتراض في الولايات المتحدة الأمريكية في عمليات التوريق لبعض تلك القروض من ناحية، ومن ناحية أخرى أقدمت على رهن البعض الآخر لإعادة الاقتراض من بعضها البعض لإقراض الأفراد.

كما لجأت إلى تخفيض وتسهيل شروط ومعايير الإقراض لكن كل هذا كان ظاهريا أما ضمنيا كانت الشروط مجحفة ومن أهمها ما يلي:[1]

- أن أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة، وتكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع الزمن.
- أن أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية، كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة.
- أنه إذا تأخر المقترض في دفع أي قسط من القرض يحل أجله، فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو ثلاث مرات.
- أن الأقساط الشهرية خلال السنوات الثلاثة الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القرض، وهذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب إلى ملكية جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاث سنوات وبسبب زيادة الطلب على القروض ارتفعت أسعار الفائدة، مما أدى إلى زيادة قيمة الأقساط الشهرية، وأصبح المقترض عاجزا عن الوفاء، ولاسترجاع البنك لأمواله يتم حجز المنزل، ومع تكرار ذلك مع العديد من المقترضين انهارت سوق العقارات وبالتالي عجزت البنوك على تحصيل مستحقاتها وتوالت حالات الإفلاس مما أدى إلى اندلاع الأزمة المالية.

* **فقاعة الانترنت:** كانت فقاعة اقتصادية امتدت في الفترة ما بين 1995 و2000 في هذه الفترة نمت أسواق البورصة في الدول الصناعية بشكل ملحوظ في الصناعات المتعلقة بالانترنت.

[1] أحمد عامر، **تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية بالجزائر**، مجلة بحوث اقتصادية عربية، القاهرة، العدد48، 2009/ 2010، ص ص:79- 80.

ثانيا: دور وكالات التصنيف الائتماني

يعتمد عمل التصنيف الذي تهيمن عليه وكالات " موديز، ستاندرد آند بورز، فيتش*" بدرجة كبيرة على الرسوم التي يتم تقاضيها من الهيئات والشركات التي تبيع السندات، مع حصول المستثمرين على المعلومات من دون مقابل وفي أعقاب الأزمة المالية بدأت التساؤلات حول تضارب هذه العلاقة. حسب هيئة التحقيق في الأزمة المالية فإن وكالة موديز لوحدها قامت بتصنيف ما قيمته 4700 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالرهون السكنية خلال الفترة ما بين عامي 2000 و2007 وقال في هذا الصدد: "إن المستثمرين الذين اعتمدوا على التصنيفات الصادرة عن وكالة موديز لم يحققوا درجة كبيرة من النجاح".[1]

ويوضح الجدول التالي درجات التصنيف الائتماني لعدد من المؤسسات المالية قبل يوم واحد من إفلاسها أو إنقاذها.

الجدول رقم (3-3): التصنيف الائتماني لعدد من المؤسسات المالية قبل يوم واحد من إفلاسها أو إنقاذها

الشركة	التاريخ	الحالة	موديز	ستاندر اندبورز	فيتش
ليمان برادرز	15/09/2008	إعلان حالة الإفلاس	A2	A	**+A**
ALG	16/09/2008	حصل على قرض قيمته 85 مليار دولار من البنك الفدرالي الأمريكي مقابل حصة بلغت 79.9%	A2	A-	**A**
City group	23/11/2008	حصل على 20مليار دولار وتلقى ضمانات على 30 مليار دولار من موجوداته من وزارة الخزانة الأمريكية	Aa3	-AA	**-AA**
Merrill Lynch	14/09/2008	حصول .... التملك من قبل بنك Bank of America	A2	A	**A+**
Bear steams	16/03/2008	حصول صفقة شراء من قبل JP Moryon »"	Baa1	BBB	BBB

المصدر: مداني احمد، **دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها**، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الشلف، العدد10: جوان 2013، ص59.

* **موديز، ستاندرد آند بورز،فيتش:** هي شركات خاصة مستقلة تقوم بتقسيم الجدارة الائتمانية لمصدري السندات من دول وشركات، أي مدى قدرة الشركة او الدولة على سداد الديون أو قابلية الاستثمار فيها وينعكس هذا التصنيف الذي تصدره هذه المؤسسات بالإيجاب أو السلب على ثقة المستثمرين في الدولة أو الشركة.

[1] بلعزوز بن علي، مداني أحمد، **التصنيف الائتماني بين مسبب الأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها دراسة وضعية وشرعية**، المؤتمر الدولي الرابع حول: ا"لازمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، كلية العلوم الإدارية بالكويت، 15-16 ديسمبر2010، ص10.

ونظير إجراء عمليات التصنيف تستخدم وكالات التصنيف الائتماني العالمية كما يوضحه الجدول أعلاه رموزا في شكل حروف أبجدية لاتينية للدلالة على جودة الائتمان، والتي تندرج ضمن نوعين من مستوى المخاطر الائتمانية وهي: [1]

- **درجة الاستثمار**: وهي مؤشر للانخفاض درجة المخاطر الائتمانية وتأخذ الرموز (Aaa، Baa، Aa،A)، وذلك بالنسبة لوكالة موديز، والرموز (A، AA، AAA، BBB) بالنسبة لوكالتي ستاندر آند بورز وفيتش للتصنيف.

- **درجة المضاربة**: وهي مؤشر للارتفاع درجة المخاطر الائتمانية وتأخذ الرموز (B، Caa، Ca، C، Ba) بالنسبة لوكالة موديز والرموز (CCC،CC، BB، B) بالنسبة لوكالتي ستاندر آند بورز وفيتش للتصنيف.

- كما تصنف وكالات التصنيف الائتماني أرقاما أو إشارات على يمين درجة التصنيف للدلالة على مستوى الجودة الإئتمانية ضمن كل درجة تصنيف حيث تصنف وكالة موديز أرقاما لدرجات التصنيف الائتماني من Aa إلى Caa وهي 1 أو 2 أو 3 ويشير الرقم1 إلى النهاية العليا ضمن درجة التصنيف، والرقم2 على منتصف درجة التصنيف والرقم3 على النهاية الدنيا ضمن درجة التصنيف، في حين تضيف وكالتي ستاندر آندبوز وفيتش للتصنيف "+" أو "-" للتعبير على مستوى الجودة الائتمانية.

من الجدول أعلاه نلاحظ أن وكالات التصنيف الائتماني قامت بمنح تصنيف مرتفع A،A^+ للعديد من المؤسسات المالية، في حين أنها تضم مجموعة من الديون عالية المخاطر متمثلة في أوراق مالية مضمونة برهونات عقارية سكنية أو تؤمن عليها، لم يتم إعادة تقويمها حتى أوت 2007 ماعدا بنك " Lehman Brother" التي قامت وكالات التصنيف الائتماني بتخفيض تصنيفها، كما أن شركة American international Groupe_ALG حصلت على تصنيف ائتماني مرتفع ضمن درجة الاستثمار من قبل جميع وكالات التصنيف الائتمانية العالمية وذلك قبل يوم واحد من محاولة إنقاذها.

لذلك يوجه الانتقاد إلى وكالات التصنيف الائتماني العالمية، حيث أثيرت في الآونة الأخيرة العديد من الشكوك والمخاوف بشأن مدى مصداقية وشفافية تلك الوكالات ولم تأتي تلك الشكوك من فراغ بعد أن كشفت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 عن وجود عيوب كثيرة اعترت عمليات التصنيف التي تجريها تلك الوكالات، وكذلك الإجراءات المتبعة في هذه التصنيفات، ولم يقف الأمر عند هذا الحد بل إن عدد من الخبراء الاقتصاديين وضعوا مؤسسات التصنيف ضمن أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية كما كشفت مجلة week-end magazine- الأمريكية، وفي نفس الوقت زادت الآراء المطالبة بضرورة وجود

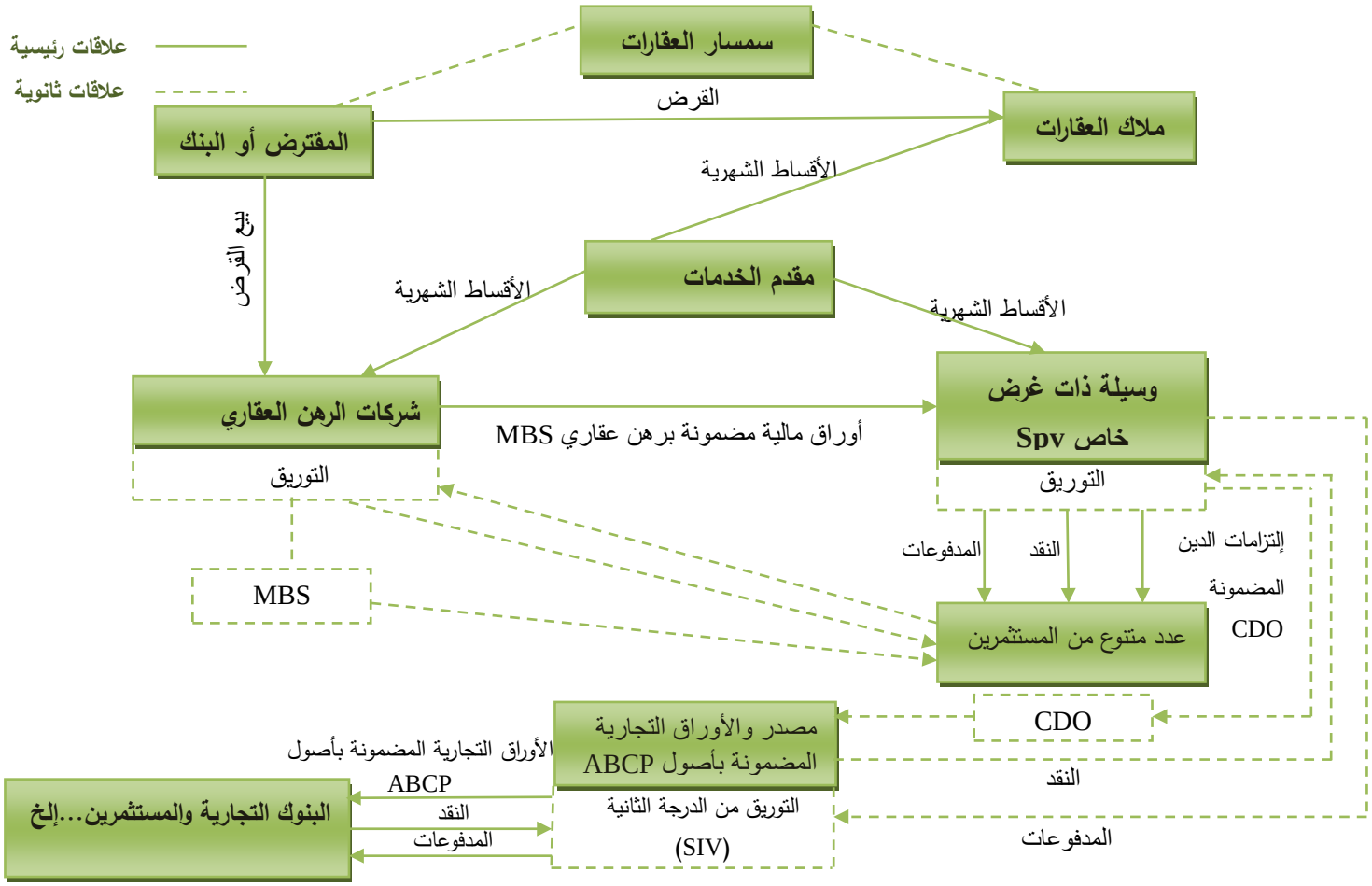
[1] مداني أحمد، **دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها**، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، الشلف، العدد10: جوان 2013، ص ص: 59-61.

هيئة رقابية لتقييم وكالات التصنيف الائتماني نفسها بعد أن بات واضحا أن عملها يفتقر إلى الشفافية وبالتالي لا يمكن أبدا إغفال الدور المحوري الذي قامت به وكالات التصنيف الائتماني في تطوير سوق التمويل المدعوم بالأصول والذي كان حافز رئيسي لبروز الأزمة المالية العالمية وإشعال فتيلها.

ثالثا: التوريق

1. آلية التوريق في السوق الثانوي للرهن العقاري الأمريكي:

الشكل رقم (3-3): الآلية المبسطة للتوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي



المصدر: يوسفات علي وبوزيان رحماني هاجر، **التوريق والأزمة المالية العالمية**، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل االمالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجا ، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلى، الجزائر يومي 05-06 ماي2009، ص09.

بعد أن يحصل ملاك العقارات على التمويل أو إعادة التمويل على عقاراتهم من البنك عن طريق "سماسرة العقارات"* يقوم البنك ببيع القروض إلى الشركات العقارية ويحصل مقابل ذلك على عمولة في شكل أتعاب.

* **سمسار العقارات:** يقوم بدور الوسيط بين المقترض والمقرض ويحصل السمسار على إيراداته من رسوم القرض النهائي.

الشركات العقارية بدورها تقوم بعملية توريق القروض وهذا بعد تجميعها في مجمع قرضي، عن طريق إحدى الشركات المختصة في مجال التوريق (SPV) [شركة ذات غرض خاص] وينتج عن هذه العملية أوراق مالية مضمونة برهن عقاري (MBS).

الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية ثانوية هي أوراق مدة استحقاقها 30 عاما عدد المستثمرين فيها محدود جدا، لأنهم يفضلون أوراق مالية مدة استحقاقها أقل وعادة تتراوح ما بين (10–2 سنوات) الأمر الذي استوجب البحث عن بديل مالي يقبله المستثمر بين الآخرين لذا قامت شركات توريق أخرى (SPV) بتوريق الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري (MBS) وتحويلها إلى ما يسمى التزامات الدين المضمونة.

(CDS) وهو مجمع قرضي يقوم على فكرة عدم اعتبار وعاء الرهن مجموعة واحدة من الرهون ذات 30 عاما، وإنما تقسيمها إلى شرائح مستقلة بمجموعة من تواريخ استحقاق تتراوح من سنة إلى 10 سنوات تتفاوت درجات تصنيفها وهي ثلاثة شرائح رئيسية الممتازة، والشريحة الوسطى، والشريحة الغير مقيمة، وبالتالي تستطيع استقطاب كافة المستثمرين بكل أنواعهم (حكومات، مؤسسات كبرى، أفراد...)

أما بالنسبة للتدفقات المالية لتسديد المستثمرين فقد أوكلت إلى "مقدمي الخدمات الإدارية"* مقابل أتعاب.

ثم يؤمن المستثمرين على أوراقهم التجارية من الإفلاس للبنك أو مصدر الأوراق المالية، ملاك العقارات عبر دفعات شهرية إلى شركة التأمينات على رأسهم ALG.

2. علاقة التوريق بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

تفاقمت أزمة الرهن العقاري سنة 2007 وزادت حدتها، لتتحول من أزمة رهون عقارية أمريكية إلى أزمة مالية عالمية سنة 2008، وذلك أن المؤسسات المالية قدمت قروض ضخمة بلغت حوالي 13 تريليون دولار لشراء العقارات للمتعاملين بها، وبعد أن أصبحت لديها كميات هائلة من القروض قامت ببيعها لشركات التوريق، هذه الأخيرة التي قامت بإصدار سندات بقيمة هذه القروض وطرحتها في السوق لبيعها لمستفيدين بأسعار أكثر من قيمتها الاسمية بسبب الفوائد التي تم احتسابها على أصل القرض، والتي تبدأ بصفة تدريجية على المقترض فيدفع المقترض الفوائد لمدة سنتين أو ثلاثة قبل أن يصل إلى أصل المبلغ المقترض، ثم قام أصحاب المنازل برهن عقاراتهم للحصول على قروض أخرى ثم قامت المؤسسات التي أعطت قروضا في هذه المرحلة برهن العقارات رهن ثاني ثم باعت القروض لشركات توريق، ثم قامت شركات التوريق بدورها ببيع هذه القروض لمؤسسات عالمية وصناديق سيادية على هيئة سندات عبر المشتقات المالية، فأصبح

* **مقدم الخدمات الإدارية:** الجهة المسؤولة عن تحصيل مدفوعات القروض من المقترضين ثم يتم تحويلها إلى مصدر لتوزيعها على المستثمرين، عادة يتقاضى أتعابه من خلال الرسوم على أساس حجم القروض، كما أنه ملتزم إلى أقصى حد يجلب المدفوعات من المقترضين إلى المصدر ويكون مسؤولا عن التعامل مع المتأخرين عن تسديد القروض.

المنزل الذي تم شرائه بمليون دولار (قرض) في القرض الأول بـ20 مليون دولار بعد أن تمت عملية بيع دينه مرات عديدة وفي خطة احترازية قامت شركات التمويل العقاري بالتأمين على قروض العقارات.

وعلى ضوء هذه المعطيات فقد كان لزيادة عمليات التوريق قيام البنوك بتحويل ضمانات القروض التي تقدمها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة، وهذه الأخيرة تقوم بنوك أو مؤسسات مالية أخرى بتحويل جانب منها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة، وهكذا نجد أننا أصبحنا أمام بناء مالي من عدة طوابق يمكن أن ينهار، إذا انهار طابق منه وقد عززت لهذه العملية بصورة كبيرة السوق الثانوية للقروض مما منح البنوك مرونة أكبر في الميزانية ومنح المستثمرين قدرة أكبر على الوصول للمحافظ الائتمانية، وبحلول عام 2006 بلغ حجم القروض المحولة إلى أوراق مالية غير مدفوعة نحو 28 تريليون دولار وفي العام 2007 تم تجميع ثلاثة أخماس القروض العقارية في الولايات المتحدة وربع الديون الاستهلاكية وبيعها.[1]

وسرعان ما تحولت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أزمة مالية عالمية شملت المؤسسات المالية وحتى غير المالية، وامتدت تداعياتها إلى الاقتصاد الحقيقي وانتقلت العدوى لتشمل جميع الاقتصاديات العالمية معرضة أكبر الشركات العالمية لخطر الإفلاس.

رابعا: المشتقات المالية

ظهرت المشتقات المالية كأداة من أدوات الوقاية من المخاطر كما ذكرنا سابقا (الفصل الأول)، لكنها كانت في الواقع أداة لنقل المخاطر وانتشارها فنظرا إلى أن المشتقات المالية عقود مشتقة من أصول مالية، فإنه ليس لها قيمة في حد ذاتها وقد أدى إعادة اشتقاق هذه الأوراق مرات عدة، وانتشارها الكبير، واستخدامها في المضاربات وابتعادها عن الاقتصاد الحقيقي إلى تفاقم الأزمة المالية العالمية 2008[2]، خاصة أن الاقتصاد العالمي مبني على وهم مستندات مالية لا مقابل لها، وقيمتها مرتبطة أساسا بحجم الطلب، في سيل من المضاربات من دون تسليم فعلي للموارد.[3]

وتعتبر هذه المنتجات أكبر خطورة نتيجة صعوبة وسوء تقدير الأخطار المرتبطة بها إضافة إلى تعقد المنتجات المشتقة والاستعمال المفرط للنماذج الإحصائية المعقدة، كل هذا جعل من المشتقات المالية وسيلة

---

[1] راتول محمد، معزوز لقمان، **عملية توريق الديون (Securiti Zation) كأداة مالية مستحدثة ودورها في صناعة وانتشار الأزمات المالية**، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول "الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية"، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر،2012، ص13-14.

[2] رازي محي الدين، **مسببات الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها**، مجلة جامعة دمشق، كلية العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة دمشق، المجلد29، العدد 02، 2013، ص 427.

[3] محمد الصالح المنجد، **الأزمة المالية**، مجموعة زاد للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009، ص22.

تعطي للمتعاملين بها انطباع بأنه يتحكم في الأخطار من خلال تداولها، وأن هذه الأدوات تحقق فعلا الهدف الذي أبتكرت من أجله وهو إدارة الخطر، في حين أن كل الدراسات جزمت باستحالة التحكم باستمرار في كافة العوامل التي تؤثر على النموذج المستعمل وبالتالي عدم إمكانية التحكم في الأخطار في كل الأحوال، إضافة إلى الخطورة التي تنطوي عليها المنتجات سالفة الذكر ساهمت بشكل كبير في تركز الأخطار التي كانت سببا في انتشار الأزمة المالية العالمية بعد أن تضاعف حجمها بشكل كبير.

وسنحاول توضيح علاقة المشتقات المالية بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بتفصيل أكثر من خلال المبحث الموالي.

خامسا: التحرر المالي والتطور التكنولوجي

أبرزت الأزمة المالية الراهنة أن البنوك المركزية في الدول الصناعية الكبرى لم تعد تهتم منذ عقود إلا بالتغيير في نسب التضخم وتغير سعر الفائدة حسب تغير نسب التضخم بحوالي 0.01 أو 0.02 وتجاهلت المحافظة على سلامة الأوضاع المصرفية المالية في أسواقها المحلية، بدون أي نوع من التأثير القانوني والتشريعي والنظامي بحكم إصدار المنتجات المصرفية والمالية الجديدة، فالمتاجرة بالمشتقات (العمليات الآجلة) مثل الأعمال المصرفية، والمتاجرة بالأوراق المالية لا يخضع للمسافات أو الحدود فأغلب تلك المعاملات تتم عبر شركات عالمية حيث تجرى عمليات بيع وشراء أدوات المشتقات المالية وبالتتالي في أسواق مختلفة حول العالم على مدى الساعة ويلعب المضاربون دورا هاما في تجارة المشتقات المالية ويواصلون بيع وشراء العقود معتمدين على توقعاتهم لحركات السوق، كما تلعب الإشاعات دورا هاما كذلك في اتخاذ القرارات، لذلك فإن أسواق المشتقات المالية هي متقلبة ومعرضة للخطر، ومع عولمة هذه الأسواق فإن أي خسارة ضخمة سيكون لها مضاعفات فورية على الصعيد العالمي.[1]

ومما لاشك فيه أيضا انه نتيجة التطبيق الواسع لتكنولوجيا الحاسبات الالكترونية والاتصالات في الأسواق المالية تمكنت هذه الأسواق من معالجة حجم أكبر كثيرا من المعاملات المالية كما أدى استعمال التكنولوجيا المتطورة في أسواق المال إلى توصيل التطورات على نحو أسرع وأوسع، والاستجابة بسرعة أكبر للمعلومات الجديدة وابتكارات أدوات وإجراءات تجارية، وربط الأسواق التي تقع في مناطق أمنية مختلفة، وكانت النتيجة زيادة التدفقات داخل أسواق رأس المال الدولية بسرعة تفوق كثيرا الدخل القومي الاسمي في البلدان الصناعية الرئيسية، كما زاد المعدل اليومي لتداول العملات الأجنبية في الأسواق الرئيسية (لندن_نيويورك_ وطوكيو) وكان نتيجة التطور في تكنولوجيا الاتصالات زيادة التكامل العالمي للأسواق المالية وأصبح الاقتصاد العالمي

[1] ضياء مجيد الوسوي، مرجع سبق ذكره، ص15.

محصورا في رقعة صغيرة وقد أوضحت الأزمة المالية العالمية 2008 بجلاء أن الأسواق المالية في العالم غدت شديدة التكامل.[1]

سادسا: العجز في الميزان التجاري

عانت أمريكا مند بداية السبعينات من القرن الماضي من عجز في الميزان التجاري وميزان المدفوعات الجاري وقد عجزت منظومة الدول الرأسمالية في معالجة هذا العجز الذي حول الولايات المتحدة من أكبر دول دائنة بعد الحرب العالمية الثانية إلى أكبر دول مدينة، وقامت الولايات المتحدة بإلغاء اتفاقية "بروتون وودز"* وحولت سعر صرف الدولار الثابت إلى سعر صرف عائم يتحكم في تحديده العرض والطلب وألغت كذلك قابلية تحويل الدولار إلى ذهب وكانت هذه الإجراءات تصب في مصلحة الولايات المتحدة على أكثر من صعيد حيث قامت بشطب جزء كبير من ديونها عبر خفض سعر صرف الدولار الذي يعتبر العملة الرئيسية في تسوية المدفوعات الدولية وهذا ما أدى إلى زيادة الطلب عليه عالميا ومكن أيضا الولايات المتحدة من أن تقوم بسد عجزها عن طريق تصدير عملتها لا بتنمية صادراتها وخفض إنفاقها كما تعمل بقية دول العالم فنمو الاقتصاد الأمريكي لم يكن بسبب معدلات الادخار المرتفعة ولكن بسبب مراكمة الديون على صعيد القطاع المنزلي وقطاع الأعمال والموازنة الفيدرالية وهذا ما جعل الاقتصاد الأمريكي يقف على جبل هائل من الديون قابلة للانفجار وإحداث الأزمة المالية الراهنة والتي بزغت في خريف عام 2007.[2]

سابعا: تعاظم الاستهلاك الترفي عن طريق الاقتراض

شهد الاقتصاد الأمريكي في السنوات الأولى من القرن الحالي تزايد الاستهلاك في الولايات المتحدة بشكل كبير حتى بلغ 87% من الناتج المحلي الإجمالي عام 2008 بعد أن كان حوالي 82% عام 2002 والمشكلة هنا ليست في تزايد الاستهلاك في حد ذاته، ولكن في حصول كثير من الأمريكيين على قروض لشراء العديد من السلع والخدمات بالتقسيط وبشكل يفوق بكثير قدراتهم على السداد.[3]

ثامنا: ضعف الرقابة على المؤسسات المالية

يقصد بالمؤسسات المالية البنوك، شركات التأمين، شركات التمويل العقاري، سوق رأس المال، شركات التوريق، ومؤسسات الخصم ولاشك أن هذه المؤسسات تلعب دورا هاما وخطيرا في اقتصاد أي دولة فهي بمثابة القلب بالنسبة لجسم الإنسان، حيث تتلقى الأموال وتعيد توظيفها، تماما كما يتلقى القلب الدم ويعيد

[1] المرجع السابق، ص ص:15-16.

* **اتفاقية بريتون وودز:** تأسست عام 1944 تبنت عملات أجنبية مقابل الدولار وتم تحديد الدولار بسعر 35 دولار مقابل أونس من الذهب.

[2] علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص ص: 12-124.

[3] هناء الخيطي وملك خصاونة، **دور الجهاز المصرفي الإسلامي في ظل الأزمة الاقتصادية**، بحث مقدم للمؤتمر الدولي السابع بعنوان "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال" التحديات- الفرص- الأفاق، جامعة الزرقاء الخاصة، 03-05 نوفمبر 2009، ص11.

ضخه في شرايين الجسم، وعلى الرغم من ذلك فإن هذه المؤسسات لم تكن تخضع في الولايات المتحدة لرقابة كافية من الجهات الرقابية وليس أدل على ذلك من أن الأزمة المالية الحالية قد بدأت من القطاع المالي.[1]

الفرع الثاني: مظاهر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

بدأت معالم انهيار النظام المالي العالمي في الظهور حيث أصابت أصحاب الأموال وغيرهم بالهلع والذعر، كما ارتبكت المؤسسات المالية والوسطاء معها في التفكير بوضع خطط الإنقاذ، كما أحدثت للحكومات خوفا على ديمومة أنظمتها ويمكن إبراز أهم مظاهر الأزمة المالية العالمية 2008 في النقاط التالية:[2]

– إفلاس متكرر للبنوك والمؤسسات العقارية وشركات التأمين، حيث بلغت البنوك المفلسة 11 بنك، من بينها " بنك اندي ماك" الذي يستحوذ 32 مليار دولار من الأصول و 19 مليار دولار من الودائع، بالإضافة إلى توقعات خلق حوالي 110 بنك قدر مجموع أصولها ب 850 مليار دولار؛

– تراجع حاد في نشاط الأسواق المالية العالمية جراء تأثرها بالقطاع المصرفي والمالي، وهو ما يفسر تقلب مستوى التداولات والتي ترتب عنها إختلالات في مؤشرات البورصة بتراجع القيمة السوقية لثمانية مؤسسات مالية عالمية بحوالي574 مليار دولار؛

– ارتفاع نسبة الديون العقارية على نحو 66 ترليون دولار، في حين بلغت ديون الشركات 18.4 ترليون دولار أي ما يعادل ثلاثة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي؛

– بلغت نسبة البطالة 05%، ومعدل التضخم 4%؛

– تراجع كبير في نسبة نمو الدول الصناعية، 1.4 خلال 2008 إلى 0.3% سنة 2009 مع توقع تقدير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية أن تصل نسبة النمو في الولايات المتحدة الأمريكية في 2009 إلى 0.9% مقابل 0.1% في اليابان و0.5% في أوروبا؛

– تراجع أسعار البترول بدول منظمة الدول المصدرة للنفط "أوبك" إلى ما دون 55 دولار للبرميل؛

– إعلان رسمي بدخول ايطاليا وألمانيا كأول وثالث اقتصاد أوروبي في مرحلة الركود الاقتصادي؛

– انخفاض حاد في مبيعات السيارات في أكبر الشركات مثل "فورد، جنرال متورز" حيث قاربت هذه الأخيرة من حالة الإفلاس، كما هدد حوالي مليوني عامل بالبطالة.

[1] هناء الخيطي، ملك خصاونة، المرجع سبق ذكره، ص11.

[2] فريد كورتل، **تداعيات الأزمة العالمية على الاقتصاديات العربية**، ورقة مقدمة للمؤتمر الدولي حول الأزمة العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، يومي 13– 14 مارس 2009، ص11.

المبحث الثالث: علاقة المشتقات المالية بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008

بعد أن تعرضنا لأهم الأسباب المؤدية لحدوث الأزمة المالية العالمية 2008، نلاحظ أن المشتقات المالية بأنواعها المختلفة والتي ذكرت في الفصل الأول من الدراسة هي المسبب الرئيسي في إشعال فتيل الأزمة بطريقة أو بأخرى، لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث تسليط الضوء على المشتقات المالية كونها حجر الزاوية في إحداث الأزمة، حيث سنحاول توضيح كيفية ومدى مساهمة هذه الأخيرة في إحداث هذه الأزمة؟

المطلب الأول: حجم المشتقات المالية وارتباطها بالأزمة المالية لسنة 2008

إن المنتجات المالية المشتقة تعتبر من أهم ابتكارات الهندسة المالية وقد وجدت أساسا لحماية المستثمرين والمؤسسات الاقتصادية ضد الأخطار المالية (تقلب أسعار الصرف، أسعار المواد الأولية، أسعار الفائدة، المؤشرات...إلخ) إلى أنها ساهمت بشكل كبير في خلق الأزمات المالية وتوسيع نطاقها خاصة الأزمة المالية العالمية، باعتبارها الركيزة الأساسية للاقتصاد "الكازينو" في يد المضاربين إذا أصبحت المضاربة أكثر سهولة وربحا فتوسعت أسواق المشتقات منذ 1990 ويعتبر "نشامبان" أول اقتصادي أشار موضوع الأثر السلبي لتداول عقود المشتقات المالية، عندما أكد عن ذلك بقوله "أن النقطة التي لم يصل إليها أي شخص حتى الآن هي أن شراء المشتقات لا يمثل أي نوع من الاستثمار، فهي مقارنة وتأمين ومراهنات فالمشتقات المالية تعود بلا شيء على صاحبها.

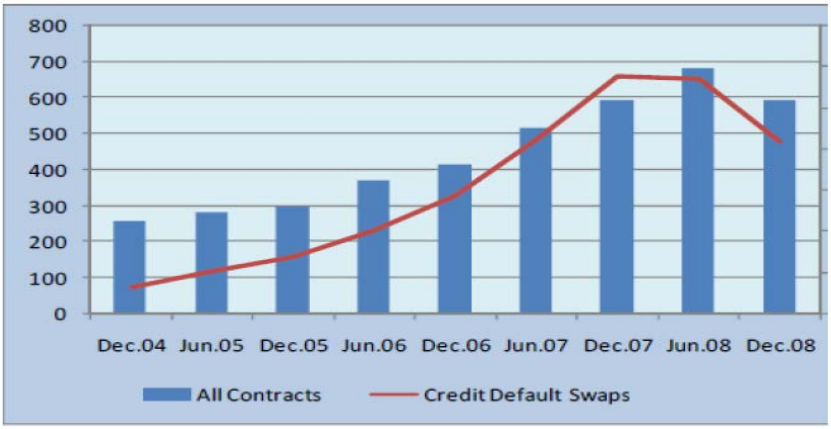
ونشير إحصاءات "بنك التسويات الدولية" في تقريره المؤرخ في ديسمبر 2007 تحت عنوان "أهم توجهات النشاط المصرفي والمالي الدولي" أن حجم الأسواق الخاصة بمختلف المشتقات المالية بما فيها مشتقات الائتمان المعيبة(CDS)* بلغ في نهاية الثلاثي الثالث من سنة2007 ما قيمته 681000 مليار دولار أمريكي[1]

والشكل الموالي يوضح ذلك:

* **مبادلة مخاطر الائتمان (CDS):** هي عبارة عن اتفاق على المبادلة المالية حيث يعوض بائع مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) المشتري في حالة عدم سداد القرض أو غيرها من حالات الائتمان.

[1] www.bis.org/press/p080609_fr.pdf.ln: تاريخ الاطلاع : 15/04/2018

الشكل رقم (3-4): تطور حجم المشتقات المالية خلال الفترة 2004-2008 (الوحدة مليار دولار)



المصدر: إحصاءات بنك التسويات الدولية في تقريره المؤرخ في ديسمبر 2007 المعنون ب "أهم توجهات النشاط المصرفي والمالي الدولي".

نلاحظ من خلال الشكل البياني النمو الرهيب الذي عرضته أسواق المشتقات المالية والذي جعلها تحتل المرتبة الأولى ومركز الصدارة بين الأسواق المالية حيث يفوق حجم التداول فيها بعدة مرات حجم التداول في أسواق الأصول الحقيقية وذلك راجع إلى ما يلي:

- تزايد ظاهرة المضاربة من خلال عملية شراء وبيع الأوراق المالية المشتقة للحصول على فارق السعر كربح رأسمالي وبالتالي تحقيق أرباح خيالية عن طريق محاولة استغلال التقلبات السوقية المتوقعة في الأسعار ومعدلات الصرف والفائدة مما أدى إلى زيادات سعرية في قيمة عقود المشتقات على حساب أصول مالية أخرى.
- تنامي حجم ونوعية الأخطار المغطاة بأدوات الهندسة المالية خاصة عقود المشتقات المالية.
- تنطوي هذه المنتجات المالية على الرفع المالي بالمقارنة مع الأصول المالية التقليدية.

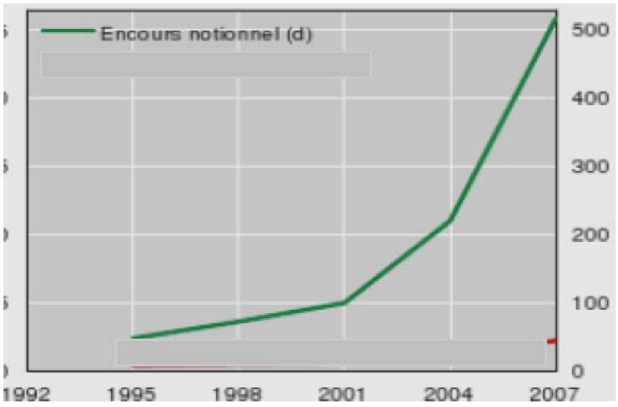
لكن بالرغم من التطور الكبير الذي شهدته المشتقات المالية إلا أنها تنطوي على خطورة كبيرة تهدد استقرار الأسواق المالية والنظام المالي بشكل عام والسبب في ذلك راجع إلى :

- سوء تقدير الأخطار وبعض التجاوزات القانونية.
- الاستعمال الكبير للرفع المالي.
- تعقد الأدوات المشتقة والاستعمال المفرط للنماذج الرياضية والإحصائية المعقدة مما يولد الانطباع لمستعمليها بأنه يتحكم في الأخطار، في حين أن هذه العقود المشتقة هي خطر في حد ذاته، إضافة إلى استحالة التحكم باستمرار في كافة العوامل التي تؤثر على النموذج المستعمل في تقييم المخاطر المرتبطة بها.

- ليس للمشتقات المالية قيمة جوهرية فهي لا تمثل شيئا سوى أنها مغامرات.
- حسب بنك التسويات الدولية، يصل المبلغ التقديري للتبادل التجاري المباشر في عقود المشتقات المالية التي لن تسدد بعد 593 تريليون دولار أمريكي بنهاية ديسمبر 2007 ما يعادل تقريبا عشرة أضعاف قيمة الناتج المحلي الإجمالي لجميع البلدان العالم والبالغ 60 تريليون دولار أمريكي.

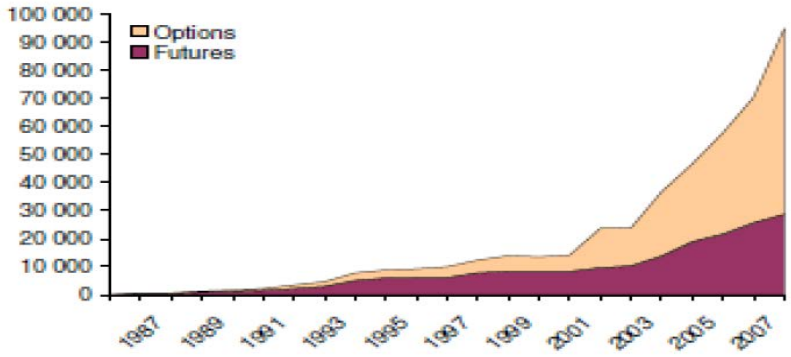
كثرة الصفقات في الأسواق غير المنظمة أو أسواق عقود المفاوضة بالتراضي حيث تشير إحصاءات بنك التسويات الدولية في نفس التقرير سابق الذكر أن حجم المشتقات المالية في نهاية الثلاثي الأول من سنة 2007 كان 516000 مليار دولار، أي بزيادة قدرها 135% عما كان عليه في سنة 2004 أي بمعدل نمو سنوي 33% سنويا منذ سنة 1995 أما حجم الصفقات في الأسواق المنظمة قد بلغ 165000 مليار دولار سنة 2007.[1] والأشكال التالية توضح ذلك:

الشكل رقم (3-5): تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة خلال الفترة (1992-2007) (الوحدة: مليار دولار)



المصدر: بنك التسويات الدولية، إحصائيات المشتقات المالية

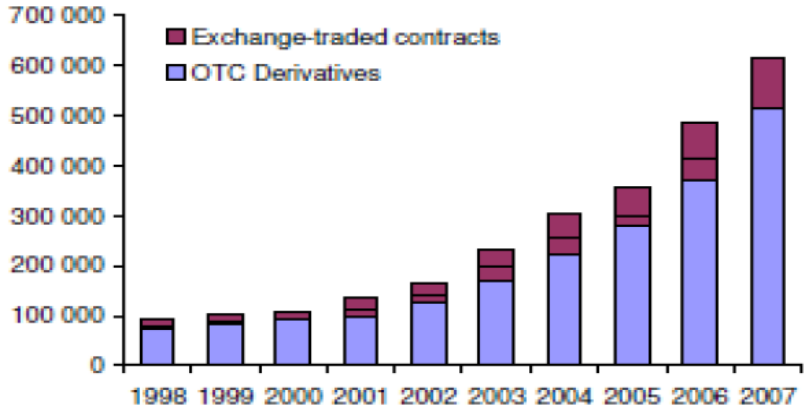
الشكل رقم (3-6): تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق المنظمة خلال الفترة (1987-2007) (الوحدة: مليار دولار)



المصدر: بنك التسويات الدولية، إحصائيات المشتقات المالية

[1] www.bis.org/press/p080609_fr.pdf.ln: تاريخ الاطلاع : 15/04/2018

الشكل رقم (3-7): تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق المنظمة وغير المنظمة خلال الفترة (1998-2007) (الوحدة: مليار دولار)



المصدر: بنك التسويات الدولية، إحصائيات المشتقات المالية

من خلال الأشكال البيانية نلاحظ أن هناك تطورا كبيرا ومستمرا في سوق المشتقات المالية بصورة عامة، وسوق عقود المفاوضة بالتراضي بصفة خاصة، مما يعني تزايد المخاطر، وذلك للإمكانية حدوث خطر عشوائي أو تراكمه لدى طرف واحد، لأن الصفقات في هذه الأسواق متروكة للتفاوض بين المتدخلين، وهذا يطرح مشاكل كثيرة أهمها نقص المراقبة والشفافية التي تحيط بالصفقات والتي تشجع البعض خاصة المؤسسات المالية الكبرى، على المبالغة في تحمل المخاطر وتعريض النظام المالي للانهيار دون تدخل السلطة الرقابية لمنع حدوث ذلك، كون الصفقات ثنائية غير معلنة ومسجلة خارج الميزانية، وفي المقابل فإن الصفقات في الأسواق المنظمة تكون أكثر أمانا للطرفين، إذ يراعي فيها التقييد الصارم بالتنظيمات والقوانين والأهم من ذلك أن لهذه الأسواق المنظمة ميزة تكمن في وجود غرفة مقاصة شهر على توازن السوق وتقلل من حجم الأخطار.

بالإضافة إلى ما سبق، هناك إجماعا أن ما زاد من خطورة أسواق المشتقات المالية في السنوات الأخيرة وجعلها من أهم العوامل التي أدت إلى حدوث هذه الأزمة هو عنصر تركز الأخطار، الذي عادة ما يكون سببا في ظهور الخطر النظامي ففي الأحوال العادية يتم توزيع الأخطار على الأطراف التي تقبل تحملها، لكن هذا لا يعني أن هذه الجهات أو المؤسسات تملك القدرة على تحمل المزيد من المخاطر، وهذا التركيز

الكبير للأخطار في محفظة واحدة أو طرف واحد قد يؤدي نتيجة لوقوع سبب طارئ إلى حدوث حالة إفلاس تنتقل بفعل "العدى المالية"* إلى باقي مكونات النظام المالي متسببة في حدوث أزمة نظامية.[1]

وهذا بالفعل ما حصل في هذه الأزمة، حيث بنيت إحصاءات أمريكية أنه في نهاية 2006 كان حوالي 98% من حجم التعاملات في سوق المشتقات المالية بيد خمس مؤسسات فقط، وهذا يتنافى طبعا مع المبدأ الذي قامت عليها المشتقات وهو توزيع الأخطار على كافة السوق.

مما سبق نستنتج أن كثرة صفقات المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة جعل منها أحد أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، فبدلا من أن تكون أداة تحافظ على استقرار السوق المالية من خلال توزيعها للمخاطر كافة المتعاملين، كل حسب قدرته على تحملها أصبحت أداة تساعد على تركز المخاطر التي تسببت في انهيار الأسواق المالية بشكل خاص والنظام المالي بشكل عام فوقعت الأزمة المالية العالمية 2008 بفعل انتقال العدوى المالية.

ويشير كذلك بنك التسويات الدولية في تقريره السنوي 2008 أن أهم أسباب الأزمة المالية العالمية هو نمو الاقتصاد الافتراضي أو الوهمي التي تتمثل في المشتقات المالية على حساب الاقتصاد الحقيقي للاقتصاد الافتراضي وصل إلى ما يراوح 12 ضعفا أو 15 ضعفا الاقتصاد الحقيقي، في أكتوبر 2008، بلغت القيمة التقديرية للتداول غير المنظم خارج البورصة حوالي أكثر من 600 تريليون دولار في مواجهة اقتصاد حقيقي لا يتعدى 48 تريليون دولار، وقد بلغ حجم التداول في مبادلة التعثر عن السداد CDS عند نهاية ديسمبر 2007 حوالي 57.894 مليار دولار أمريكي، ووصل النصف الأول من عام 2008 إلى 57.325 مليار دولار أمريكي، بينما انخفض في النصف الثاني من 2008 ليصل في ديسمبر 2008 إلى 41.868 مليار دولار أمريكي.[2]

وتجدر الإشارة أنه بعد الأزمة، عادت عقود المشتقات المالية للنمو السريع في عام 2010 بعد تراجع نموها خلال سنتي 2008، 2009 فبمقارنتها بسنة 2009 قد ارتفع حجمها بنسبة 81.9% أي أن حجم التداول الكلي للمشتقات حوالي 1252 تريليون دولار أمريكي، فالمشتقات في الأسواق المنظمة تداولت بقيمة 68 تريليون دولار أمريكي، أما مشتقات OTC فقد كانت 1163 تريليون دولار أمريكي، أما خلال سنة 2011 فقد ارتفعت نسبة تداولها بنسبة 19.79% فبهذا المستوى فهي أكبر ب 20 مرة من قيمة الناتج المحلي الإجمالي العالمي الذي يقدر عند 60 دولار إلى 20 دولار تريليون دولار، ويعود سبب هذا الارتفاع

* **العدوى المالية:** يعني أن أزمة أو هجمة مضاربة في سوق ما يزيد بشكل مهم من احتمال الضغوطات في أسواق مالية أخرى، كما يمكن أن تؤدي إلى سلسلة متوالية من الأزمات في أسواق مختلفة.

[1] بن نعمون حمادو، مرجع سبق ذكره، ص16.

[2] **بنك التسويات الدولية**، التقرير السنوي 2008، www.bis.org، تاريخ الاطلاع: 2018/04/15.

إلى الإصلاحات التي عرفتها أسواق المشتقات المالية والتي زادت الثقة في المنتجات المالية المشتقة والكيانات التي تستخدمها.[1]

المطلب الثاني: أثر المشتقات المالية على المؤسسات المالية

لقد لعبت المشتقات المالية دورا جوهريا في تفجير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وذلك للاعتماد معظم المؤسسات المالية العالمية عليها، لأنها توفر منتجات عديدة ومتنوعة تحقيق أغراض مختلفة، ولكنها في نفس الوقت تتضمن مخاطر كبيرة تجهله أغلب الأطراف المتعاملة بها من بنوك ومؤسسات تأمين، مؤسسات ضمان...إلخ، وذلك راجع لتعقيدها من جهة، ونقص الرقابة والشفافية في الأسواق الخاصة بها من جهة أخرى.

ومن خلال هذا المطلب سنحاول عرض أشهر حالات الإفلاس التي شهدتها المؤسسات المالية العالمية خلال الأزمة المالية العالمية 2008 وهي:[2]

1- مؤسستا (فاني ماي) و(فريدي مارك) Fannie mae & Freddie mac

المؤسستان تمتلكان وتضمنان ما يقارب 12 تريليون دولار من قروض الإسكان في الولايات المتحدة سيطرتا على سوق القروض العقارية الأمريكية، إلى غاية 2003 أين دخلت البنوك الاستثمارية المنافسة في هذه السوق واستحدثت أدوات ووسائل تمويل غير مسبوقة تمكنها من مدى التمويل إلى فئات من الناس ذات ملاءة ائتمانية ضعيفة وفي نفس الوقت الحصول على أرباح كبيرة ولمواجهة هذه المنافسة الشرسة قامت المؤسسات بالوقوع في فخ المنتجات السامة التي وضعتها على حافة الإفلاس ففي 07 سبتمبر 2008 وضعت الخزانة الأمريكية كل من "فاني ماي" و"فريدي ماك" تحت وصايتها طيلة الفترة التي تحتاجها للإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 100 مليار دولار، وذلك لأن انهيارها يعني تكبد الاقتصاد الأمريكي خسائر تعادل تقريبا الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية.

2- أزمة بنك بير ستيرن Bear Streans

يعتبر بنك بير ستيرن خامس أكبر بنك استثماري في دول ستريت أنشئ عام 1923 برأسمال 500 مليار دولار، في جويلية2007 أعلن إفلاس صندوقين للتحوط متخصصين في مشتقات القروض والاستحواذ عليه من قبل J.P morgan في 23 مارس2008، بمساعدة البنك الفيدرالي الأمريكي لقرض 30 مليار دولار

[1] عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 58.

[2] سميرة حسيبة، **إصلاح اسواق المشتقات المالية غير المنظمة ضرورة حتمية لاجتناب أزمات مالية مستقبلية**، مجلة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية كلية الشريعة والاقتصاد جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، العدد1، 2014، ص ص14-15.

بمقابل سعر زهيد للغاية 10 دولارات للسهم بعد أن كان 2 دولار للسهم في 17 مارس لكن المساهمين رفضوا ذلك بعد أن كان السهم يساوي 133 دولار وقد كان سبب إفلاس البنك الرهون العقارية التي أثقلت محفظته الاستثمارية.

3- أزمة بنك ليمان برادرز Lahman Brothers

تأسس بنك ليمان برادرز في عام 1850 ونمى بعد ذلك كواحدة من شركات وول ستريت الاستثمارية العملاقة، وقد بدأ الإنهيار البطيء للبنك حينما اكتشفت أزمة الرهن العقاري في صيف عام 2007 حين أخذت أسهم البنك في التراجع بشكل مطرد من دورة بلغت 82 دولار للسهم، هذه المخاوف استندت إلى حقيقة أنه كان لاعبا رئيسيا في سوق القروض العقارية من الدرجة الثانية Subprime، وأنه كغيره من المؤسسات المالية واجه المخاطر التي تترتب على الخسائر الكبيرة الناجمة عن الانكشاف على هذا النوع من الإقراض مرتفع المخاطر التي يمكن أن تكون قاتلة بدأت الأزمة تتعمق في عام 2007 وأوائل عام 2008 قاوم البنك التوقعات بإفلاسه أكثر من مرة إلى أن تم الإعلان عن إفلاسه في 15 سبتمبر 2008 بديون تجاوزت عند انهياره 600 مليار دولار، في حين بلغت قيمة عقود مبادلة خسائر الائتمان على ليمان نحو 270 مليار دولار.

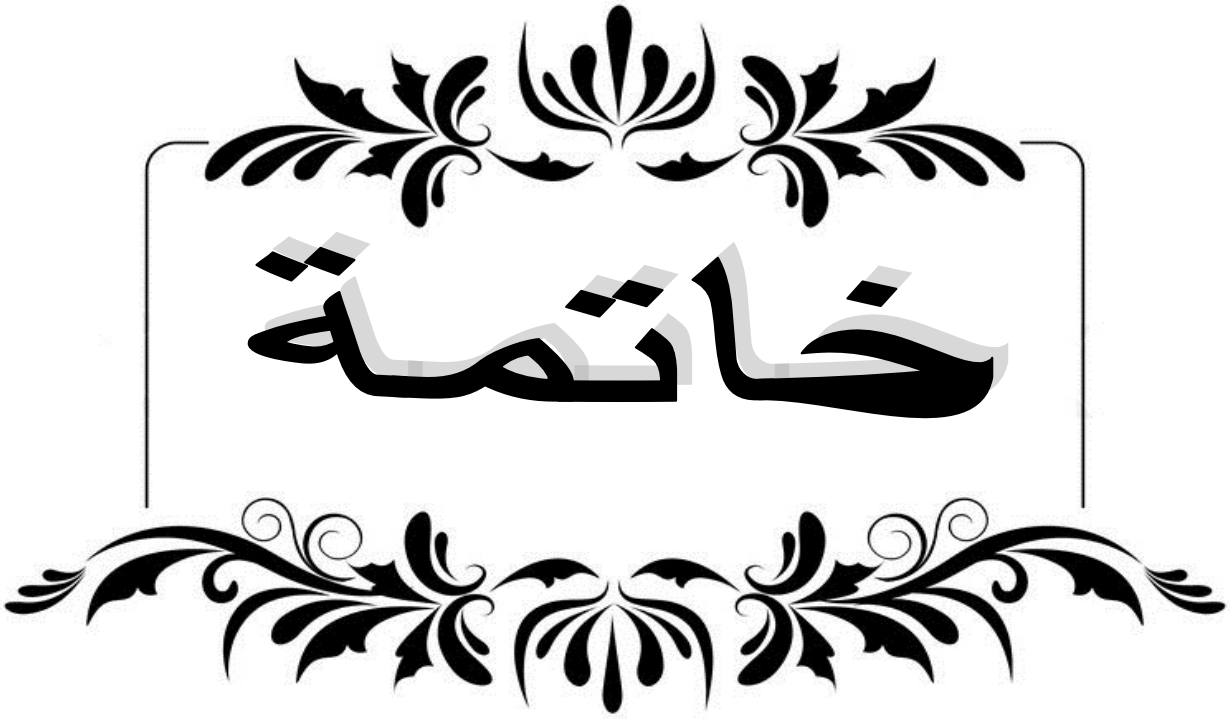
خلاصة الفصل:

إن الأزمة العالمية التي بدأت بوادرها في صيف 2007 مع انفجار أزمة قروض الرهن العقاري والتي جاءت كنتيجة للخسائر الفادحة التي تكبدتها البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية بسبب توسعها في منح هذا النوع من القروض العقارية الخطرة تحولت في سبتمبر 2008 إلى أزمة المالية عالمية (نظامية) تجسدت في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى من بنوك وشركات تأمين، شركات التمويل العقاري...إلخ.

وقد تداخلت وتعددت الأسباب المؤدية للأزمة، إلا أنه قد كان للمشتقات المالية دورا كبيرا في إحداثها تعميقها.

فالمشتقات المالية ساهمت في إحداث الأزمة نتيجة الاستعمال السيئ من جهة واعتمادها على التوقعات واستخدامها للأغراض المضاربة من جهة ثانية، إضافة إلى كثرة صفقاتها في الأسواق غير المنظمة، وبذلك فبدلا من أن تكون أدوات مالية تساعد في تسيير المخاطر من خلال توزيعها على كافة المتعالمين، كل حسب قدرته على تحملها، أصبحت أداة تساعد على تركز المخاطر التي تسببت في إحداث الخطر النظامي الذي أدى بدوره إلى انهيار الأسواق المالية بصفة خاصة والنظام المالي بصفة عامة بفعل انتقال العدوى المالية.

وكمثال عن حالات الإفلاس التي شهدتها المؤسسات المالية العالمية بفعل المشتقات المالية نجد حالة مؤسستي "فاني ماي" و "فريدي ماك"، بنك بيرستيرن، بالإضافة إلى بنك "ليمان برادرز"، والتي تعتبر من أشد حالات الإفلاس تأثيرا على القطاع المالي والتي زادت من حدة وعمق الأزمة.


خاتمة

من خلال دراستنا لموضوع "دور المشتقات المالية في الأزمات – دراسة تحليلية للأزمة المالية العالمية 2008–" استخلصنا أن المشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد، فكانت أول هذه المنتجات هي عقود الموافقة بالتراضي، تلتها فيما بعد العقود الآجلة على العمولات وهي عقود نموذجية تسمى بالعقود المستقبلية. Futures يتم تداولها في أسواق منظمة، بعد ذلك ظهرت مشتقات مالية أخرى سميت بالعقود المبادلةSwaps ، وأخيرا ظهرت عقود الخيار Les Contrats optionnel، وكان استعمال المشتقات المالية بهدف تمكين المؤسسات من إدارة المخاطر التي تواجهها، لكن التطور الكبير الذي شهدته هذه الأدوات، وسرعة انتشارها واستخدامها لهدف المضاربة في الأسواق المالية من طرف المتعاملين، أدى إلى تزايد وتنوع المخاطر الناتجة عن التعامل بها، وخير دليل على ذلك في السوق المالية الأمريكية والذي تسبب في إحداث الأزمة المالية العالمية سنة 2008، والتي أثرت على مختلف القطاعات الاقتصادية العالمية مما تسبب في إحداث أزمة نظامية، فبالرغم من تعدد أسباب هذه الأزمة إلا أن المشتقات المالية قد أدت دورا كبيرا في إحداثها وتوسيع نطاق انتشارها.

1. اختبار الفرضيات:

من خلال دراستنا لهذا البحث توصلنا إلى التحقق من الفرضيات التي سبق طرحها في المقدمة وهي كما يلي:

– تعد المشتقات المالية أبرز مبتكرات الهندسة المالية تمكن المتعاملين الاقتصاديين من التغطية ضد المخاطر المختلفة التي يتعرضون لها من خلال ممارستهم للأنشطة المالية لكن التطور الكبير الذي عرفته هذه الأدوات وسرعة انتشارها واستخدامها بهدف المضاربة في الأسواق المالية أدى إلى تزايد وتنوع المخاطر الناتجة عن التعامل بها وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

– رغم المزايا التي يمكن أن تترتب عن التعامل بالمشتقات المالية والفوائد التي تحققها للمؤسسات المالية بصفة خاصة والأسواق المالية بصفة عامة إلا أن استخدامها لغرض الضاربة أكثر من استخدامها للتحوط باعتبارها وسيلة للمراهنة مصممة للتلائم مع مختلف الأصول، جعلها تنطوي على خسائر هائلة وغير محتملة أدت إلى إفلاس العديد من المؤسسات المالية وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

– ساهمت المشتقات المالية في إحداث الأزمة المالية العالمية 2008، ذلك أن كثرة صفقاتها خاصة في الأسواق غير المنظمة أدى إلى تراكم عشوائي للأخطار لدى طرف واحد، لأن الصفقات في عقود المفاوضة بالتراضي متروكة للتفاوض بين المتدخلين وهذا ما طرح مشاكل عديدة من بينها عدم الشفافية التي تحيط بالصفقات والتي تشجع البعض على المبالغة في تحمل المخاطر وتعريض النظام المالي للانهيار، فبدلا من أن تكون المشتقات المالية أداة تحافظ على استقرار الأنظمة المالية وأسواقها، أصبحت أداة تساعد على تركز المخاطر وتهدد استقرار الأسواق المالية وهذا ما يثبت الفرضية الثالثة.

ومن خلال اختبار الفرضيات نصل إلى إجابة للإشكالية المطروحة بالقول أن: المشتقات المالية ساهمت في إحداث الأزمة المالية العالمية 2008، كونها تعتمد على التوقعات، وتعدت الأهداف المنوطة لأجله حيث أصبحت تستخدم لغرض المضاربة أكثر من إستخدامها في التغطية ضد المخاطر.

2. نتائج البحث:

من بين النتائج التي توصلت إليه دراستنا ما يلي:

– تتداول في الأسواق المالية العديد من الأدوات المالية منها التقليدية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها، منها الحديثة التي تم ابتكارها تماشيا مع التطورات الحاصلة في القطاع المالي كالمشتقات المالية.

– تعتبر المشتقات المالية والمتمثلة في كل من العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيار وعقود المبادلات من أهم منتجات الهندسة المالية والتي تمتاز بالمرونة وتستخدم في إدارة مختلف المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة المالية وتغطيتها، خاصة ما يتعلق بمخاطر تقلبات أسعار الفائدة، الأسهم،المؤشرات...إلخ، لكنها تحولت لأدوات قمار يخسر فيها طرف ويكسب فيها طرف، ولا يحدث فيها تسليم للسلع و لا دفع لثمن، وإنما التسوية عند التصفية يدفعها الخاسرون ويستلمها الرابحون.

– تبين أن المشتقات المالية ليست أدوات للتحوط ضد المخاطر فحسب،من خلال توزيعها على المتعاملين فيها كل حسب قدرته على تحملها، بل تعتبر خطرا في حد ذاته إذا أسيء إستعمالها وإدارتها

– شهدت سوق المشتقات المالية على المستوى العالمي نمو كبيرا، ذلك أن أغلب التعاملات في المشتقات المالية تتم في السوق غير المنظمة (المفاوضة بالتراضي) الأمر الذي أدى إلي تركز المخاطر وتزايدها في الأسواق المالية وبالتالي انفجار الأزمة المالية العالمية 2008، واتساع نطاقها والتي أدت إلى إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية.

– تبين لنا أن من أهم أسباب الأزمة المالية 2008 الارتفاع المستمر في أسعار الفائدة تراكم الديون وضعف الرقابة على المصارف والتداولات في الأسواق المالية بصفة عامة والمشتقات المالية بصفة خاصة.

3. التوصيات:

– بناءا على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، هناك مجموعة من التوصيات المقترحة كما يلي:

– مقترحات مرتبة بالجانب التشريعي والتنظيمي، من خلال اصدار النصوص التشريعية والتنظيمية وآلية العمل المناسبة ويأتي في مقدمة هذه التشريعيات قانون سوق الأوراق المالية من خلال إعادة النظر في تنظيم أسواق المشتقات المالية خاصة تلك التي تتم خارج المقصورة (تفوض بالتراضي) من أجل تحقيق انضباط السوق واجتناب أزمات مالية مستقبلية قد تقود العالم إلى وجهة مجهولة.

– إلزام المتعاملين في أسواق المشتقات المالية على التعامل بوساطة غرفة مقاصة مركزية، حيث تصبح هي الطرف الآخر لكل عملية فهي البائع بالنسبة للمشتري وهي المشتري بالنسبة للبائع وبذلك ينخفض خطر الطرف الآخر المقابل الذي يعوض بخطر إفلاس غرفة المقاصة بهدف تعزيز شفافية الأسواق غير المنظمة وتجنب التجاوزات مما يزيد الثقة في منتجات المالية المشتقة والكيانات التي تستخدمها.

– توحيد عقود المشتقات المالية (OTC) ضرورة حتمية لتخضع هذه العقود لمقاصة مركزية وتتداول في البورصات وعبر المقصورات.

– الإبلاغ عن المعاملات التي تتم خارج المقصورة إلى الدلائل المركزية من شأنه أن يزيد في شفافية الأسواق التي تفيد الهيئات الرسمية وكذا المتعاملين في السوق، كما تضع السلطات في وضع أحسن لمراقبة وتدخل عند ترصدها.

قائمة المراجع

قائـــمـة المراجـع

I.الكتب:

1. أحمد سعيد، **الأسواق المالية المعاصرة**، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2016.

2. ارشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

3. آمال كامل عبدالله، **نظام القانوني في عقود مبادلة الأصول المالية المنقولة**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004.

4. حاكم ربيعي وآخرون، **المشتقات المالية (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات)**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2011.

5. حكيم الربيعي وآخرون، **المشتقات المالية**، اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، ط1، 2011.

6. حيدر عباس عبد الله، **الأسواق المالية والفشل المالي**، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، 2005.

7. خالد وهبي الراوي، **إدارة المخاطر المالية**، دار المسيرة، ط1، عمان، 2009.

8. زكريا سلامة وعيسى شنطاوي، **الآثار الاقتصادية للأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي**، ط1، دار النفائس، الأردن، 2008.

9. زكرياء سلامة عيسى شطناوي، **الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية**، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.

10. سمير عبد الحميد رضوان حسن، **المشتقات المالية ودور صافي إدارة المخاطر**، دار النشر للجامعات، مصر، 2001.

11. سمير عبد الحميد ورضوان حسن، **المشتقات المالية ودرها في أدارة المخاطر**، دار النشر للجامعات، مصر 2001.

12. السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر، ط1، الأردن، 2010.

13. شقيري نوري موسى، **إدارة المشتقات المالية للهندسة المالية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، بدون سنة النشر.

14. طارق عبد العال حماد، **المشتقات المالية**، الدار الجامعة، الإسكندرية، مصر، بدون سنة النشر.

15. عادل رزاق ، **دعائم الإدارة الإستراتجية للاستثمار**، اتحاد المصارف العربية ، بيروت، 2006.

16. عبد الكريم أحمد قندور، **المشتقات المالية**، الوراق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2014.

17. عبد الكريم جابر العيساوي، **التمويل الدولي**، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط2، عمان، 2015.

18. عبد المعطي رضا أرشيد وآخرون، **الأسواق المالية**، دار زهران للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2010.

19. علي عبد الفتاح أبو شرار، **الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة**، دار اليازوري، عمان، 2012/2011.

20. عمر يوسف عبد الله عبابنة، **الأزمة المالية المعاصرة تقدير إقتصادي إسلامي**، جدار للكتاب العلمي، الأردن، 2010.

21. مبارك بن سليمان آل فواز، **الأسواق المالية من منظور الإسلامي**، ط1، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2010م.

22. محمد إبراهيم العامدي، **إدارة محافظ الاستثمار**، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، الأردن،2013.

23. محمد أحمد عبد النبي، **أسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي**، ط1، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، 2009

24. محمد أحمد عبد النبي، **الأسواق المالية**، ط1، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، 2009.

25. محمد الصالح المنجد، **الأزمة المالية**، مجموعة زاد للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009.

26. محمد سعيد محمد الزملاوي، **الأزمة الاقتصادية العالمية انحدار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.

27. محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقسيم الأسهم والسندات**، دار الجامعة الإسكندرية، 2001.

28. محمد عبد الوهاب العزاوي وعبد السلام محمد خميس، **الأزمات المالية قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة**، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2010.

29. محمد وجيه حنيني، **تحويل بورصة الأوراق المالية**، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

30. منير إبراهيم هندي، **إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات**، الجزء الأول، المكتب العربي، الإسكندرية، مصر، 2008.

31. منير إبراهيم هندي، **إدارة المخاطر**، جزء3 عقود الخيارات، توزيع المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2011.

32. منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق المال**، مركز الدالة للطباعة، الإسكندرية، 2012.

33. منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة توزيع المعارف، الإسكندرية، بدون سنة النشر.

34. منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات المالية**، ج2، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003.

35. نجاح عبد العليم وآخرون، **أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية**، حيدر للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، ط1، 2014.

36. هاشم فوزي ديبابس العيادي، **الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية**، الوراق للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008.

37. هندي منير، **الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات**، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.

II.المذكرات:

38. بن اعمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية**، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013/2012.

39. بن عيسى عبد القادر، **أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012/2011.

40. بوزيد سارة، **أوراق محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، 2007/2006.

41. بوضياف عبير، **سوق الأوراق المالية في الجزائر**،مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007.

42. بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،2006/2005.

43. الجوزي غنية، **أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر،2012/2011.

44. خالد محمد نصار، **آليات تنشيط سوق فلسطين الأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتسويق، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006.

45. زاهرة يونس محمد سودة، **تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والضريبية والشرعية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المنازعات الضريبية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2006.

46. زرقاطة مريم، **دور الصناديق السيادية في تحقيق الاستقرار المالي العالمي (تجربة إستثمار الثروات الخليجية)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2011/2010.

47. ساسية جدي، **دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية**، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.

48. سرارمة مريم، **دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008**، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، التخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2012/2011.

49. سليم جابو، **تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011.

50. سميحة بن محياوي، **دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.

51. سميرة محسن، **المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية**، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2005-2006.

52. عبد الغاني بن علي، **أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، فرع تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2010/2009.

53. عيساوي سيهام، **دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.

54. فتيحة ابن بوسحاقي، **بورصة الجزائر واقع وآفاق**، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع النقود المالية، جامعة الجزائر،2003/2002.

55. لطرش سميرة، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2010/2009.

56. مسعودة بن لخضر، **عقود الخيار ودورها في تقليل مخاطر أسواق رأس المال**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.

57. نادية بلوغي، **تداعيات أزمة اليورو على الشراكة الأورو متوسطية دراسة حالة الجزائر**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2013.

58. نادية عقون، **العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة للأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013/2012.

59. نور الدين بومدين، **صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بو علي، الشلف، الجزائر، 2015/2014.

III.المجلات والمطبوعات:

60. إبراهيم أحمد أنور، **عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع**، معهد العربي للتخطيط، الكويت.

61. أحمد عامر، **تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية بالجزائر**، مجلة بحوث اقتصادية عربية، القاهرة، العدد48، 2009/ 2010.

62. أمال قحايرية، **أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية**، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد3 ،جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2005.

63. بلحسن فيصل وعبو هدة، **مخاطر المشتقات المالية**، جامعة حسيبة بن بو علي، الشلف، الجزائر، 2007، ص9

64. بلعزوز بن علي، **استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية**، مجلة الباحث، العدد07، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2010.

65. دنيا إبراهيم غيا، **دور المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدي اتجاه المخاطر المالية ومدى إمكانية تطبيقها في المصارف السورية**، قمم المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2013.

66. رازي محي الدين، **مسببات الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها**، مجلة جامعة دمشق، كلية العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة دمشق، المجلد29، العدد 02، 2013.

67. سميرة حسيبة، **إصلاح اسواق المشتقات المالية غير المنظمة ضرورة حتمية لاجتناب أزمات مالية مستقبلية**، مجلة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية كلية الشريعة والاقتصاد جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، العدد1، 2014.

68. ضياء مجيد الموسوي، **الأزمة المالية العالمية الراهنة**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر،2008.

69. عبد العظيم أبو زيد، **التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية**، مجلة جامعة عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، 2013.

70. عبد الكريم قندوز وحكيم براضية، **تقنيات واستراتيجيات إدارة السيولة بالمؤسسات المالية الإسلامية الفرص والتحديات**، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الثاني، ديسمبر 2014.

71. عبد الكريم قندوز، **الهندسة المالية الإسلامية**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2007.

72. عبد المجيد قدي، **الأزمة الاقتصادية الأمريكية، وتداعياتها العالمية**، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد السادس والأربعون، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، 2009.

73. مداني أحمد، **دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها**، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، الشلف، العدد10: جوان 2013.

74. منير الحمش، **السياسات الاقتصادية الكلية في ظل الأزمة المالية الراهنة**، مجلة بحوث اقتصادية عربية، القاهرة، مصر، العدد47، 2009.

75. نور الدين جوادي، **الأزمة المالية العالمية: مقاربة نظرية**، حوليات جامعة بشار، الجزائر، العدد08، بدون سنة النشر.

76. يوسف بن عبد الله الشبيلي، **أدوات إدارة مخاطر السيولة وبدائل اتفاقية إعادة الشراء في المؤسسات المالية الإسلامية**، معهد العالي للقضاء، المملكة العربية السعودية، الرياض.

77. يوسف علي، **أزمة الرهن العقاري**، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، العدد02، 2009.

IV.الملتقيات والمداخلات:

78. أحمد زغدار وصالح المهدي، **الأزمة المالية الآسوية والأزمة العقارية الأمريكية**، الملتقى الدولي الثاني "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية"، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلى، 05-06 ماي 2009.

79. بزار حليمة، **المشتقات المالية ومخاطرها**، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول أرقية النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 05 و06 ماي 2009.

80. بوعافية سمير، مصطفى قريد، **التعامل المشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية**، مداخلة من الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية دولية والحوكمة العلمية، جامعة سطيف1، يومي 20-21 أكتوبر 2009.

81. راتول محمد، معزوز لقمان، **عملية توريق الديون (Securiti Zation) كأداة مالية مستحدثة ودورها في صناعة وانتشار الأزمات المالية**، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول "الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية"، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر،2012.

82. زايدي عبد السلام ومقران يزيد، **الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر**، ملتقى دولي حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المصرفية، جامعة خميس مليانة، عين الدفلى، يومي 6-7 ماي 2009.

83. سحنون وآخرون، **مخاطر المشتقات المالية ودورها في خلق الأزمات**، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمات المالية والاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، 2009.

84. لياس منيرة، **الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية**، ملتقى علمي دولي، مداخلة بعنوان الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20 و 21 أكتوبر، 2009.

85. محمود سحنون وسميرة محسن، **مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات**، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.

86. مفتاح صالح ومعارفي فريدة، **أزمة النظام المالي العالمي وبديل البنوك الاسلامية**، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، يومي 05-06 ماي، 2009 .

87. وليد أحمد صافي، **الأزمة المالية العالمية 2008،طبيعتها ، أسبابها وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي**، ملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، جامعة خميس مليانة، عين الدفلى، يومي 05-06 ماي 2009.

V.المؤتمرات والبحوث:

88. أشرف محمد دوابه، **شهادات الإيداع القابلة للتداول رؤية إسلامية**، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات العربية المتحدة الأمريكية، 2005.

89. بلعزوز بن علي، مداني أحمد، **التصنيف الائتماني بين مسبب الأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها دراسة وضعية وشرعية**، المؤتمر الدولي الرابع حول: ا"لازمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، كلية العلوم الإدارية بالكويت، 15-16 ديسمبر 2010.

90. الشيخ الداوي، **الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها وجذورها**، مؤتمر "الأزمة المالية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس2009.

91. فريد كورتل، **تداعيات الأزمة العالمية على الاقتصاديات العربية**، ورقة مقدمة للمؤتمر الدولي حول الأزمة العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، يومي 13-14 مارس 2009.

92. كمال زريق وحسن توفيق، **الجوانب النظرية للأزمة المالية**، المؤتمر الدولي السابع "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء، الأردن، 10-11 نوفمبر 2009.

93. نبيل حركاني وعثمان بودحوش، **الآثار المالية والاقتصادية لعقود الخيارات المالية**، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي بعنوان: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 05 و06 ماي، جامعة سطيف1، 2014.

94. هناء الخيطي وملك خصاونة، **دور الجهاز المصرفي الإسلامي في ظل الأزمة الاقتصادية**، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي السابع بعنوان "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال" التحديات-الفرص- الأفاق، جامعة الزرقاء الخاصة، 03-05 نوفمبر 2009.

VI.المواقع الالكترونية:

95. بلحسن فيصل وآخرون، **مخاطر المشتقات المالية**، ص8، من الموقع الالكتروني: http //iefpedia.com/arab/?p=22400 تاريخ الاطلاع: 2018/02/25.

96. حير محمود الفضيلات، **الرهن العقاري وأثره في أزمة الاقتصاد العالمية المعاصرة**، ص ص: 6-7، من الموقع الالكتروني: http///www.iefpedia.com/.../ تاريخ الإطلاع:07-03-2018 على الساعة 20:02.

97. www.bis.org/press/p080609_fr.pdf.ln: تاريخ الاطلاع 15/04/2018

VII.التقارير والمنتديات:

98. بنك التسويات الدولية، التقرير السنوي 2008، www.bis.org، تاريخ الاطلاع:2018/04/15.

99. حسين على محمد منازع، **أدوات التحوط في المعاملات المالية وأحكامها الشرعية**، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، الدورة الثانية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي بالتعاون مع منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، 26 و27 أفريل، 2016.