



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة



كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم : العلوم الاقتصادية

العنوان :

## دور المشتقات المالية في تغذية وتفعيل الأزمات المالية

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي في العلوم الإقتصادية

تخصص : اقتصاد نقدي وبنكي

تحت إشراف الأستاذة:

من إعداد الطالبة:

- إلهام لعور سطايجي

- فاطمة الزهراء يبرم

أعضاء لجنة المناقشة

الأستاذ	الدرجة العلمية	الصفة	الجامعة
عزالدين شرون	أستاذ محاضر أ	رئيسا	20 أوت 55 سكيكدة
سمير شرقرق	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	20 أوت 55 سكيكدة
إلهام لعور سطايجي	أستاذة محاضرة أ	مشرفا	20 أوت 55 سكيكدة

السنة الجامعية: 2020 – 2021

# شكر و تقدير شكر و تقدير

أشكر الله العلي القدير الذي أنعم على بنعمة العقل والدين، القائل في محكم  
التنزيل

وأنتي ثناء حسنا

وفاء و تقديرات و اعترافا منا بالجميل نتقدم بجزيل الشكر لأولئك المخلصين الذين  
لم يتوانوا جهدا في مساعدتنا في مجال البحث العلمي، ونخص بالذكر أستاذتنا الفاضلة  
"الدكتورة لعور سطايجي إلهام" على هذه الدراسة و صاحبة الفضل في توجيهنا  
فجزاها الله كل الخير

و لا ننسى أن نتقدم بجزيل الشكر لأساتذتنا الذين قاموا بتوجيهنا طيلة المواسم  
الدراسية

أخيرا، نتقدم بجزيل الشكر إلى كل من مدوا لنا يد العون و المساعدة في إخراج  
هذه الدراسة على أكمل وجه .

# إهداء إهداء

أهدي هذا العمل إلى أمي أطال الله في عمرها  
إلى والدي حفظه الله و أطال في عمره  
إلى شريك حياتي زوجي صليح فريد  
إلى أخواتي: زهية، آسيا، زهية، منيرة  
إلى جميع أفراد عائلتي من أعمام و أخوال.  
إلى عائلتي الثانية عائلة صليح.  
إلى الأصدقاء و الأحباب  
إلى كل من شجعني ولو بكلمة طيبة.  
جزاكم الله كل خير .  
وشكرا

الأملخص

### ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى تبيان دور المشتقات المالية في تغذية و تفعيل الأزمات المالية.

وقد توصلت الدراسة إلى أن المشتقات المالية التي هي احد ثمار التجديدات المالية، وهي عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد، ظهرت في البداية للتحوط من المخاطر وتعظيم الأرباح ، إلا أن التطور الكبير الذي شهدته هذه الأدوات وكذا اتساع نطاق التعامل بها كانت سبب في حدوث الأزمات المالية.

**الكلمات المفتاحية:** المشتقات المالية، تقنية التوريق، مشتقات القرض، الأزمة المالية العالمية.

### **Résumé**

*Cette étude vise à montrer le rôle des dérivés financiers dans l'alimentation et l'activation des crises financières.*

*L'étude a conclu que les dérivés financiers, qui sont l'un des fruits des innovations financières, qui sont des contrats financiers dont la valeur est dérivée de la valeur de l'actif sous-jacent, semblaient au départ se couvrir contre les risques et maximiser les profits. Cependant, le grand développement qu'ont connu ces outils, ainsi que l'élargissement de leur champ d'action, ont été à l'origine des crises financières.*

**Mots clés :** *Dérivés financiers, technologie de titrisation, Dérivés de crédit, crise financière mondiale.*

# فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	ملخص البحث
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الإشكال
أ-ت	المقدمة العامة
	الفصل الأول: الإطار النظري للتجديدات المالية و الأزمات المالية
5	تمهيد
6	المبحث الأول: الإطار النظري للتجديدات المالية و الأزمات المالية
6	المطلب الأول: ما هي التجديدات المالية
13-6	لفرع 1: الجيل الأول من التجديدات المالية "التوريق"
25-13	الفرع 2: الجيل الثاني من التجديدات المالية و المشتقات المالية.
27-25	الفرع 3: الجيل الثالث من التجديدات المالية "مشتقات القروض"
28	المطلب الثاني: ماهية الأزمات المالية
29-28	الفرع 1: تعريف الأزمة المالية و خصائصها
32-29	الفرع 2: تعريف الأزمات المالية و أسباب حدوثها و أنواعها
34-32	الفرع 3: مؤشرات التنبؤ بالأزمات المالية
39-35	الفرع 4: أهم أزمات الأسواق المالية العالمية
39	المبحث الثاني: دور التجديدات المالية في تغذية و تفعيل الأزمات المالية
39	المطلب الأول: ماهية التحديات المالية في انعدام السيولة
40	الفرع 1: غياب الأسواق الثانوية للمنتجات المشتقة.
40	الفرع 2: تعقيد المنتجات الهيكلية وظاهرة الهروب إلى البساطة
41-40	الفرع 3: السلوك المعد للمؤسسات المالية
41	الفرع 4: التعقيد الذي يميز التجديدات المالية
42-41	الفرع 5: إعادة النظر في عملية التوريق
42	المطلب الثاني: المشتقات المالية و مساهمتها في تغذية الأزمات المالية:
43	الفرع 1: أدوات مالية وهمية
43	الفرع 2: أدوات مالية أكثر تعقيدا
43	الفرع 3: غياب الشفافية

44-43	الفرع 4: استخدام المشتقات المالية في المضاربة
45-44	المطلب الثالث: التوريق و مساهمته في خلق الأزمات:
45	المبحث الثالث: دراسات سابقة
45	المطلب الأول: دراسات محلية
45	الفرع 1: دراسة سرارمة مريم بعنوان " دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008"- دراسة تحليلية
46	الفرع 2 : دراسة الأستاذ محمود سحنون و سميرة محسن بعنوان: مخاطر المشتقات المالية
46	الفرع 3: دراسة بن عيسى عبد القادر
47-46	المطلب الثاني: دراسة أخرى
48	خلاصة
49	تمهيد
	الفصل الثاني : تحليل الأزمة المالية العالمية 2008 و ارتباطها بالمشتقات المالية
50	المبحث الأول: ماهية الأزمة المالية العالمية 2008
50	المطلب الأول : جذور الأزمة المالية العالمية واهم مراحلها
51-50	الفرع 1 : جذور الأزمة المالية العالمية
53-51	الفرع 2 : مراحل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008
53	المطلب الثاني : تعريف الأزمة المالية العالمية و أسباب حدوثها
54-53	الفرع 01 : تعريف الأزمة المالية العالمية 2008
58-54	الفرع 02 : أسباب الأزمة المالية العالمية 2008
58	المبحث الثاني: علاقة المشتقات المالية و تقنية التوريق بالأزمة المالية العالمية 2008:
62-58	المطلب الأول : مساهمة المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية 2008
66-63	المطلب الثاني: مساهمة تقنية التوريق في الأزمة المالية العالمية 2008:
69-66	المطلب الثالث: الانتقادات الموجهة للمشتقات المالية وعملية التوريق أثناء أزمة 2008:
70	المطلب الرابع: قنوات انتقال الأزمة المالية إلى القطاع الحقيقي
70	الفرع 1: من الأزمة المالية إلى الأزمة الاقتصادية
74-70	الفرع 2: تشخيص قنوات انتقال الأزمة المالية إلى القطاع الحقيقي
74	المطلب الخامس: الإجراءات المتخذة لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008
75-74	الفرع 1: الإجراءات المتخذة من طرف صندوق النقد الدولي
76-75	الفرع 2: الإجراءات المتخذة من طرف الولايات المتحدة الأمريكية

## فهرس المحتويات

---

78-76	الفرع 3: الإجراءات المتخذة من طرف الاتخاذ الأوربي
79	خلاصة الفصل الثاني
82-81	خاتمة عامة
85-84	قائمة المراجع

## قائمة الأشكال

### قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم
59	تطور حجم المشتقات المالية خلال الفترة (2008-2004)	1
60	تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة خلال الفترة 2007-1992	2
61	تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق المنظمة خلال الفترة 1987- 2007 (الوحدة: مليار دولار)	3
61	تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق المنظمة و غير المنظمة خلال الفترة 2007-1998	4
63	الهرم المقلوب	5
65	مساهمة التوريق في خلق سلسلة من الديون على أصل حقيقي واحد.	6

## قائمة الجداول

### قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم
19	أنواع الخيارات على أساس الربحية	1
34	المؤشرات الاقتصادية التقليدية للتعرض للأزمات المالية	2
57	تطور نسبة الديون المورقة خلال الفترة 2001-2006 (المبلغ مليار دولار)	3
69	التصنيف الائتماني لمجموعة من المؤسسات قبل يوم واحد من إفلاسها أو إنقاذها	4

المقدمة

## مقدمة عامة

شهدت الأسواق المالية العالمية تحولات جذرية كانهيار نظام Bretton wood's وتحرير الأسعار، والتطور الهائل و المستمر لتكنولوجيا المعلومات و الاتصالات و كذا تغيير القوانين و التنظيمات في الأسواق المالية، ورفع الحواجز بينها، كل هذه التحولات أدت إلى بروز المخاطر و انتشارها مما دفع بالمتعاملين إلى البحث عن أدوات للتغطية و التحوط ضد المخاطر، و تعتبر المشتقات المالية إحدى أهم التجديدات المالية التي تم استخدامها لهذا الغرض، خاصة أنها تشمل عدة أنواع وتلبي عدة أغراض، كما أنها تتداول في عدة أسواق.

إن التطور الكبير الذي شهدته هذه الأدوات و سرعة انتشارها و استخدامها بهدف المضاربة في الأسواق المالية من طرف مختلف المتعاملين أدى إلى تزايد و تنوع المخاطر الناتجة عن التعامل بها مما دفع بالبنوك و المؤسسات المالية الأخرى إلى استعمال تقنية أخرى من تقنيات الهندسة المالية وهي التوريق.

ومنه فإن خلق هذه الأدوات كان بهدف حماية البنوك و المؤسسات المالية و تنظيم نشاطها و التخفيف من المخاطر التي تتعرض لها، إضافة إلى الحفاظ على الأسواق المالية و تسهيل التعاملات فيها لكن الإفراط في استخدام هذه الأدوات من طرف البنوك و المؤسسات المالية أدى إلى نتائج معاكسة، و جعلها احد أهم الأسباب التي أدت إلى وقوع الأزمة المالية العالمية، التي بدأت بوادرها في 2007 و انفجرت و تفاقمت سنة 2008 .

### إشكالية البحث:

سنحاول في هذا البحث الإجابة على الإشكالية الرئيسية المتمثلة في :

ما مدى مساهمة المشتقات المالية في تغذية و تفعيل الأزمات المالية .

و ضمن هذه الإشكالية ندرج مجموعة من الأسئلة الفرعية :

- فيما تكمن أهمية تقنية التوريق و ما سبب انتشارها
- هل انتقلت المشتقات المالية و تقنية التوريق من أدوات للتحوط و التغطية ضد المخاطر إلى أدوات تساهم في خلق المخاطر و الوقوع في الأزمات
- ما مدى مساهمة المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية 2008.

### الفرضيات:

للإجابة على الإشكالية و الأسئلة الفرعية، يستدعي ذلك وضع الفرضيات التالية:

- تحقق تقنية التوريق للبنوك و المؤسسات المالية من خلال منتجاتها العديد من المزايا التي تزيد من أهميتها و تساعد على انتشارها.

- انتقلت المشتقات المالية وتقنية التوريق من أدوات للتحوط و التغطية ضد المخاطر إلى أدوات تساهم في خلق المخاطر و الوقوع في الأزمات
- من أسباب الأزمة المالية العالمية المشتقات المالية.

### أسباب اختيار الموضوع:

- التعرف على مدى مساهمة المشتقات المالية في تغذية و تفعيل الأزمات المالية.
- موضوع مهم وقلة الدراسات التي تناولته.
- ارتباط الموضوع بمجال تخصص الطالبة نقود وبنوك.

### أهداف البحث:

يهدف البحث إلى:

- التعريف بالمشتقات المالية ، تقنية التوريق و مشتقات القرض ومختلف أنواعها ومخاطره.
- التعريف بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008.
- إظهار كيف يتسبب سوء استخدام هذه الأدوات في إحداث الأزمات.
- توسيع الرصيد المعرفي للباحث.

### أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في أنه يتناول موضوعا مهما وهو التجديدات المالية ومدى مساهمتها في خلق الأزمات.

### منهج البحث:

لتحقيق غاية هذا البحث سيتم الاعتماد على المنهج التاريخي و المنهج الوصفي و المنهج الاستقرائي و التحليلي، فالمنهج التاريخي نعتمد عليه لتبيين جذور الأزمة المالية العالمية 2008 ومراحلها، أما المنهج الوصفي من أجل عرض المفاهيم الأساسية لكل من التجديدات و الأزمات المالية و الإحاطة بكل جوانبهما، وكذلك الاعتماد على المنهج الاستقرائي و التحليلي من خلال تحليل منحنيات بيانية متعلقة بالأزمة المالية العالمية 2008، بالإضافة إلى منهج دراسة حالة من خلال دراسة الأزمة المالية العالمية 2008.

### صعوبة البحث:

تكمن صعوبة البحث في:

- قلة المراجع
- تشابه المراجع من حيث المضمون.

## هيكل البحث

الفصل الأول: الأبعاد النظرية للمشتقات المالية ودورها في تفعيل الأزمات المالية : وذلك بالتطرق إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول: الإطار النظري للتجديدات المالية و الأزمات المالية.

المبحث الثاني: دور المشتقات المالية في تغذية و تفعيل الأزمات المالية.

المبحث الثالث: دراسات سابقة.

الفصل الثاني: تحليل الأزمة المالية العالمية 2008 و ارتباطها بالمشتقات المالية، وذلك بالتطرق إلى مبحثين:

المبحث الأول: ماهية الأزمة المالية العالمية 2008.

المبحث الثاني: علاقة المشتقات المالية و تقنية التوريق بالأزمة المالية العالمية 2008.

# الفصل الأول

الإطار النظري للتجديدات المالية و الأزمات المالية

**تمهيد:**

تعتبر المشتقات المالية كأحد ثمار التجديدات المالية فقد ظهرت في البداية للتحوط من المخاطر، وتعظيم الأرباح إلا أن التطور الكبير الذي شهدته هذه الأدوات أدى إلى حدوث الأزمات.

وفي هذا الفصل سوف يتم التطرق إلى:

**المبحث الأول:** الإطار النظري للتجديدات المالية و الأزمات المالية.

**المبحث الثاني:** دور المشتقات المالية في تغذية و تفعيل الأزمات المالية.

**المبحث الثالث:** دراسات سابقة.

## المبحث الأول: الإطار النظري للتجديدات المالية و الأزمات المالية

نتيجة الأزمات المالية المتكررة التي عصفت بالأسواق المالية و كبدتها العديد من الخسائر تطورت العلوم المالية وخاصة تلك المتعلقة بدراسة المخاطر و طرق تخفيف حدتها أو تجنبها، وكان من أبرز تلك العلوم الهندسة المالية و ما نتج عنها من تجديدات مالية و تعتبر عقود المشتقات المالية أهمها و أكثرها انتشارا.

### المطلب الأول: ماهية التجديدات المالية

جاءت التجديدات المالية بفضل تقلبات تكنولوجية، فرضت نفسها في ظل العولمة. و سوف نتطرق في هذا المطلب إلى التعرف على الأجيال الثلاثة من التجديدات المالية المتمثلة في التوريق، المشتقات المالية، مشتقات القرض مع التركيز على المشتقات المالية.

#### الفرع 1: الجيل الأول من التجديدات المالية "التوريق".

ترجع جذور عملية التوريق إلى سنة 1982 مع تفجر أزمة المديونية الخارجية في منطقة العالم الثالث و توقف العديد من دول هذه المنطقة عن تسديد ديونها و كان أولها المكسيك، و من هنا بدأ الاهتمام بعملية تسديد الديون باعتبارها أداة مالية حديثة من شأنها توفير التمويل بأقل تكلفة مع تخفيض درجة المخاطر.

#### أولاً: تعريف التوريق:

يعتبر نشاط التوريق أحد الأنشطة المالية المستحدثة، التي يمكن عن طريقها لإحدى المؤسسات المالية المصرفية أو غير المصرفية أن تقوم بتحويل الحقوق المالية (غير القابلة للتداول و المضمونة بأصول)، إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص (تسمى في هذه الحالة شركة التوريق) بهدف إصدار أوراق مالية جديدة، في مقابل أن تكون هذه الحقوق المالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.

كما يهدف التوريق أو التسديد [كما يطلق على هذه التقنية أحيانا] على أنه اصطلاح يستعمل عندما يتم تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض و الأصول الأخرى غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق رأسمال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد خلال التزامه العام بالوفاء بالدين.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> أعمار بوطوك، دور التوريق في نشاط البنك، حالة بنك التنمية المحلية، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة 2007-2007 ص 2

**ثانياً: أهداف التوريق:**

إن إحدى الأهداف الأساسية التي تدفع بالمؤسسات المالية إلى اللجوء إلى عملية التوريق هو محاولة التحرر من قيود التزاميه بهدف زيادة قدرتها على منح التمويل، و زيادة سرعة دوران رأس المال من تم زيادة الربحية، حيث أن القواعد المحاسبية و المالية البنكية تفرض ضرورة مراعاة مبدأ كفاية رأس المال، و تدبير مخصصات مقابلة الديون المشكوك فيها، وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام و يبطئ بالضرورة من دورة رأسمال، و بالتالي يقلل من ربحية البنك. و التوريق في هذه الحالة يعد بديلاً مناسباً، حيث أنه يسمح بتدوير جزء من الأصول السائلة الناجمة عن توريق أصوله غير السائلة الضامنة لديونه لدى الغير دون أن يحتم ذلك زيادة في الجزء المخصص للمخاطر في ميزانية البنك، أي دون الحاجة إلى زيادة الأموال الخاصة مما يساعد على تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأسمال نتيجة لتخفيض المديونية.<sup>1</sup>

إلى جانب هذا هناك أهداف أخرى لعمليات التوريق في مقدمتها مايلي:

- رفع كفاءة الدورة المالية و الإنتاجية و معدل دورانها عن طريق تحويل الأصول الغير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.
- تسهيل تدفق التمويل للعمليات الائتمانية لضمان الرهون العقارية و بشروط و أسعار أفضل و فترات سداد أطول.
- تقليل مخاطر الائتمان للأصول من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.
- انحسار احتمالات تعريض المستثمرين للأخطار المالية و إنعاش سوق الديون الراكدة.
- تخفيف وطأة المديونية مما ساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال.
- تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات و السيارات.
- تنشيط سوق المال من خلال تهيئة مصادر تمويل جديدة، و تنويع العروض فيها من منتجات مالية و تنشيط سوق تداول السندات.
- التوريق أداة تساعد على الشفافية و تحسين منه المعلومات في السوق، لأنه يتضمن العديد من الإجراءات، و دخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.

<sup>1</sup> مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، دراسة تحليلية، رسالة ماجستير في المالية جامعة منتوري قسنطينة

- توفير العملات الأجنبية في حالة التوريق عبر الحدود، فيما أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهمة بتحويل العاملين في الخارج أو بطاقات الائتمان.<sup>1</sup>

### ثالثاً: أطراف عملية التوريق:

- **المقترض:** هو شخص طبيعي أو اعتباري، و قد يكون الغرض من الاقتراض هو مواجهة التعثر المالي أو إعادة الهيكلة (Restructuring) أو الاستعانة بالأموال المقترضة للوفاء بديون حل تاريخ استحقاقها، وإحلال دين القرض طويل الأجل محل هذه الديون.

- **البنك البادئ للتوريق (المنشئ):**

و الذي يقوم بتمويل عملائه و ذلك بعد التأكد من الضمانات المقدمة ودائماً ما تكون هذه الضمانات أصول ذات قيمة مرتقبة (عقارات، سيارات...)، كما يقوم المنشئ بتحويل حق الملكية (الأصول) أو بيع الأصول إلى (SPV) الشركة ذات الغرض الخاصة ذلك مقابل توفير السيولة لديه، ويمكن للمنشئ القيام بأنشطة أو خدمات أخرى تساعد على تشجيع عملية التوريق و في نفس الوقت تدر له عائداً.<sup>2</sup>

- **الشركة ذات القرض الخاص المصدرة للأوراق المالية:**

نشأت هذه الشركة لتحويل إليها الحقوق المالية المضمونة بأصول، وتقوم بإصدار أوراق مالية تكون مضمونة بحصيلة هذه الحقوق المالية و الأصول الضامنة لها، وهي بهذا تعتبر الشركة القائمة بعملية توريق الديون.

- **شركة خدمة الديون :**

تتطلب عملية التوريق أن تتولى جهة معينة عملية خدمة الدين، حيث تقوم باستلام المتحصلات من المدينين الناشئة عن الأوراق المالية في تواريخ استحقاقها و تسليمها إلى شركة التوريق لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها، وغالباً ما يكون الممول (المنشئ) الجهة المسؤولة عن خدمة الدين.

- **شركات التصنيف الائتمانية:**

وهي تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم من خلال تقديم النشرات التحليلية، وإتاحة المعلومات المالية عن الأوراق المالية، كما تقوم بعملية تقييم المخاطر الائتمانية للأوراق المالية.

<sup>1</sup> عجيل جاسم التسمي، التوريق و التصكيك و تطبيقاتهما، دراسة من الدورة 19 لمنظمة المؤتمر الإسلامي الشارقة ص ص 05-06  
<sup>2</sup> لعور سطايجي ألهم، تحليل اشكالية النمو الاقتصادي في ظل الانفصال المالي الدولي، واقع الاقتصاد الجزائري، أطروحة دكتورا في العلوم الاقتصادية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2018-2019 ص 137

**- شركات ترويج و تغطية الاكتتاب:**

تقوم هذه الشركات بعمليات الطرح العام أو الخاص من خلال إعداد نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات، بعد القيام بالدراسة المستقلة للممول بهدف توفير الإفصاح الكامل، و الشفافية اللازمة لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قرار الاستثمار.

**- المستثمرون:**

وهي الفئة التي تقوم بتبادل السندات في هيئة سوق المال، ومن الجهات التي تستثمر أموالها في هذه السندات يأتي في مقدمتها صناديق التأمينات و المعاشات، شركات التأمين، صناديق الاستثمار و البنوك، وكذلك المؤسسات المالية الاستثمارية فضلا عن الأفراد المستثمرين الذين يبحثون عن عوائد ثابتة.<sup>1</sup>

**رابعا: أساليب التوريق:**

يتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية:

**- استبدال الدين:**

يسمح تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب باستبدال الحقوق و الالتزامات الأصلية بأخرى جديدة غير أنه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية.

**- التنازل:**

يعني التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين، و يتسع استخدام هذه الأسلوب في توريق الدم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها، ففي عقدي الإيجار و البيع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الدم المدينة أو تسدها ضمن سلسلة من الحولات متفق عليها عند التعاقد على التوريق، و بالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين.<sup>2</sup>

**- المشاركة الجزئية:**

يتضمن هذا الأسلوب بيع الدم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الدم وتمويلها و لا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية فيما لو عجز الدين عن التسديد، لذلك

<sup>1</sup>محمد صالح الحناوي، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية الإسكندرية- 2002- ص 317

<sup>2</sup>راتول مجد، الملتقى الدولي الأول حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات،دراسة حالة الجزائر و الدول النامية

يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين و جدارته الائتمانية، ويلاحظ أن هناك طرق عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانات عقارية و حقوق إدارة الدين كوصي عليها.<sup>1</sup>

### خامسا: أنواع التوريق

تتعدد أنواع التوريق بتعدد معايير تصنيفاته و يمكن توضيح أهم هذه التصنيفات فيما يلي:

#### 1-5 التصنيف بحسب نوع الأصول محل التوريق:

يقسم التوريق حسب هذا التصنيف إلى الأنواع التالية:

**1-1-5-1 توريق الديون:** وهذا النوع هو المقصود غالبا بعملية التوريق لأنه الأكثر شيوعا و بمقتضاه تقوم مؤسسة متخصصة في التمويل بتجميع ديونها المتجانسة في محفظة مالية واحدة تمثل محفظة التوريق، ثم تتولى بنفسها أو عن طريق شركة التوريق إصدار سندات أو أوراق مالية على أساسها و تطرحها على جمهور المستثمرين للاكتتاب فيها، مما يمكنها من تحويل حقوقها الآجلة غير السائلة إلى أصول عاجلة سائلة.

**1-1-5-2 توريق المدخول:** مقتضى هذا النوع تقوم بعض المؤسسات بتوريق بعض مدخولها التي ستحققها في المستقبل، بنفسها أو عن طريق شركة التوريق و ذلك بنفس طريقة توريق الديون.

**1-1-5-2 توريق الأصول:** أي الأصول الأخرى المدرة للدخول غير الديون، وتم استحداثه من طرف المؤسسات الإسلامية لتوريق بنوك غير ربوية حيث تقوم المؤسسة مباشرة، و عن طريق شركة التوريق بطرح سندات قابلة للتداول بقيمة بعض أصولها المدرة للدخول، و تطرحها للجمهور للاكتتاب فيها، ثم تستأجرها منهم تأجيرا تمويليا، ليحصل حملة السندات على أقساط الإجارة كعائد على سنداتهم، مخصصا منها عمولة متفق عليها تستحقها نظير إدارتها لذلك، ثم تقوم المؤسسة باستهلاك هذه السندات بشراء جزء من قيمتها بصفة دورية لتعود ملكيتها إليها مرة أخرى في نهاية المدة.

#### 5-2 التصنيف بحسب الضمانات:

يتم تقسيم التوريق حسب هذا التصنيف إلى الأنواع التالية:

**1-2-5-1 التوريق بضمان أصول ثابتة:** مثل توريق ديون التمويل العقاري، الذي يتم فيه رهن العقار للمقرض للحصول على القرض و ينتقل قانونا بالتوريق عند إتباع طريقة حوالة الحق، أو اتفاق في طريقة التحديد

<sup>1</sup> عجيل جاسم النسب، مرجع سبق ذكره

**5-2-2 التوريق بضمان متحصلات آجلة:** و ذلك في حالة الديون التي لا يقدم الدين فيها ضمانات عينية مثل ديون بطاقات الائتمان و الديون الاستهلاكية.

**5-2-3 التوريق بضمان حكومي:** ذلك في حالة ضمان جهة حكومية مقترض ما، أو تكون هي نفسها المدين فيكون القرض مضمون السداد من الوازنة العامة للدولة.

### 5-3-3 التصنيف بحسب المدة:

يتم تقسيم التوريق حسب هذا التصنيف إلى الأنواع التالية.

**5-3-1 التوريق قصير الأجل:** وهو يمكن الشركات من الحصول على التمويل لفترت تقل عن السنة واحدة. وذلك خلال بيع محفظة من الأصول إلى شركة التوريق، والتي تقوم بدورها بإصدار أوراق مالية قصيرة الأجل تمكنها من إعادة تمويل نفسها ومن أهم هذه الأوراق، الأوراق التجارية المضمونة بالأصول (ABCP).

**5-3-2 التوريق متوسط و طويل الأجل:** وهو الذي يمكن الشركات من الحصول على التمويل لفترت تزيد عن السنة، وهو بتعلق أساسا بتوريق أصول مؤسسات الائتمان وشركات التأمين، ومن أشهر منتجاته الأوراق المالية المضمونة بالأصول (ABS).

### 5-4-4 التصنيف بحسب طبيعة التوريق:

يتم تقسيم التوريق حسب هذا التصنيف إلى الأنواع التالية:

### 5-4-1 التوريق الكلاسيكي

ويعرف كذلك بالتوريق خارج الميزانية OFF-BALANCE-SHEET، وفيه تقوم المؤسسة البادئة بالتوريق بجمع القروض الراغبة في توريقها في محفظة مالية متجانسة ثم تقوم ببيعها و تحويل جميع الحقوق و الأخطار المرتبطة بها إلى شركة التوريق التي تقوم بتصنيفها في شكل شرائح، وذلك بحسب المخاطر المرتبطة بكل منها ثم تقوم بإصدار أوراق مالية تطرحها على المستثمرين على أن تسدد لهم حقوقهم (الفوائد و رأس المال) من خلال التدفقات النقدية للأصول المتنازل عنها (الديون) كما أنها تقوم بتسديد قيمة المحفظة المالية المتنازل عنها من خلال عوائد الإصدار.

### 5-4-2 التوريق الاصطناعي:

يعرف كذلك بالتوريق داخل الميزانية ON-BALANCE-SHEET و في هذا النوع من التوريق لا يتم إخراج القروض و ضماناتها من ميزانية المؤسسة البادئة بالتوريق، وان يتم تحويل المخاطر المرتبطة

بها فقط إلى شركة التوريق و لذلك فهو يعتبر تقنية لتسيير الميزانية تسمح للمؤسسات التي ليست بحاجة إلى السيولة أن تتخلص من المخاطر المرتبطة بأصولها دون الحاجة إلى التنازل عنها كليا و يتم ذلك من خلال قيام المؤسسة الباحثة للتوريق شراء الحماية من شركة التوريق مقابل دفع رسم الحماية وتقوم هذه الأخيرة بإصدار أوراق مالية بقيمة محفظة التغطية وتتمثل هذه الأوراق في المشتقات الائتمانية التي تعتبر وسائل للحماية ضد مختلف المخاطر المرتبطة بالمحفظة المالية و خاصة خطر عدم الدفع و ذلك من خلال إصدار مبادلات الائتمان المعيبة<sup>1</sup> (CDS) Credit Default Swaf .

### سادسا: المخاطر المرتبطة بعملية التوريق:

تنطوي عملية التوريق على عدة مخاطر يمكن توضيح أهمها فيما يلي:

#### 1-6 خطر التسديد المسبق:

يعد أول خطر تم التعرف عليه بمجرد استعمال أوراق الرهن العقاري (MBS) فعوائد تسديدات الأوراق المتنازل عنها لصالح شركة التوريق، يمكن توجيهها بشكل كبير عن طريق القرارات المتخذة من طرف المدينين، الذين يفضلون تسديد ديونهم قبل تاريخ الاستحقاق. ولذلك فقد شكلت هذه الاحتمالية دائما خطر بالنسبة للمؤسسات المتخصصة في حيازة قروض الرهونات العقارية و ليست فقط هذه الأخيرة بل إنما مست جميع القروض المختلفة الأخرى التي تضمنت قسم من التسديدات المسبقة -

#### 2-6 خطر إعسار المدينين:

يمكن تمثيل خطر إعسار المدينين بخطر الائتمان، إذ يمكن للمقترضين عدم الوفاء بالتزاماتهم اتجاه الدائنين فمعدل الإعسار أو تقدير احتمالية الإعسار متوقفين أساسا على طبيعة القروض المورقة.

#### 3-6 خطر تدبب التدفقات النقدية:

يمكن أن يحدث تدبب في التزامن بين التدفقات النقدية المنتظرة من طرف ملاك الحصص، و التدفقات المسددة فعلا من طرف شركة التوريق هذه التدببات يمكن أن تكون ناتجة عن التأخر في دفع التسديدات المسبقة أو نتيجة للأخطاء أو المعلومات التقنية أثناء الدفع.

<sup>1</sup> مريم سرارمة، مرجع سبق ذكره ص ص 80--83

**6-4 خطر إفسار المتدخلين:**

مثلاً رأينا هناك عدة مؤسسات تتدخل في عملية التوريق في إفسار أي متدخل يعتبر خطر على إتمام هذه العملية، وهو أمر وارد دائماً، فضلاً عن ذلك فبعض الأخصائيين يرون بأن هذا الخطر مؤكد في حالة ما إذا قام نفس الهيكل بلعب عدة دوار في بنية عملية التوريق.<sup>1</sup>

**الفرع 2: الجيل الثاني من التجديدات المالية و المشتقات المالية:**

تمثل المشتقات المالية أحد أهم الأدوات المنظورة للهندسة المالية، وقد بدأ التعامل بها في أوائل السبعينات و تصاعد خلال الثمانينات، و التسعينات نتيجة تزايد مخاطر السوق و يرجع التعامل في المشتقات المالية إلى تزايد إقبال البنوك على التعامل بها رغبة منها في تنويع خدماتها المالية حتى لا يقتصر نشاطها و نتائج أعمالها على هامش الوساطة المصرفية التقليدي.

**أولاً: تعريف المشتقات المالية:**

للمشتقات المالية عدة تعاريف نظراً لأهميتها وتوسيع نطاق استعمالها ولعل أهمها تعريف بنك التسويات الدولية أنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المالي وكعقد بين طرفين عن تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو الفوائد فإن أي انتقال ملكية الأصل محل التعاقد و التدفقات النقدية يصبح أمر غير ضروري<sup>2</sup>.

كما تعرف المشتقات المالية على أنها عبارة عن عقود مالية يتعلق ببند خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها<sup>3</sup>.

يمكن القول من خلال ما سبق أن المشتقات المالية هي عقود جرى تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل التعامل بها تكلفه لكنها متواضعة مقارنة بقيمة لعقد الذي يكون له مدة زمنية وسعر و شروط معينة وهي عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد و تسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداة الأصل موضوع العقد.

**ثانياً أنواع المشتقات المالية:**

يمكن تميز الأنواع الآتية من المشتقات كمايلي:

<sup>1</sup> بوطكوك عمار، مرجع سبق ذكره ص 70

<sup>2</sup> نبيل محمود قصبه، دور المشتقات المالية في الازمة المالية العالمية مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية العدد 2011/04 -جامعة دمشق سوريا- ص56

<sup>3</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية الطبعة الأولى الوراق للنشر و التوزيع، 2014 ص ص 81-82

## 1- العقود الآجلة:

## 1-1 تعريف العقود الآجلة:

تعرف العقود الآجلة على أنها إنفاق بين طرفين للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق متفق عليه.

كما عرفه صندوق النقد الدولي بأنه العقد الذي بمقتضاه يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل العقد سواء كان حقيقيا أم ماليا، بكميات معينة وفي تاريخ محدد، وبسعر التعاقد المتفق عليه.

تستخدم العقود الآجلة كوقاية من تقلبات الأسعار السوقية للسلع أو أدوات الخزنة أو السندات و القروض و حتى أسعار الفائدة، كما تستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تدبب أسعار صرف العملات وذلك بإبرام العقود الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية.

## 1-2- أنواع العقود الآجلة:

تصنف العقود الآجلة إلى عدة أصناف أهمها:

1-2-1 العقود الآجلة لأسعار الفائدة: و تستخدم هذه العقود في الحماية ضد تقلبات أسعار ضد تقلبات أسعار الفائدة، و هنا يتم الاتفاق على سعر فائدة على فرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل و يتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق حتى تاريخ التنفيذ.

1-2-2 العقود الآجلة لأسعار الصرف: وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية، و ذلك في تاريخ آجل و بسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد، و يتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ، و تستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، إلا أنه يؤخذ عليها عدم قابليتها للتحويل و التنازل عنها، و لا يمكن الاستفادة من تحرك أسعار الصرف عند تنفيذ العقد مستقبلا نظرا للالتزام بسعر تم تحديده مسبقا<sup>1</sup>.

## 2-1 خصائص العقود الآجلة:

تتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية:

- المرونة وهذا يعني أن كلا من البائع و المشتري يتفاوضان على شروط العقد لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف و ابتداء أي شروط يرونها لأي سلعة.

<sup>1</sup> بن صوشة تامر -محاضرات في مقياس الهندسة المالية 2018/2017 ص ص 47/46

- أقل سيولة، حيث لا يمكن أي طرف من الأطراف، الخروج من العقد إلا بإيجاد أحد يحل محله ويقبله الطرف الآخر.
- تلك العقود عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق و ظروف كل منهما ومن ثم فهي لا تتداول في البورصة.
- يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر الائتمان و التي تنتج عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماته.
- تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد و لا توجد مدفوعات عند بداية العقد و كذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد<sup>1</sup>.

## 2- العقود المستقبلية:

### 1-2 تعريف العقود المستقلة:

يمكن تعريفها على أنها التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يسلم كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين، و بسعر محدد بواسطة طرف ثالث كوسيط.

وهناك من يرى أن العقود المستقبلية تعد من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديماً، و تمثل هذه الأدوات تعاقد بين طرفين أحدهما بائع و الآخر مشتري بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليها<sup>2</sup>.

### 2-2 أنواع العقود المستقبلية:

هناك عدة أشكال من العقود المستقبلية نذكر منها:

#### 1-2-2 العقود المستقبلية على السلع:

يمثل العقد التزاماً من البائع بتسليم المشتري كمية متفق عليها من سلعة ما بمواصفات متفق عليها خلال موعد ما ذلك لقاء سعر معين متفق عليه، حيث يلتزم المشتري بدفع المبلغ عند الاستلام<sup>3</sup>.

#### 2-2-2 العقود المستقبلية على سعر الفائدة:

<sup>1</sup> بن عيسى عبد القادر ، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية، دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010 -رسالة ماجستير في علوم التسيير -جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ص ص 62-63

<sup>2</sup> مريم سرارمة، مرجع سبق ذكره، ص 24

<sup>3</sup> بن صوشة تامر، مرجع سبق ذكره، ص 48

هي العقود التي تتم بين مشتري العقد و بائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي يتم عنها الاتفاق في البداية، و لا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.

### 2-2-3 العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:

هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ و سعر محدد مسبقاً، و تكون قيمة العقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثابتة تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد و سعر شراء العقد.

### 2-2-4 العقود المستقبلية على الصرف:

يعتبر سعر الصرف متغيراً هاماً في التعاملات الأجنبية، حيث يتعرض كل من المصدر و المستورد لمخاطر التغير في سعر الصرف، هذه المخاطر يمكن تغطيتها من خلال الدخول في سوق العقود المستقبلية للصرف الأجنبي.

### 2-3 خصائص العقود المستقبلية:

تتميز العقود المستقبلية بعدة خصائص نذكر منها :

- نمطية شروط التعاقد، فلا تتباين العقود من عقد لآخر ولا تخضع لرغبة التعاقدين كما هو الحال في العقود الآجلة من حيث حجم العقد، مدته و صفاته أو جودته.
- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي، يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً يتراوح قيمته عادة ما بين 5-15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استردادها إلا عند التسوية أو تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد.
- تنطوي على مخاطر ائتمان قليلة مقارنة بالعقود الآجلة، و هي كذلك أكثر سيولة من العقود الآجلة.
- لا يقبل المتعاقدون بغرض الحصول على الأصل محل التعاقد بل إن هذا المقصد يكاد يتضاءل لدرجة عدم حيث يجري استخدام هذه العقود لأغراض المضاربة أو نقل المخاطرة أو لمجرد المراهنة على محض اتجاهات الأسعار.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> بن عيسى عبد القادر مرجع سابق ص ص 64-65-66

**3- عقود المبادلات:****3-1 تعريف عقود المبادلات:**

هي اتفاق بين طرفين مبادلة نوع معين من التدفق النقدي، أو أصل مقابل تدفق نقدي، أو أصل مقابل يمتلكه الطرف الآخر، بالسعر الحالي و بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد على أن يتم تسليم الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق.<sup>1</sup>

**3-2 أنواع عقود المبادلات:****3-2-1 عقود مبادلات العملات:**

تتضمن في أبسط صورة لها مبادلة أصل القرض و مدفوعات فائدة ثابتة على قرض بعملة ما لأصل قرض و مدفوعات ثابتة على قرض مكافئ تقريبا بعملة أخرى، ويمكن استخدام مبادلة العملية في تحويل قرض بعملة ما إلى قرض بعملة أخرى.

**3-2-2 عقد مبادلة البضائع:**

هي عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلع محل التعاقد بالسعر السائد، و يتم سداد الثمن فورا و بيعها في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا، بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضا.

**3-2-3 عقود المبادلات الخيارية:**

هي عقد خيار مبادلة أسعار فائدة يعطى حاملها 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.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> بن صوشة نامر مرجع سبق ذكره ص50

<sup>2</sup> نفس المرجع سابق ص50

**3-2-4 عقود مبادلة أسعار الفائدة:**

يعرف على أنه اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد على فترات منتظمة، حيث يعتمد مقدار هذه المدفوعات على قيمة العقد المتفق عليه.<sup>1</sup>

**3-3 خصائص عقود المبادلات:**

تتميز عقود المبادلة بالخصائص التالية:

- عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيارات.

- تتضمن عقود المبادلات مخاطر ائتمان أو مخاطر عدم السداد، وإن كانت هذه المخاطر ليست كبيرة إلا أن المخاطر في حالة صعوبة السداد تتمثل في الفرق بين معدل الفائدة المتغير و معدل الفائدة الثابت و ليست قيمة العقد كله، و ذلك في مبادلة سعر الفائدة، أما في مبادلة العملات، فإن التبادل يتم لكل من الفائدة و قيمة العقد ورغم ذلك مخاطر أقل، لأن هناك تبادل بين الطرفين و ليس الدفع من طرف واحد.

- تستخدم عقود المبادلات إلى جانب تغطية مخاطر أسعار الصرف و أسعار الفائدة في إعادة جدولة خدمة الدين، سواء كانت بفائدة ثابتة أو متغيرة، أو بأكثر من عملة دون الاضطرار إلى رده أو بيع الأصول الموجودة في حالة حدوث أزمات مالية.<sup>2</sup>

**4- عقود الخيارات:****4-1 تعريف عقود الخيار:**

هو اتفاق بين طرفين، أحدهما مشتري أو حامل الخيار و الآخر بائع الخيار أو محرر الخيار، و بموجب هذا العقد يحق للطرف المشتري (وليس إلزام) إذا ما رغب في أن يشتري من مرر (بائع) الخيار أو يبيعه الأصل محل التعاقد (سهم، سند، مؤشر سوق الأسهم، عملة، سلعة،... إلخ) بسعر معين يسمى سعر التنفيذ في تاريخ مستقبلي، و ذلك مقابل دفع علاوة أو مكافأة (Premium).<sup>3</sup>

**4-2 أنواع عقود الخيارات:**

تتعدد أنواع عقود الخيار و تصنف حسب عدة معايير منها:

**4-2-1 التصنيف على أساس نوع الصفقة: يوجد حسب هذا التصنيف ثلاث أنواع:**

<sup>1</sup> بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 70

<sup>2</sup> بن عيسى عبد القادر مرجع، سبق ذكره ، ص70.

<sup>3</sup> - حيرش عبد القادر ، محاضرات في مقياس الهندسة المالية، جامعة بن خلدون، تيارت ، 2017-2018 ، ص 54

- **عقد خيار شراء:** يتيح هذا الخيار للمستثمر (المشتري حق الاختيار) الحق في شراء أصل معين بسعر محدد و في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها مشتري الخيار لمحضره مقابل ممارسة لهذا الحق.
- **عقد خيار البيع:** يتيح هذا الخيار للمستثمر (مشتري حق الاختيار) الحق في بيع أصل معين بسعر محدد و في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها مشتري الخيار لمحضره مقابل ممارسته لحقه.
- **عقد خيار مزدوج:** وهو عقد يشمل حق اختيار البيع والشراء.

#### 4-2-2 التصنيف على أساس تاريخ التنفيذ: وهناك نوعان

- **عقد الخيار الأمريكي:** هو عقد يسمح فيه لمشتري العقد بأن يمارس حقه في اختيار التنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد.
- **عقد الخيار الأوروبي:** وهو عقد يكون فيه المشتري في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء صلاحيته.

#### 4-2-3 التصنيف على أساس ملكية الأصل أو التغطية: حسب هذا التصنيف نجد

- **عقد خيار مغطى:** وفيه يكون محرر العقد يمتلك الأصول موضوع العقد، أي انه يستطيع أن يغطي التزامه إذا اختار المشتري تنفيذ العقد
- **عقد خيار غير مغطى:** وهو عقد خيار لا يمتلك فيه محرر العقد الأصل نحل التعاقد، فإذا اختار المشتري تنفيذ العقد فإنه يضطر لشراء الأصل من السوق.

#### 4-2-4 التصنيف على أساس الربحية:

يتم تصنيف على هذا الأساس بناء على المقارنة بين سعر التنفيذ و سعر السوق للأصل محل التعاقد في الوقت الذي يتم فيه تنفيذ العقد، وحسب هذا التصنيف نجد الأنواع الموضحة في الجدول الموالي:

#### جدول رقم: 01: أنواع الخيارات على أساس الربحية

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

**المصدر:** سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، دراسة تحليلية، رسالة ماجستير في المالية جامعة منتوري

قسنطينة 2011-2012، ص 52

## 4-2-5 التصنيف على أساس طبيعة الأصل محل التعاقد: ونجد حسب هذا التصنيف :

- عقد خيار أسعار الفائدة: وهو عقد يلتزم بمقتضاه بائع الحق (المحرر) بضمان حد أقصى لمعدل الفائدة لا يتم الزيادة عنه ( في حالة قيام المشتري بالاقتراض) أو حد أدنى لمعدل الفائدة ( في حالة قيام المشتري بالاستثمار) أو بالجمع بين النظامين وذلك مقابل مكافأة أو عمولة.
- عقد خيار أسعار الصرف: وهو عقد يعطي الحق للمشتري في إتمام عملية بيع أو شراء كمية من عملة معينة بتاريخ محدد في المستقبل مقابل دفع علاوة للمحرر
- عقد خيار المؤشرات: وهو عقد يكون موضعه مؤشر ما للسوق المالي يمثل تشكيلة مكونة من الأوراق المالية التي لا يتم تسليمها<sup>1</sup>

## 4-3 خصائص عقود الخيار:

تتميز عقود الخيار بعدة خصائص يمكن ذكرها فيمايلي:

- عقد الخيار غير ملزم لصاحبه و إنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، ونظير هذا الحق، فإن الذي يشتري أو يبيع عقد الخيار يدفع نظير ممارسته لهذا خلال مدة العقد و يسمى هذا الثمن بالعلاوة أو المكافأة أي ثمن الخيار.
- ثمن الخيار يدفع للجهة التي حررت عقد الخيار و التزمت بتنفيذه عندما يرغب صاحب الحق في ممارسة هذا الحق، وبذلك يعتبر هذا الثمن مقابل المخاطرة التي يتحملها الطرف الآخر، عندما يمارس الطرف الأول هذا الحق مهما كانت الظروف السائدة في السوق، والتي يمكن أن تؤثر على سعر الأصل محل العقد.
- ثمن الخيار قابل للزيادة أو الانخفاض و الذي يتوقف على مدة العقد، نوع الأصل محل العقد، ظروف السوق المالية.
- عند ممارسة الحق يتم دفع العقد بالكامل بصرف النظر عن ثمن الخيار.
- في حالة عدم ممارسة الحق، فإن صاحب الحق يخسر ثمن الخيار فقط.
- عقود الخيار محددة بفترة زمنية محددة، عادة ثلاثة أشهر و في حالة ثبات سعر الأصل، فإن قيمة الخيار تتناقص بمرور الزمن و تصبح صفرا في نهاية حدة العقد.
- عقد الخيار قابل للتداول فيحقيق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتوقف على العرض على العرض و الطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية للأصل محل العقد و يتوقف ممن عقد الخيار على قيمة الأصل فتزداد القيمة بارتفاع قيمة الأصل و تنخفض القيمة بانخفاض قيمة الأصل في حالة الشراء و العكس في حالة البيع.

<sup>1</sup>مریم سرارمة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 50-52

- تمتاز عقود الخيار بأنها معروفة الخسارة مسبقاً، فأقصى ما يخسره صاحب العقد هو الثمن دفعه لممارسة حق الخيار بالكامل فقط إذا لم ينفذ العقد.
- تمكن عقود الخيار صاحبها إمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل و لا يدفع من قيمتها إلا قيمة حق الخيار لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل.<sup>1</sup>

### ثالثاً: أسواق المشتقات المالية:

يتم التعامل في أدوات المشتقات من خلال أسواق المشتقات هذه الأسواق تكون إما أسواق منظمة أو أسواق غير منظمة.

#### 1-3 السوق المنظمة: و تعرف أيضاً بالسوق الآجل للبورصة، و تتسم بتوحيد شروط التعامل في

عقود المشتقات، كتلك المتعلقة بالتسليم و التسوية والحد الأقصى لعدد عقود المضاربة الذي يمكن أن يحوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل.

إضافة إلى أن السوق المنظمة تكون مجهزة بغرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود و تضمن تغطية مخاطر الطرفين و تحقيق هذه التغطية من خلال هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد تتراوح بين 3% إلى 5% تودع لدى غرفة المقاصة.

ولا يتم التعامل في هذه السوق إلا من طرف متعاملين معتمدين تحكمهم قواعد التداول المحددة من طرف هذه البورصة.

#### 2-3 السوق غير المنظمة: على عكس السوق المنظمة، السوق غير المنظمة تحكمها عمليات غير

منظمة، هذه العمليات التي تتم على مقصورة الأسواق غير المنظمة، هي الأكثر تغيراً للنظام المالي الدولي، بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة و لأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة و تتداول أيضاً في مقصورتها العقود المستقبلية و العقود الآجلة و منتجات أخرى أكثر تعقيداً (الخيارات و المبادلات...إلخ).<sup>2</sup>

### رابعاً: المتعاملون في أسواق المشتقات المالية:

تعتبر العقود المشتقة أدوات تلبى حاجا جميع أنواع المتعاملين في الأسواق المالية كل حسب أهدافه القريبة أو البعيدة و بالإمكان تصنيف المتعاملين فيها إلى ثلاث أصناف رئيسية هم:

<sup>1</sup> ابن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره ص ص: 61-61

<sup>2</sup> سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، دراسة حالة البنك BNP PARIBAS رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية جامعة منتوري، قسنطينة 2005-2006 ، ص 41

**4-1 المتحوطون (Hedging):**

هم الذين يستخدمون العقود المشتقة لتقليل مخاطر التقلبات في أسعار الأصول المتداولة في السوق مثل (تقلبات أسعار الفائدة، قيم الأسهم أسعار السندات، أسعار صرف العملات، أسعار السلع الأساسية و غيرها)، وقد يكون هؤلاء عبارة عن شركات أو مؤسسات استثمارية أو بنوك أو حكومات.

**4-2 المراجحون (Arbitragers):**

تهدف هذه الفئة من المتعاملين في العقود المشتقة إلى الحصول على الربح الخالي من المخاطر عن طريق الدخول في معاملات في سوقين أو أكثر يشكل متزامن، أي أنه يسعى للاستفادة من حالة الاختلاف أو عندما يوجد فروقات سعرية لأصل معين بين سوقين أو أكثر.<sup>1</sup>

**4-3 المضاربون (Speculators):**

هم المراهنون على أسعار الأصول (أي يراهن على السعر بأنه سيرتفع أو ينخفض) ويدخل المضاربون سوق المشتقات لتحسين وضعيتهم، وتوسيع مركزهم، بمساعدة أثر الرفع المالي، و يتم ذلك من خلال هامش مبدئي منخفض جدا (3% في المتوسط من قيمة الأصل محل التعاقد) و محاولة تسجيل أرباح مهمة جدا، إذا ما تحققت توقعاتهم فيما يخص سعر ذلك الأصل.<sup>2</sup>

**خامسا: أهداف المشتقات المالية:**

من الأهداف الرئيسية التي تعكس أهمية المشتقات المالية لمستخدميها مايلي:

- التحوط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار الأصول محل التعاقد كالتغير في معدلات العائد و أسعار الأسهم، أسعار الصرف و كذا أسعار السلع بما في ذلك الذهب.
- استخدام المشتقات في إدارة الموجودات و المطلوبات كمخاطر سعر الفائدة لدى البنوك و استخدامها لزيادة السيولة حيث أنها تنوب عن الأوراق الأصلية.
- تعمل كغطاء للتأمين من حيث تقليل المخاطر و ذلك من خلال توفير الحماية منها.
- تقليل كل من تكاليف المعاملات في الأسواق و تكاليف الأجهزة الرقابية إلى جانب معالجة المعوقات الإدارية و مجالات عدم الكفاءة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> دانيا إبراهيم غيا، دور المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدية اتجاه المخاطر المالية ومدى إمكانية تطبيقها في الصارف-رسالة ماجستير في الأسواق المالية، جامعة دمشق 2013، ص84

<sup>2</sup> سمير محسن، مرجع سبق ذكره ص 42

<sup>3</sup> اخميسي قايدبي، أمينة بن خزناني- دراسة تحليلية لدور المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق خلال الفترة 2009/2013 جامعة برج باجي مختار. ورقة بحثية، ص64..

**سادسا: مخاطر التعامل في المشتقات المالية:**

رغم أن التعامل في المشتقات المالية يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في الفائدة و أسعار الصرف و أسعار السلع إلا أنه و بحكم طبيعة هذه الأدوات و ارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها، و يمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها مستخدمو المشتقات المالية إلى:

**1-6 المخاطر الائتمانية: credit Risks**

و تسمى أيضا بمخاطر عدم الوفاء، و التي تتمثل في الخسارة الناتجة عن توقف أحد طرفي العقد عن الوفاء بالتزاماته الناتجة عن تعامله في أحد عقود المشتقات المالية.

و هذه المخاطر كانت وما زالت من أهم الأسباب الرئيسية لفشل العديد من المؤسسات المالية و المصرفية، فالمتعاملون يمكن أن يخسروا مبالغ كبيرة جدا عندما يفشل الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته، ولهذا أصبح مسيرو الشؤون المالية، أكثر اهتماما بهذا النوع من المخاطر المصاحبة للمشتقات المالية لاسيما تلك التي يتم التعامل بها في الأسواق الموازية، أين لا توجد غرفة المقاصة ولا هوامش أولية في التعاقد.

**2-6 مخاطر السيولة: Liquidity Risks**

وهي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الالتزامات في تاريخها من قبل المتعاملين في السوق المشتقات، مما يجعل المتاجر بهذه الأدوات أكثر صهوبة.

وبالرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق المشتقات المالية، ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، و ذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من حيث العرض و الطلب، و غيرها من العوامل، مما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسهيل مراكزها بسرعة.<sup>1</sup>

**3-6 المخاطر السوقية :**

تظهر نتيجة لتقلب أسعار عقود المشتقات في الأسواق و التي ترجع في أغلب الأحيان إلى تغير في قيمة الأصل محل التعاقد، و تعتبر المخاطر السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في المشتقات المالية مراقبتها و قياسها رغم صعوبة القيام بذلك نظرا للتقلب الكبير في أسعارها. وعليه فإن

<sup>1</sup> مريم سرارمة، مرجع سبق ذكره، ص71

الحد من مخاطر السوق يتطلب تقيماً موضوعياً شاملاً لظروف السوق، كما يتطلب أيضاً أن تحافظ بيوت التسوية على حد أدنى مناسب من السيولة لديها، وكذا على كفاءة أدائها كوسيط بين البائع والمشتري في السوق بحيث تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها بصفة مستمرة.

#### 4-6 مخاطر الإحلال:

أما مخاطر الإحلال فلا تتعلق بإخفاق أحد الأطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية وإنما لعدم قدرته على الوفاء بهذا الالتزام مطلقاً، وهو الأمر الذي يضطر معه الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته قبل الغير مع تحمله لخسائر جسيمة والتي تتمثل في الفرق بين السعر التعاقد وسعر السوق للأوراق المتعاقد عليها.<sup>1</sup>

#### 5-6 المخاطر التشغيلية:

وهي تلك المخاطر التي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات و فشل المديرين و ضعف كفاءة الأنظمة الإدارية و الرقابة، وضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات و التعامل بها.

و تنشأ المخاطر التشغيلية من خلال عمليات التسوية و المقاصة نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية، و الإخفاق في إجراء عمليات التسوية و المقاصة 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.

#### 6-6 مخاطر التسوية:

تتمثل مظاهر مخاطر التسوية في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنياً فقد يتعرض أحد الأطراف للخسارة إذا كان السعر الذي باع به مرتفعاً، مع رفض الطرف الآخر بالسداد في التاريخ المحدد للتسوية.

كما قد تكون قيمة الأصل محل التعاقد عرضة لتقلبات الأسعار، و بالتالي قد تنخفض هذه القيمة في حالة عدم توافق ميعاد تسليم الأصل مع ميعاد استلام ما يقابله نقداً يوم التسوية.

<sup>1</sup> جاب الله عادل رياض -الازمات المالية العالمية- مجلد 05، العدد01، 2016، ص ص 143- 144

## 7-6 المخاطر القانونية:

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي، أو الطرف المقابل وفقاً لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة مثل هذه المخاطر يمكن أن تنشأ مثلاً من عدم كفاية توثيق العقد ، أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس، أو إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب أو وجود قوانين تحظر على منشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية.<sup>1</sup>

## الفرع 3: الجيل الثالث من التجديدات المالية "مشتقات القروض":

## أولاً: تعريف مشتقات القرض:

تعرف مشتقات القرض على أنها أدوات تسمح من خلال عقد سابق بين طرفين بنقل خطر القرض الذي يستند إلى طرف آخر يسمى الكيان المرجعي طرف (البنك مثلاً) يمكن بيع خطر القرض ، يسمى جين مرجعي إلى طرف مقابل (شركة التأمين صندوق جماعي للاستثمار .. إلخ) الدين مقابل دفع منتظم للفوائد أو لعلاوة يسدد له دفعة إذا كان هناك حادث قرض مفاجئ على هذا الأصل القاعدي.

وبتعبير آخر يمكن تعريف مشتقات القرض كعقد مالي يعكس قيمة الخطر المتصل بعقد القرض، المبدأ بسيط مؤسسات القرض تسعى للتحوط ضد مخاطر أي خطر الخسائر التي تتعرض لها في حلة تقصير الطرف المقابل المدين (خسارة عدد المبالغ المقترضة و الفوائد المشتقة) و ذلك من خلال العديد من الأدوات.

## ثانياً: استخدامات مشتقات القرض:

يمكن استخدام مشتقات القرض :

- أدوات للقضية تسمح للمؤسسة أن تقلل خطرها على الطرف المقابل و تحت بعض الاحتياطات متطلباتها من الأموال الخاصة دون أن يؤثر ذلك في العلاقة التجارية الموجودة في هذا الطرف المقابل.
- أدوات الاستثمار التي تسمح للمتعامل بشراء خطر الطرف المقابل دون أن يؤدي بالضرورة إلى تمويله و دون إقامة علاقة تجارية مع هذا الأخير.

<sup>1</sup> بن عيسى عبد القادر مرجع سبق ذكره، ص 86- 87

- أدوات قابلة للتداول التي تهدف لتحرير مكاسب في المدى القصير على التطور و المتوقع لخطر القرض.<sup>1</sup>

### ثالثاً: خصائص المنتجات المشتقة للقروض:

تتمثل بعض خصائص الشركة لهذه المنتجات في مايلي:

- طبيعة التوظيف هو خارج الميزانية.
- مشتقات القرض هي منتجات بدون تمويل ماعدا Crédit Linked not .
- هي منتجات تعالج بالتراضي.
- المدين الذي يحمل الماطلة لا يعلم بهذا القرض يعالج مستقبلا عن علاقة تجارية موجودة أولاً.
- السوق منفتح لكل درجات التعاملين: بنود تأمينات، مؤسسات، مؤسسات مالية...
- هذه المشتقات تسمح بمعالجة القرض تحت شكل شبه موحد، النتيجة هو تقليل عدم التماثل الموجود بين مختلف أسواق القرض.<sup>2</sup>

### رابعاً: أنواع مشتقات القرض:

تمثل هذه الأدوات أساساً إلى نوعين :

**النوع الاول: unfunded:** يتمثل في أدوات ما يعرف "بدون تمويل، الأصل القاعدي لا يكون محل تبادل فقط أداة تقلل الخطر تظهر في الميزانية أو خارج الميزانية حسب الأداة المستعملة، ولا يعطي أي مجال لبائع الحماية لأي تكاليف التمويل وتتضمن أربع أنواع:

#### 1- مبادلة العجز عن سداد القرض: (CDS)

هو عقد من خلاله تلتزم مؤسسة بالنسبة لمتعاقد آخر بدفع قسط منتظم مقابل التزام هذا الأخير في حالة حدوث حادث قرض بخصوص الأصل المرجعي بتعويض الخسارة التي تطرأ على الأصل القاعدي.

<sup>1</sup> Frederies Mishkin, (2004), monies banque, et Marché financier 7<sup>eme</sup> edition, person éducation, paris p.p 404,405

<sup>2</sup> Pierre Mthieu et Patrick d'Herouvilleles dérivés de crédit, une nouvelle gestion du risque de crédit, economica ,paris, 1998 ,p48

## 2- خيار على هوامش القرض (CSO)

هي عقد من خلاله تلتزم مؤسسة بالنسبة لمتعاقد آخر بدفع قسط منتظم مقابل التزام هذا الأخير بشراء « credit Spread Call » أو بيع « Credit Spread Put » بمستوى محدد أصل قاعدي.

## 3- مبادلة الفائدة الإجمالي (TRS):

كانت أول العمليات التي توجت في الوم.أ في سنة 1992 البنك الذي يبحث عن تغطيته من طرف المستثمر ضد خطر الطرف المقابل، الذي يتولد من خلال دينه، تنقل مجموعة تدفقات القرض ( الفوائد، الحوالات) خلال فترة حياة المبادلة و عند احتمال وقوع عدم التسديد، المستثمرين في البين بحجم الخسارة التي تحدده.

## 4- المبادلة على أول عجز من سلة الديون (FTD):

مبدأ السلة (panier) يطابق بنك خاص CDS لكن على العديد من الإمضاءات و ليس فقط على إمضاء واحد .....السلة (panier) تتضمن من ثلاث إلى خمس إمضاءات مختلفة و لكن الصعوبة تكمن في تركيبها وهي عقود حيث تلتزم مؤسسة بالنسبة للمتعاقد معها بدفع قسط منتظم مقابل قيام هذا الأخير في حالة حدوث أول جانب بقرض على أحد أصول السلة المرجعية بتعويض الخسارة المحتملة عن هذا الأصل.<sup>1</sup>

**النوع 2: مشتقات القرض بتمويل « Funded Credit derivatives »:** تتضمن نوع أساسي من الأدوات .

## الأوراق المالية المرتبطة بخطر القرض (CLN):

CLN ليست إلا مبادلة العجز عن سداد القرض (CDS) تعالج تحت شكل قيم منقولة إذا (CLN) هي جمع بين أداة دين و CDS فهو يجمع بين بائع التمويل لأداة الدين مع الحماية التي يتميز بها CDS<sup>2</sup>

CLN، أوراق مالية تتخذ مرجعا أو قوما « utilres indesces » على دين تصدر من طرف المؤسسة المشتركة للحماية و ترتبط خيارات على خطر العجز عن سداد القرض، المؤسسة البائعة للحماية تلتزم مقابل تسديد مبلغ الفوائد، حيث أن لا تعوض في حالة وقوع حادث القرض على الأصل القاعدي للورقة المالية إلا بالحقيقة للورقة المالية بعد هذا الحادث.

<sup>1</sup> Frederies Mishkin, Op.cit, p406

<sup>2</sup> Pierre Mathieu, Ptrick d'Herouville, Op, Cit ,p22

## المطلب الثاني: ماهية الأزمات المالية

عرف العالم العديد من الأزمات المالية التي كانت لها آثار سلبية على الاقتصاد العالمي وهددت استقراره، وقد تضاعفت هذه الأزمات منذ الثمانينات و سنتطرق إلى جملة من المفاهيم المتعلقة بالأزمات المالية وكذا أنواعها وأسباب حدوثها وإبراز أهم الآثار والنتائج المترتبة عنها

### الفرغ 1: تعريف الأزمة المالية و خصائصها

#### أولاً: تعريف الأزمة:

الأزمة عبارة عن موقف حرج ومعقد وحالة من عدم التوازن تتسارع فيه الأحداث و تتلاحق و تختلط فيه الأسباب بالنتائج، وتسفر عن حصيلة من النتائج غير المتوقعة و صعوبة في اتخاذ القرارات الشيء الذي يقتضي ضرورة البحث عن أساليب وحلول مستخدمة له وغير تقليدية للخروج منها أو التقليل من حدوثها كما يمكن أن تكون الأزمة كنقطة تحول نحو وضع أفضل باعتبارها فرصة لتحديد نقاط الضعف في النظام المعني و إطلاق القدرات الإبداعية لبناء أسس نظام جديد أقوى.<sup>1</sup>

#### ثانياً: خصائص الأزمة:

للأزمة خصائص يمكن توضيح أهمها فيمايلي:

- حدث مفاجئ: حيث أن الأزمة حدث غير متوقع و غامض وهي تتميز بالعنف عند انفجارها و إذا كان قد سبقتها بعض المقدمات أو البوادر.

- نقص المعلومات و عدم دقتها حيث لا يعرف من المتسبب في حدوث الأزمة و لا يعرف حجمها و لا توجد ضوابط علمية معروفة لكيفية التصرف معها.

مربكة: فهي تهدد الافتراضات الرئيسية التي تقوم عليها النظام و تختلف حالة من حالات القلق و التوتر و عدم اليقين في البدائل المتاحة خاصة في ظل نقص المعلومات الأمر الذي يضاعف من المخاطر و يصعب عملية اتخاذ القرار.

- ضيق الوقت المتاح لمواجهةها: فالأحداث تقع و تتصاعد بشكل متسارع الأمر الذي يفقد أطراف الأزمة أحيانا القدرة على السيطرة على الموقف و استعماله جيدا حيث لابد من تركيز الجهود لاتخاذ قرارات حاسمة ز سريعة في وقت يتسم بالضيق و الضغط.

<sup>1</sup> عقون نادية-العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية الوقائية و العلاج-دراسة الأزمة الرهن العقاري في الوم.أ 2012-2013 أطروحة دكتورا في العلوم الاقتصادية 2013/2012 جامعة حاج لخضر، باتنة، ص3

- فقدان السيطرة: إن جميع أحداث الأزمة تقع خارج نطاق قدرة صاحب القرار و توقعاته.
- حالة الذعر: حيث تصدر ردود أقوال شديدة من قبل جميع الجهات المتعلقة بالأزمة.
- غياب الحل الجذري السريع: فالأزمات لا تنتظر الإدارة حتى توصل إلى حل جذري فضلا عن غياب هذا الحل الجذري أصلا.
- تعدد الأطراف و القوى المؤثرة في حدوث الأزمة و تطورها و تعارض مصالحها.
- التعقيد و التشابك و التداخل في عناصرها و أسبابها و قوى المصالح المؤيدة أو المعارضة لها.
- الدخول في دائرة المجاهيل المستقبلية و التي يصعب معرفتها أو حسابها بدقة.
- إن مواجهتها تستوجب خروجها عن الأنماط التنظيمية المألوفة، وان يتمتع التنظيم بدرجة عالية من التحكم في الطاقات و الإمكانيات حسب توظيفها في إطار مناخ تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق و الفهم الموجود بين الأطراف ذات العلاقة<sup>1</sup>.

## الفرع 2: تعريف الأزمات المالية و أسباب حدوثها و أنواعها:

### أولا: تعريف الأزمة المالية:

تعتبر الأزمات المالية محطات تمر بها الاقتصاديات في مسارها التاريخي وهي مؤشر لهشاشة و سوء أداء في النظام المالي لهذا البلد أو ذلك و بالرغم من انه لا يوجد تعريف محدد للأزمة المالية إلا أن معظم التعاريف تركز على كونها اختلال عميق و اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات المالية يتبعها انهيار في المؤشرات المالية و مؤشرات أدائها وتمتد إلى القطاعات الأخرى<sup>2</sup>.

كما تعرف الأزمة المالية على أنها تلك التذبذبات ذات السعة الكبيرة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجموعة من التغيرات المالية، حجم الإصدار و أسعار الأسهم و السندات و كذلك القروض و الودائع المصرفية و معدل الصرف<sup>3</sup>.

و بصفة عامة تعكس الأزمة المالية انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية و غير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي.

<sup>1</sup> مريم سرارمة، مرجع سبق ذكره، ص ص 120-121

<sup>2</sup> د. شفيق نوري موسى-إدارة المشتقات المالية و الهندسة المالية. دار النشر و التوزيع للمطالعة الطبعة الأولى 2015، ص 88

<sup>3</sup> بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 93

**ثانياً: أسباب حدوث الأزمات المالية:**

لا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب واحد أو سببين، فهناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية يمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

**1-2 عدم استقرار الاقتصاد الكلي:**

حيث أن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المستغلين للديون، وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العلمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول المالية، فالتقديرات الكبيرة في سعر الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على نفقة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها، كما تعتبر التقلبات في سعر الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر في حدوث العديد من الأزمات المالية

**2-2 ضعف الإشراف و الرقابة الحكوميين: و هو ما يؤدي إلى تصاعد الشكوك السلبية حول**

الالتزامات الحكومة و قدرتها على القيام بالإصلاحات المناسبة لمواجهة الأزمة

**3-2 وجود خلل في تطبيق السياسات النقدية و المالية الكلية الملائمة: خاصة إذا تزامن ذلك مع**

انعدام الشفافية و انتشار الفساد والتلاعب في البيانات و القوائم المالية في المؤسسات التي تكون المبعث الأولي للاضطراب.

**4-2 اضطرابات القطاع المالي: حيث أنه عادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة**

ثقة في النظام المالي سببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال منخفضة للدخل يرافقها توسع مفرط و سريع في الاقتراض دون التأكد من الملاءة الانتظامية للمقترضين و عندها يحدث انخفاض في قيمة العملة مؤدياً إلى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج و المتابع للعديد من الأزمات المالية التي شهدتها عقد التسعينات من القرن العشرين يلاحظ أمراً مهماً و هو أن هناك سبباً واحداً وراءها جميعاً و هو وجود مؤسسات مالية مستعدة لمنح قروض مالية لأشخاص أو مؤسسات أو دول دون ضمانات مناسبة أي منح قروض تتون احتمالات سدادها محفوفة بالمخاطر و ذلك على أمل تحقيق أرباح أكبر من تلك التي تحقق من جراء منح قروض لها مخاطر أقل، و خلاصة ذلك أن التحرير المالي يعد من أهم أسباب نشوء الأزمات المالية.

## 5-2 عدم تماثل المعلومات:

وهو من أهم الأسباب التي تؤدي إلى حدوث الأزمات المالية المصرفية بحيث أن احد الأطراف من المتعاملين في الشؤون المالية والمصرفية تكون لديه معلومات أكثر من الآخرين، و بالتالي عدم قدرة الطرف الآخر على تقدير المخاطر و بالتالي اتخاذ قرارات خاطئة.

6-2 ضعف النظام المحاسبي و الرقابي و التنظيمي: يعاني معظم الدول التي تعرضت لازمات مالية من الضعف في النظام المحاسبي و الإجراءات المحاسبية المتبعة و درجة الإفصاح عن المعلومات خصوصا فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة المصرف الائتمانية كما تعاني من ضعف النظام القانوني السائد للعمليات المصرفية و عدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد ونسبتها من رأسمال المصرف، وتطور الدراسات المتعلقة بالدول التي تعرضت لازمات مالية أنه في أكثر من 28 دولة تعرضت لها كان نقص الرقابة المصرفية الفعالة سببا مباشرا في حدوث الأزمة، حيث يؤدي نقص الرقابة إلى تقييم غير الدقيق و غير الكافي للمخاطر.

7-2 أسباب سعر الصرف: يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، ففي ظل مثل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الحل الأخير للإقراض بالعملات الأجنبية، حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها في النقد الأجنبي، وحدثت أزمة العملة مثل حالة المكسيك و الأرجنتين، وقد تمخض عن أزمة العملة ظهور العجز ي ميزان المدفوعات و من ثم نقص في عرض النقود و ارتفاع أسعار الفائدة المجمل، مما يزيد من ضغوطات تقاوم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي.

وفي المقابل و عند انتهاج إلى سياسة سعر الصرف المرن، فإن حدوث أزمة العملة سوق يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة و إلى زيادة في الأسعار المحلي، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر انساقا مع متطلبات الأمان المصرفي.<sup>1</sup>

8-2 تدخل الحكومات في تخصيص الائتمان: حيث تعد التشوهات الناجمة عن السياسة وبصفة خاصة النفوذ الحكومي على بنوك القطاع العام من أهم أسباب الأزمات المالية.

للمخاطر الائتمانية و تركيز المخاطر في مجال واحد كتوسع في منح القروض العقارية و الاستهلاكية كما حدث في الأزمة الكورية.

9-2 انتشار الفساد الأخلاقي و الاقتصادي: مثل الاستغلال و الكذب و الشائعات المغرضة و الغش و التدنيس و الاحتيال و المعلومات الوهمية، و هذا الفساد يؤدي إلى الظلم و بالتالي يقود المظلومين إلى

<sup>1</sup> ابن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 101

التذمر عندما لا يستطيعون تحمله و بالتالي تذمر المدينين و حدوث الثورات الاجتماعية عند عدم سداد ديونهم و قروضهم.<sup>1</sup>

2-10 تشوه نظام الوافر: تلك التجارب العالمية حيث أن الإدارات العليا في المصارف و قلة خبرتها كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية و أن عملية تعديل هيكل المصرف و تدوير المناصب الإدارية لم تنجح في تقادي حدوث الأزمات أو الحد من آثارها لأن نفس الفريق الإداري ظل في مواقع اتخاذ القرارات بحيث لم يحدث تغيير حقيقي في الإدارة و طريقة تقييمها و إدارتها لمخاطر الائتمان، و تلك التجارب كذلك على أن الإدارات العليا في حالات متعددة نجحت في أن تخفي الديون المعدومة للمصرف لسنوات و ذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من ناحية و ضعف النظم و الإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى، وهذا الوضع جعل من الصعب التعرف إلى العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية و الاستعداد الجيد لتقادي حدوثها و التحقق من آثارها.<sup>2</sup>

### الفرع 3: مؤشرات التنبؤ بالأزمات المالية:

توجد بعض المؤشرات التنفيذية التي يمكن التنبؤ من خلالها بقرب حدوث أزمة مالية منها ما يتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية و منها ما يتعلق بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية و النقدية.

أولاً: المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية: و من بين هذه المؤشرات نذكر :

- ارتفاع في معدل البطالة.
- ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع و القروض المحلية.
- ارتفاع معدلات التضخم و المستوى العام للأسعار.
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية
- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة.
- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي بتراجع الناتج المحلي الإجمالي.

ثانياً: المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية و النقدية:

يمكن إجمالها فيما يلي:

- علة الأصول المالية عالية المخاطر (كالأصول العقارية) على أسواق الائتمان.
- تسرب الضعف إلى الجهاز الإداري المنوط له الإشراف على أسواق المال و قطاعات البنوك.

<sup>1</sup> روايح عبد الرحمان أطروحة دكتوراه- إثر الأزمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الاقتصادي الأوروبي 2017 / 2018  
جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص 06

<sup>2</sup> نفس المرجع

- غياب الشفافية و الإفصاح اللتان يستلزمهما التطبيق السليم لمعايير المحاسبية الدولية عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساعدهم على تقييم أصول هذه المؤسسات و بالتالي أسواق المال و قطاعات البنوك بصورتها الحقيقية.
- ارتفاع حجم الديون الخارجية على القطاعات المالية بسبب سهولة دخولها إلى الدولة وخروجها منها، مما ساهم في خلخلة عنصر الملائمة للمؤسسات المالية و يساهم في عرقلة قطاع البنوك عن أداء وظائفه التمويلية.
- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية و ما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في هذه الأسواق دخولا إليها و خروجا منها.
- غلبة سيطرة صناعات معينة على سوق الأوراق المالية.
- انخفاض الاكتتاب في أسواق الأوراق المالية.

و لمزيد من التوضيح يمكن إدراج الجدول التالي الذي يوضح المؤشرات الاقتصادية التقليدية للتعرض للأزمات المالية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>روابع عبد الرحمن ، مرجع سبق ذكره ص ص 10-11

## الجدول 02: المؤشرات الاقتصادية التقليدية لتعرض للأزمات المالية

الخصائص الهيكلية أو البنوية	التطورات في الاقتصاد الكلي
نظام جحود معدلات التبادل.	ارتفاع معدل التضخم.
إستراتيجية النمو المتزايدة في الصادرة.	نمو سريع في التدفق النقدي.
قطاع التصدير أكثر تركيزا	انخفاض حقيقي في معدل نمو الصادرات.
ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية .	عجز مالي متزايد.
ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل.	ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد.
تحرير سوق المال الحديث	النمو السريع في الاعتماد المالية المحلية كنسبة مئوية
إطار ضعيف للإشراف على الأموال و	من الناتج القومي الإجمالي.
تنظيمها.	ارتفاع نسبة القروض غير النتيجة إلى إجمالي القروض
أسواق الائتمان مضمونة بأصول مالية او	ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية
عقارية.	من الناتج القومي الإجمالي.
انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم.	نمو الديون الخارجية و زيادة الديون في العملات
سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم.	الأجنبية.
سيطرة بعض الصناعات على سوق الأسهم.	انخفاض الاحتياطي العالمي
الرقابة على دخول السوق و الخروج منه.	انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي
	ارتفاع معدل الأسعار و الأرباح
	ارتفاع معدلات الفائدة المحلية و ارتفاع معدل البطالة.

**المصدر:** عبد الحكيم مصطفى الشراقوي: العولمة المالية و إمكانية التحكم "عدوى الأزمات المالية" دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2005 ص 39

من خلال الجدول يمكن القول بأنه يمكن استشعار الأزمات المالية قبل حدوثها من خلال مؤشرات اقتصادية معينة تتعلق بالسياسات الاقتصادية الكلية أو خصائص الأسواق المالية و النقدية، هذه المؤشرات تنذر بوجود خلل ما في المنظومة الاقتصادية للدولة و هذا الخلل في حالة عدم مواجهة مبكرا يكون سببا رئيسيا في حدوث الأزمة المالية، و بالتالي يجب على خبراء الاقتصاد مراعاة هذه المؤشرات ومراقبتها بشكل حيز حتى يتسنى لهم الاستعداد الجيد للأزمات المالية قبل حدوثها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> روايح عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 11

## الفرع 4: أهم أزمات الأسواق المالية العالمية:

يرجع تاريخ الأزمات المالية العالمية إلى أواخر القرن التاسع عشر، و تبلورت في أزمة الكساد الكبير في 1929-1933 و لذلك فهي ليست ظاهرة جديدة في الاقتصاد العالمي و خلال الثمانينات و التسعينات من القرن العشرين عانت كثيرا الدول سواء الصناعية أو الناشئة من هذه الأزمات و بدرجات متفاوتة و لا يمكن التعرض لجميع الأزمات لأنها عديدة، و تختلف أسبابها و مدتها و لكن يمكن التعرض لأهم الأزمات على سبيل الذكر و ليس على سبيل الحصر.

### أولا: أزمة 1929 و أزمة الكساد الكبرى

**1-1 عرض أزمة 1929:** بدأت أسعار الأوراق المالية لبورصة نيويورك بالازدهار مند عام 1924 و استمرت بالارتفاع على مدى خمس (05) سنوات إلى أن وصلت إلى مستوياتها في 24 أكتوبر 1929 و ارتفع مؤشر داوجنز ارتفاعا شديدا، لم يسبق له مثيل ففي 02 سبتمبر عام 1929 أقلل المؤشر عن 381 نقطة، و في 02 أكتوبر من نفس العام انخفض المؤشر إلى ما يعادل 49 نقطة، و في 23 أكتوبر سجل المؤشر 306 نقطة و استمر انخفاض أسعار الأوراق المالية بعد ذلك لمدة ثلاث سنوات، حيث أقلل المؤشر في 08 جويلية عام 1932 عند 41 نقطة فقط و هذا يعني أن المؤشر وصل حوالي 11% مما كان عليه 02 سبتمبر من عام 1929.

### 1-2 أسباب أزمة 1929:

- يعود انهيار أزمة 1929 إلى جملة من الانحرافات الحاصلة في أسواق الأوراق المالية منها:
- المضاربة الوهمية و ما نجم عنها من ارتفاع لأسعار الأسهم نتيجة الآمال وليس لأن توزيع أرباح الشركات في ارتفاع، أي أن الأسعار تتصاعد و تصل إلى مستوى لا يقل أبدا أرباح الشركات.
  - الارتفاع المستمر في أسعار الأسهم قبل الأزمة بشكل خارج عن المألوف بسبب التصريحات المتفائلة ووفرة الادخار سهولة الاقتراض.
  - اتساع تدهور الأسعار نتيجة فشل محاولات تنظيم السوق و عمليات البيع الشامل.
  - مع بداية انخفاض الأسعار، سارع المضاربون و المستثمرون الذين يرغبون في التغطية إلى بيع المزيد من الأسهم على المكشوف مما أسهم في المزيد من تدهور الأسعار.
  - الممارسات غير الأخلاقية، و من أهمها البيع الصوري، الشراء بغرض الاحتكار استغلال ثقة العملاء، اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص 102-103

**1-3 النتائج المترتبة على أزمة 1929:**

يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

امتداد آثار هذه الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية لتضرب دول أوروبا الغربية.

فقدان شرعية القروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر.

قيام الاقتصاديون في الغرب بالبحث عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر.

ظهرت نظرية الكنزية لتؤكد على ضرورة تدخل الدول في الحياة الاقتصادية.<sup>1</sup>

**ثانياً: أزمة وول ستريت « wall Street » 1987:****2-1 عرض أزمة وول ستريت 1987:**

-في يوم الاثنين الموافق لـ 19 أكتوبر 1987 حدثت هزة رهيبة في البورصات العالمية لم يشهد لها التاريخ مثيلاً، أطلق على هذا اليوم "الاثنين الأسود" وقد ساد الادعاء بأنها نشأت أساساً في أسواق رأس المال في الولايات المتحدة ومنها انتقلت العدوى إلى أسواق رأس المال العالمية الأخرى، بدأت الأزمة نتيجة سيل متدفق من أوامر البيع التي لم يسبق له مثيل، فقد تدافع المتعاملون في كل حذب وصوب لبيع أعداد كبيرة جداً من الأوراق المالية المتداولة في هذا اليوم، لم يوقف هذا الانهيار في الأسعار السيل المتدفق من أوامر البيع بل زادت سرعة تدفقها، حيث أن الذعر الذي انتاب جمهور المتعاملين قد جلب مزيداً من الذعر.<sup>2</sup>

**2-2 أسباب أزمة أكتوبر "وول ستريت" 1987:**

يمكن تلخيص أسباب أزمة أكتوبر 1987 التي شهدتها الأسواق المالية الدولية بصفة عامة فيما يلي:

- ظهور الكثير من المؤشرات (مع انتشار التوقعات) حول حدوث أزمة اقتصادية مع بداية عام 1987.
- استمرار العجز في الميزان التجاري الأمريكي الذي قد تجاوز 17 مليار دولار خلال شهر أكتوبر حسب النشرات الإحصائية لوزارة التجارة الأمريكية، و توقعات الكثير من الملاحظين و المراقبين الاقتصاديين

<sup>1</sup> بن عيسى عبد القادر ، مرجع سبق ذكره، ص 103

<sup>2</sup> روابح عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 20

- توقع لجوء السلطات الأمريكية إلى معالجة العجز في ميزانها التجاري عن طريق تخفيض قيمة الدولار بهدف زيادة الصادرات و الحد من الواردات وهذا الإجراء من شأنه المساهمة في تخفيض القيمة الحقيقية للموجودات بالدولار لدى المستثمرين الأجانب، مما دفع هؤلاء المستثمرين للإسراع بالتخلص من أصولهم المالية المحررة بالدولار و البحث عن مجالات استثمار أخرى أكثر ضمانا، وهذا ما ساهم في زيادة عرض الأصول المالية ( خاصة الأسهم) في الأسواق و بالتالي انهيار أسعارها.

- تحول الكثير من المستثمرين من حيازة الأسهم إلى السندات (خاصة السندات الحكومية طويلة الأجل الصادرة عن السلطات الأمريكية)، مما زاد في عرض هذه الأسهم ومن ثم تدهور أسعارها.

لجوء الكثير من المستثمرين في الأسواق المالية إلى الأسواق النقدية، أي إبدال أصولهم المالية طويلة الأجل (الأقل سيولة)، مما يوفر لهم ضمانات أكثر لمواجهة أزمات أخرى متوقعة.

ارتفاع أسعار الفائدة.

- تزايد حجم المديونية الخارجية الأمريكية التي وصلت إلى مستويات خطيرة أضعفت إلى حد بعيد الثقة بالدولار ز أيضا بالأصول المالية المحررة بهذه العملة.

- تدهور سعر صرف الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية وذلك منذ سنة 1985 لنسب جد عالية، وقد لعبت تصريحات وزير الخزانة الأمريكي دورا هاما في اقبال قوي على بيع الأسهم، حيث أقرنه بفضل انخفاض أسعار صرف الدولار على رفع أسعار الفائدة، مما أدى بالكثير من المستثمرين إلى التخلص من الأسهم التي بحوزتهم مقابل السندات و الودائع ذات العائد الثابت.

- اعتماد الأسواق المالية على أجهزة الكمبيوتر حيث تبرمج هذه الأخيرة على أساس أوامر الشراء و البيع، كما تحتوي على برامج تعطي مؤشر انذار مبكر بمجرد هبوط الأسعار إلى حد معين فيقوم الكمبيوتر بإصدار أوامر بيع، كما أن التغيرات في الأسعار العملات و الأسهم زادت من عرض الأسهم و انخفاض الطلب عليها مما احدث فوضى أدت إلى المزيد من الانهيار.

بالإضافة إلى أن هناك عوامل أخرى زادت من حدة هذه الأزمة من بينها:

- التطور الهائل في نشاط الأسواق المالية الدولية الذي بلغ ذروته عام 1987.

- اشتداد توثيق الروابط و الصلات بين هذه الأسواق.

- ضخامة الصفقات و العمليات في هذه الأسواق.

- تنوع الأصول المتعامل بها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> روايح عبد الرحمن، مرجع سبق ذكره، ص ص 20-21

## 2-3 نتائج أزمة وول ستريت 1987

نتج عن أزمة الأسواق المالية التي انفجرت في أكتوبر 1987 فقدان مؤشر داوجونز 508 نقطة في ذلك اليوم فقط أي حوالي 21.6% من مستواه السابق البالغ 2247.0 نقطة، كما هبطت أسعار الأسهم في نيويورك بنسبة 26% ، 22% في لندن، 17% ، في طوكيو، 15% فرنكفورت، 12% أمستردام ومن أهم نتائج هذه الأزمة نذكر:

- تعرض البنوك المدانة إلى أزمة إفلاس جراء فقدان القدرة على التسديد من قبل العملاء و الزبائن.
- لخسارة الكبيرة لاحتياطي الشركات الكبرى.
- فقدان جزء مهم من الادخار المحلي الذي كان يضغط به الأفراد و الشركات.<sup>1</sup>

## ثالثا: أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997:

تفسر أزمة دول جنوب شرق آسيا من أشهر الأزمات المالية الحالية و بالنظر إلى تاريخ هذه الدول وما حققه من سجل رائع في الأداء الاقتصادي على مدى ثلاث عقود، حيث تميز هذا الأداء بالنمو السريع و التضخم المنخفض و استقرار الاقتصاد الكلي.

## 3-1 عرض أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997:

بدأت الأزمة الآسيوية باعتبارها أزمة عملة و سرعان ما تطورت لتقود إلى أزمات النظام المالي و أزمات تفجر المديونيات، و كانت بداية تفجر الأزمة في تايلندا بتاريخ 02 جويلية 1997 عندما أعلنت حكومتها بعد محاولاته مضمينة من جانبها للحفاظ على سوق الصرف.

فك ارتباط عملتها الوطنية البات BAHT بالدولار الأمريكي و شرعت في تعويضها، و تبع ذلك في نفس اليوم انخفاض سعر البات بنسبة 20% وكان تراجع مستوى الاحتياطات النقدية التايلاندية من العملات الأجنبية هو أحد الأسباب التي عجلت تقويم البات، و من ناحية أخرى، انخفضت أسعار الأسهم في بورصة تايلندا في 29 جويلية 1997 بنسبة 51.2% على مستوى السائد في 30 جوان 1997.

وقد امتد أثر الأزمة إلى الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث انخفض مؤشر داوجونز في الولايات المتحدة الأمريكية في 27 أكتوبر 1997 بنسبة 7.2%.<sup>2</sup>

## 3-2 أسباب أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997:

اجتمعت مجمل الآراء على أن العامل الرئيسي الذي أدى إلى بداية الأزمة الآسيوية تمثل في الضعف المالي الذي شمل أربعة جوانب مترابطة هي كمايلي:

<sup>1</sup> روايح عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 21-22

<sup>2</sup> بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 106

كثير من المؤسسات المالية و الشركات بالدول المتأثرة بالأزمة كانت تقترض بالعملات الأجنبية بدون تحوط كاف، الأمر الذي جعلها تتعرض إلى أخطار انخفاض قيمة عملاتها.

مثلت الديون قصيرة الأجل حجما كبيرا في إجمالي الديون من حيث كانت الأصول المالية طويلة الأجل و كانت النتيجة أن تدافع المودعون على سحب ودائعهم من المصارف بصورة غير عادية.

كانت أسعار الأسهم و العقارات قد ارتفعت بشكل كبير قبل الأزمة، الأمر الذي أدى إلى حدوث انكماش شديد في أسعار الأصول.

سوء تخصيص الائتمان، حيث أثبتت المشاكل المتزايدة في المصارف و غيرها من المؤسسات المالية الأخرى، قبل اندلاع الأزمة-ضعف النظم المصرفية و سوء إدارة و توجه الشركات و الافتقار إلى شفافية القطاع المالي.

### 3-3 نتائج الأزمة على دول جنوب شرق آسيا 1997:

أدت الأزمة المالية بدول جنوب شرق آسيا إلى إلحاق العديد من الأضرار على اقتصادياتها وعلى مناخها السياسي و الاجتماعي، وكذا أثرت الأزمة الاقتصادية العالمية للدول النامية و التطور على حد السواء ويمكن تقسيم هذه الآثار إلى:

أثر ذلك فورا على دول أخرى مثل الفلبين و أندونيسيا و كوريا الجنوبية وغيرها.

تفاقت الأزمة حيث تزايد حجم الدين الخارجي لأربع دول من أكبر الدول الآسيوية إلى أن بلغ 180 % من حجم إجمالي الناتج المحلي لها.

تدخلت المؤسسات الدولية بصفة خاصة وصندوق النقد الدولي، فتم طرح حزمة سياسات لإنقاذ الوضع شريطة قيام تلك الدول بتنفيذ برامج معينة للإصلاح الاقتصادي و الهيكلي كما حدث في أندونيسيا و كوريا الجنوبية ودول أخرى، فيما عدا ماليزيا التي رفضت هذه الحزمة .

### المبحث الثاني: دور المشتقات في تغذية و تفعيل الأزمات المالية

ساهمت التجديدات المالية بصفة عامة و المشتقات المالية بصفة خاصة في استفحال الأزمات

المالية.

### المطلب الأول: مساهمة التجديدات المالية في انعدام السيولة:

إن الاستغلال المكثف و العشوائي للتجديدات المالية يمكن أن يتسبب في انعدام السيولة.

**الفرع 1: غياب الأسواق الثانوية للمنتجات المشتقة:**

لأدوات المبتكرة للسيولة هي مجردة من الأسواق الثانوية العميقة، وهي ما يحد من السيولة الممكنة بسبب عدم توجيهها، غياب هذه الأسواق منع تحديد إطار معلوماتي عام للمستثمرين هذه الأخيرة التي ترغب في الحصول على هذه الأصول، يجب أن تحتمل تكاليف للحصول على معلومات مفصلة وتعزيز المخالصة الثانية للقيمة الاسمية المتصلة بهذا الأصل.

عملية تجانس الديون لا يمكن أن تكون تعوض تماما عدم وجود أسواق المنتجات المشتقة [ بالإضافة إلى التنظيمات المؤسسية لتنشيط تبادل هذه المنتجات شهادات الإثبات رفع القروض، تقنيات الاستيعاب، وكالات التنقيط]. هذه العملية تسمح بتوليد معلومات متعلقة بتجميع (Pool) الأصول القاعدية، و بالتالي تقليل تكاليف المعلومات بالنسبة للمستثمرين، تجميع الأصول المتجانسة يشكل وسيلة لتقليل مشاكل سوء الاختيار للمستثمرين، لأن أداء مجموعة الأصول المأخوذة معا تكون أكثر قابلية للتنبؤ من الأصول المنفردة، المستثمرين يمكنهم إذا من حيث المبدأ التمييز بسهولة بين بائعي المنتجات الجيدة و السيئة، بالإضافة إلى ذلك تشريح الدخل الناتج عن تجميع الأصول وفقا لخطر العجز يقلل مشاكل المخاطر المعنوية، عندما البائع يلتزم بتحمل الخسائر الأولى.

**الفرع 2: تعقيد المنتجات الهيكلية وظاهرة الهروب إلى البساطة:**

فيما يسمى بالتمويل الهيكلي، في السوق خطر السيولة يأتي أساسا من الصعوبة، أو عدم القدرة على تقدير القيمة الحقيقية للأصول بالنسبة لبعض المنتجات الهيكلية السائلة مثل CDO أو CLO بسبب:

- عدم قدرة التنقيط للقضاء تماما على هذا الخطر.
- إخفاء مبلغ التوظيفات بسبب تراكم العديد من طبقات التوريق
- غموض أثر الرفع المالي المتراكم في السوق

أزمة السيولة تظهر في هذه الحالة، من خلال الهروب نحو البساطة (مواجهة تعقيد المنتجات الهيكلية) وهذا الحساب خاصة أدونات الحزينة.

**الفرع 3: السلوك المعد للمؤسسات المالية:**

المؤسسات المالية أصبحت هيكليا مع السياسة الطويلة للتوريق و تراجع الوساطة البنكية التقليدية أكثر عرضة للتقلبات في أسعار السوق. هذا الواقع شكل قوة المواجهة للانتشار و أزمة السيولة نتيجة عدم قدرة الحائز النهائي على الخطر من امتصاصه و إدارته بشكل صحيح إذا هناك مؤسسات متخصصة للاستثمارات المنظمة (SIV) و التي يجب أن تقدم محافظها بقيمة السوق، من أجل تقدير

قيمة التصفية ، ميزانية (SIV) تتميز بعدم ملائمة المدة و السيولة بين الأصول و الخصوم، مع مراكز نسبيا غير سائلة لأصول و أوراق مالية قصيرة المدى في الخصوم تسمح للمستثمرين التحرر بسهولة من الالتزامات، و عندما (SIV) وجدت نفسها في حالة من عدم القدرة على تجديد توظيفاتها في المدى القصير، اجبروا على تسيير أصولها مع تخفيض قوي وتسجيل خسائر مهمة في ميزانيتها على أساس التقييم بسعر السوق، و بنفس الطريقة بائعي الحماية (المؤمن assureurs على سبيل المثال) يمكنهم خلق ضغط على السيولة من خلال عمليات تغطية في أسواق الأوراق المالية عندما تقيم يوميا مراكزها بسعر السوق و لذلك المردين التقليديين للسيولة، يمكن أن تواجه صعوبات خلال قدرة الأزمة، لأنهم هم أنفسهم في حاجة إلى سحب من سيولة السوق في حين هذه الأخيرة نادرة.

#### الفرع 4: التعقيد الذي يميز التجديدات المالية:

إن إعادة النظر حول المنتجات الجديدة نتج عن تعقيدها الذي يمكن حصره على مستوى المستخدمين النهائيين، مكتتبي القروض العقارية الأمريكية و المدخرين ومع زيادة حجم القروض العقارية في الولايات المتحدة، العقود أصبحت أكثر تعقيدا، نصيب القروض معدل متغير و القروض المختلطة تزايد بقوة وفي بعض الحالات وفي ذروة النشوة، المؤسسات المالية (أساسا غير البنكية) لجأت إلى ممارسات تجارية أكثر عدوانية و أحيانا ناتجة في حدود الشرعية.

ومع تحرير النظام المالي، المدخرين (مؤسسات وخواص) تقدم تشكيلة من المنتجات على نطاق واسع و بالأولى الميزة مزدوجة من جهة وهذا يسمح للأسر بتنوع أفضل لمحافظهم، و من جهة أخرى هذا يزيد من عمق السوق مما يمكن من تحسين توزيع المخاطر، وتسهيل التبادل و لكن المنتجات التي تحصل عليها الأسر من الآن فصاعدا عن طريق وساطة الصناديق هي أكثر فأكثر تعقيدا و أكثر خطرا.

كما ساهم التطوير في المنتجات المالية في ترجمة نوعين من الأخطار ، الخطر العملي و الخطر النموذجي.

#### الفرع 5 :إعادة النظر في عملية التوريق:

نتج عن كونه قد تطور في اتجاه يتعلق بمنتجات قروض جديدة و ضمانات هي نفسها جديدة.

#### 1-5 الخاصية الضعيفة للقروض المجمعة:

تجميع القروض الفردية أدى إلى ارتفاع سريع في الارتباط، متضمنا ارتفاعا أسرع في احتمال عدم القدرة على السداد، وهذا أثر على الحماية للأجزاء المرتبطة بأجزاء التنقيط المرتفع لـ: ABS و CDO و منذ أوت 2007 أصبحت لإتباع أصيبت و انهارت قيمتها المقدر.

## 5-2 الخاصية غير السليمة للتمويل:

تمويل أجزاء الأوراق المالية لتوزيعها على المستثمرين، يكون خلل آخر بحجم التوريق بالإضافة إلى الاستخدام المفرط للرفع المالي ( القروض، البنكية القصيرة المدى) المؤسسات المختصة باشرت في إصدار الأوراق التجارية مقابل ABCP و المعروفة سائلة، عندما القرض الورق في الأصول يصبح ديباع، المؤسسات المختلطة لا تستطيع إعادة تمويل أوراقها التجارية و تخلق إذا رعبا كبيرا في السوق النقدي.

وعندما كان توزيع مبالغ الخسائر غير معروفة من خلال عدم القدرة على تقييم CDO و ABS أخرى، البنوك أوقفت تداول السيولة بينها و ابتداء من أوت 2007، البنوك المركزية وجب عليها التدخل في آخر لحظة لتفادي تفكك السوق الدولي ما بين البنوك، و انطلاقا من هذه اللحظة الأزمة أدت إلى خطر القرض و خطر السيولة، أصبحت نظامية.<sup>1</sup>

## المطلب الثاني: المشتقات المالية و مساهمتها في تغذية الأزمات المالية:

يقوم نظام الأسواق المالية على نظام المشتقات المالية التي استخدم معظمها في المضاربة على الأسعار، حيث أدت إلى تركيز المخاطر بدلا من تقييمها، و إخفائها بدلا من تقليلها و المخاطر الناشئة عن استخدام المشتقات المالية لإدارة المخاطر التجارية الموجودة هي أكبر من المخاطر الأصلية إذ يقول عنها بعض الغربيين بأنها أدوات للتدمير الشامل أو قنابل موقوتة قابلة للانفجار في كل لحظة و تشكل أدوات للقمار أو الرهان، وهي تفصل الخطر عن الأصل ذي العلاقة و من ثم تصير المخاطر سلعة تتم المتاجرة بها، أضف إلى ذلك أن كل دولار خسارة في سوق العقار يمكن أن يؤدي إلى خسارة مضاعفة عدة أضعاف في سوق المشتقات المالية فحجم الديون الرهن عليها بلغ 62 تريليون بنهاية 2007 مع حجم الرهن العقار في الولايات المتحدة الأمريكية بأكمله لا يتجاوز 10 تريليون دولار، الأمر الذي يؤدي إلى تقلبات حادة في الأسواق المالية و إحداث فقاعات ز انهيارات و أزمات، والحقيقة أن المشتقات المالية لعبت دورا بالغ الأهمية في النمو المفرط للأنشطة المالية وبالتالي في تحقيق الانفصال ما بين الأنشطة الاقتصادية الحقيقية و الأنشطة المالية.<sup>2</sup>

ومن بين مميزات المشتقات المالية التي ساهمت في حدوث الأزمة نذكر خاصة"

<sup>1</sup> A.Michel, *comprendre la crise du crédit structure*, op, cit p2

<sup>2</sup> بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره ص ص 133-134

**الفرع 01: أدوات مالية وهمية :**

تعتبر المشتقات أدوات مالية وهمية لأنها تقوم على الاحتمالات و لا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع و الخدمات فهي عينها المقامرات و الرهانات التي تقون على الحظ و القدر .

**الفرع 2: أدوات مالية أكثر تعقيدا:**

بالمقارنة مع ما كان سائدا منذ أكثر من 30 عاما مضت فإن النظام المالي الحالي يكشف عن تمايزات أكثر غموضا بين مختلف أنواع القوى الفاعلة و قدر أكثر من الاندماج، وكثير من أنواع القوى الفاعلة و علاقات أوثق بينهم و لكنها أكثر غموضا. وعلى الرغم من أن هذه التطورات ربما تكون قد حدثت نتيجة الابتكارات الرامية إلى تحسين كفاءة الوساطة المالية، فإنها قد أحدثت أيضا فرصا لزيادة الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية لتحويل المخاطر بين القوى الفاعلة بطرق غامضة وهو ما أدى إلى زيادة الصعوبة التي تواجهها الأسواق و التطورات في تقدير المخاطر على أي مستوى ، بينما يكون نقص التنوع قد زاد احتمالات التحركات المشتقة التي قد تؤدي إلى زعزعة استقرار النظام.

فقيمة المشتقات المالية التي يسبب في تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية بلغت أكثر من 600 تريليون دولار، في حين تقدر قيمة الإنتاج العالمي بـ60 تريليون أي أن القيمة المالية هي 10 أصناف القيمة العينية.

**الفرع 3: غياب الشفافية:**

الشفافية التي تتميز بها المشتقات المالية من الأسباب التي تقف وراء الإعصار المالي إضافة إلى التغاضي على الأخطاء، وتضخيم الانجازات و تقديم أرقام وهمية عن الأرباح، وتواطؤ شركات المحاسبة و التدقيق مع مسؤولي هذه الشركات وتوسيع دائرة الفساد بين المسؤولين الكبار في هذه الشركات و تقديم الرشاوى لمسؤولين حكوميين هذا ما أدى إلى فقدان المتعاملين الاقتصاديين ثقتهم في الأسواق المالية.

**الفرع 4: استخدام المشتقات المالية في المضاربة:**

وجدت المضاربة عند ما ظهرت طبقة من المتعاملين في الأسواق المالية بهدف شراء الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع أسعارها، و اتسعت في السنين الأخيرة المضاربة بالمشتقات المالية، خاصة أن معظمها يستخدم في المضاربة على مضاعفة حجم التداول السلعي المتاح في العالم، مما أدى

إلى رفع الأسعار بشكل متصاعد مع ضخامة عمليات المشتقات وتنوعها وعدم تأثيرها في النقدية أو الأصول أو الالتزامات الأخرى، جعل الرقابة عليها من قبل مدققي الحسابات غاية في الصعوبة.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: التوريق و مساهمته في خلق الأزمات:

إن التوسع في الإقراض في الواقع استند على الالتزامات المتعددة لما يعرف بالتورق أو التسنيد للديون العقارية و الذي يجمع بين الاقتراض و المشتقات و للقيام بعملية التوريق عادة ما تلجأ البنوك إلى طرح أوراق مالية مقابل مجموعة الديون التي لديها و المدرة للدخل كما لديون بضمان رهونات على اختلاف أنواعه ا بيع هذه الديون مباشرة إلى مؤسسات مالية أخرى متخصصة في شراء الديون وعادة ما تحصل مؤسسات شراء الديون على قيمة هذه الديون ثم تقوم بتوريقها في صورة أوراق مالية.

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

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

فالتوريق أو التسنيد يعمل على إصدار موجة ثابتة من الأصول المالية المستندة على ضمان الرهن العقاري فالبنك أو المؤسسة المالية تقدم محفظة من الرهانات العقارية كضمان للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفزة العقارية.

وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك أو المؤسسة المقرضة، غير أن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر يقترض بموجبها من مؤسسات مالية أخرى وهكذا ينجم على المشتقات المالية موجات متتابعة من القروض، حيث يولد العقار طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى، وهو فاقم من المخاطر بحيث نجم عن عمليات التوريق هذه

<sup>1</sup> جاب الله عادل رياض-المشتقات المالية ودورها في تكريس الأزمات المالية العالمية مجلة الدراسات في الاقتصاد والتجارة و المالية- المجلد العدد01، سنة 2016، ص ص 146-148

زيادة في معدلات الوفاء بالديون لرداءة العديد من تلك الديون مما أدى إلى انخفاض قيمة السندات تدعمه بالأسول العقارية في السوق الأمريكية مما فجر الأزمة المالية العالمية<sup>1</sup>

كنتيجة لهذه التطبيقات المالية المعقدة (التوريق و المشتقات المالية) أصبحت المنظومة المالية العالمية، عبارة عن نادي كبير للمضاربة أو المقامرة غير مجموعة العواقب مما أدى إلى تضائل قيمة الأصول الحقيقية مقارنة بالأسول المالية، فالمعاملات النقدية [ النقود مقابل النقود] ممثلة في نقود المضاربة أو الأصول الساخنة (Hot Money) فاقت كل تصور، فبينما يتداول في العالم كله مابين تجارة حقيقية ونقدية في العالم نحو 530 تريليون دولار فإن نسبة 5 % فقط من هذا المبلغ تتمثل في معاملات حقيقية، بينما نسبة 90% الباقية تتمثل في معاملات نقدية.

### المبحث الثالث: دراسات سابقة

توجد عدة دراسات تناولت الموضوع الذي نحن بصدد دراسته و المتمثل في دور المشتقات المالية في تغذية وتفعيل الأزمات المالية، وفي هذا المبحث سنتطرق إلى بعض هذه الدراسات التي عالجت هذا الموضوع.

### المطلب الأول: دراسات محلية:

الفرع 1: دراسة سرارمة مريم بعنوان " دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008"-دراسة تحليلية:

تهدف الدراسة إلى إبراز أثر التطور الكبير في حجم المشتقات المالية و الاستخدام الواسع لتقنية التوريق لإحداث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008،وقد توصلت الدراسة إلى أن الهدف الأساسي من خلق المشتقات المالية و تقنية التوريق كان حماية البنوك والمؤسسات المالية و تنظيم نشاطها، و التخفيف من المخاطر التي تتعرض لها، إضافة إلى الحفاظ على استقرار الأسواق المالية و تسهيل التعاملات فيها، وقد توصلت الدراسة إلى أنه بالرغم من كثرة الفوائد التي تحققها هذه المنتجات للمؤسسات المالية بشكل خاص و للأسواق المالية بشكل عام فقد أثبتت الواقع أنها تتضمن مخاطر كبيرة من شأنها تدمير النظام المالي العالمي بكامله، وخير دليل على ذلك ما حدث في السوق المالية الأمريكية و الذي تسبب في إحداث الأزمة المالية العالمية 2008، والتي أثرت على مختلف القطاعات الاقتصادية العالمية مما تسبب في إحداث أزمة نظامية، و على الرغم من تعدد الأسباب لعبت المشتقات المالية و تقنية التوريق دورا كبيرا في إحداثها و تعميقها.

<sup>1</sup> د/ مسعود يعجد /د/ دردوري لحسن -دور المشتقات المالية في تغذية و تفعيل الأزمات المالية، ص ص 10-11

**الفرع 2: دراسة الأستاذ محمود سحنون و سميرة محسن بعنوان: مخاطر المشتقات المالية**

الدراسة عبارة عن مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية بجامعة فرحات عباس بسطيف أيام 20-21 أكتوبر 2009 حيث ذكرت الدراسة أن الاستعمال الأول الذي ظهرت من أجله عقود المشتقات المالية هو تغطية مخاطر السوق المتمثلة في تقلبات أسعار الفائدة، أسعار الصرف، و تقلبات أسعار الأسهم، إلا أنها لم تحضر في ذلك بل استخدمت أيضا في المضاربة حتى من طرف المستعملين الذين يفتقدون للفهم العام لهذه الأدوات، بسبب تعقدها و هو ما أدى إلى تسببها في الأزمات في كثير من الأحيان.

وتوصلت الدراسة إلى أن المشتقات المالية شهدت هجوما مستمرا باعتبارها أدوات تبالغ في المضاربة، فهي تعرض المستعملين إلى مستويات من المخاطرة لا يمكن تحملها، و مما لا غرو فيه أن المشكلات المعروفة أمام الجمهور، و التي تعرضت لها مجموعة من المنشآت، قد سلطت الأضواء اللازمة على النتائج الناشئة عن سوء استخدام المشتقات.

في حين أن المشتقات المالية تحقق للمصاريف العديد من المزايا، فإنها يجب أن تستخدم بأسلوب متدبر يتطلب ذلك النظر ليس إلى ايجابيات الاحتياط فحسب، و إنما إلى المخاطر المرتبطة بأدوات المشتقات.

**الفرع 3: دراسة بن عيسى عبد القادر بعنوان "أثر استخدام المشتقات المالية و مساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية،دراسية حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010 و تهدف الدراسة إلى توضيح الجانب النظري و الفني للمشتقات المالية وكذا أهم استخداماتها و مخاطرها، ومدى مساهمتها في إحداث الأزمات كما هدفت إلى إبراز مدى تأثير سوق الكويت للأوراق المالية بالأزمة المالية العالمية 2008 و المشتقات المالية باعتبارها أكبر الأسواق المالية تعامللا في هذا النوع من الأدوات، وتوصلت الدراسة إلى أن عقود المشتقات ما هي إلا أداة من أدوات القمار وأن المضاربة بهذه الأدوات أدت إلى حدوث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، كما خلصت الدراسة إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية لم يتأثر بأزمة 2008 بشكل كبير لأنه كان أقل انفتاحا ولم يصل بعد إلى درجة الاندماج الذي كان سببا في انتشار الأزمة.**

**المطلب الثاني: دراسة أخرى**

دراسة نبال محمود قصبه، بعنوان " دور المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية" : عبارة عن مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي، تهدف الدراسة إلى تبيان طريقة عمل أهم المشتقات المالية المتداولة في الأسواق المالية و دورها في الأزمة المالية العالمية وكذا محاولة وضع الحلول الضابطة لهذه

المشتقات ، وهل يمكن إيجاد بدائل عنها، و قد توصلت الدراسة إلى أن المشتقات المالية بأنواعها المختلفة وخاصة مبادلة الديون الغير قابلة للسداد لعبت دور كبيرا و هاما في إحداث الأزمة المالية العالمية،: و أن بدائل التمويل الإسلامي كعقود السلم و التوريد و الجعالة، المضاربة و الاستصناع بأنواعها المختلفة تشكل بدائل مهمة للتحقيقات المالية والتقليدية

### القيمة المضافة:

من خلال الدراسات السابقة توصلنا أن هناك اختلاف بينها و بين الدراسات الحالية، حيث أن كل دراسة تناولت موضوع المشتقات المالية مع متغير آخر .

- نتناول موضوع الدراسة الحالية ضبط المفاهيم العامة والأساسية، المتعلقة بالمشتقات المالية والأزمات المالية.
- كما تم توضيح دور المشتقات المالية و تقنية التوريق في الأزمة المالية العالم.
- تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بالاعتماد على منهج إيمراد في تحرير الدراسة و هو الاختلاف الشكلي عن باقي الدراسات، حيث أعطت هذه الدراسة اهتمام أكثر للمنهجية و تفصيل وشرح طرق وأدوات و أساليب الدراسة.

**خلاصة:**

تطرقنا في هذا الفصل إلى تحديد الأبعاد النظرية لكل من التجديدات المالية و الأزمات المالية مع الإلمام بمعظم جوانبهما في المبحث الأول ، ثم إبراز علاقة التجديدات المالية بالأزمات المالية في المبحث الثاني، أما المبحث الثالث فخصص للدراسات السابقة، وقد توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى مايلي :

- تنقسم التجديدات المالية إلى ثلاث أجيال : التوريق، المشتقات المالية، مشتقات القرض.
- الأزمة المالية هي عبارة عن انهيار مفاجئ في سوق الأسهم أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقار أو مجموعة من المؤسسات المالية لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد.
- لعبت التجديدات المالية وخاصة المشتقات المالية دور كبير في تغذية الأزمات المالية.

# الفصل الثاني

تحليل الأزمة المالية العالمية 2008 وارتباطها بالمشكلات المالية

**تمهيد:**

لازال العالم يعيش على وقع أزمة مالية عالمية، بدأت شراراتها بالولايات المتحدة الأمريكية عام 2007 نتيجة التوسع في الائتمان خاصة العقاري أين لعبت المشنقات المالية دورا في خلق المزيد من فرص منح الائتمان فتوسعت البنوك في عملية التوريق وتحويل القروض إلى أسهم وسندات تباع في أسواق مالية قائمة على المالية الافتراضية المرتبطة بالمجازفات المستقبلية كل هذه الأمور أدت إلى اندلاع الأزمة خلال سبتمبر 2008 في صورة انهيارات متتالية في عدة مؤسسات كبرى وفي هذا الفصل سوف التطرق إلى:

**المبحث الأول: ماهية الأزمة المالية العالمية 2008**

**المبحث الثاني:** علاقة المشنقات المالية و تقنية التوريق بالأزمة المالية العالمية 2008

## المبحث الأول: ماهية الأزمة المالية العالمية 2008

تعتبر الأزمة المالية العالمية لعام 2008 من أخطر وأعنف الأزمات المالية التي عصفت بالاقتصاد العالمي بعد أزمة الكساد لعام 1929 وهذا بالنظر إلى الآثار التي خلفتها على معظم الاقتصاديات العالمية وسرعة انتشارها و تدويلها.

## المطلب الأول : جذور الأزمة المالية العالمية وأهم مراحلها :

سننظر في هذا المطلب إلى جذور الأزمة المالية العالمية و أهم المراحل الكبرى التي مرت بها،

## الفرع 1 : جذور الأزمة المالية العالمية :

لم تكن الأزمة العالمية لسنة 2008 وليدة سنة 2007 أو سنة 2008 بل تعود لبداية الألفية الجديدة في نهاية عام 2000 ، حيث كانت هناك أزمة بالولايات المتحدة الأمريكية سميت أزمة " دوت كوم" متعلقة بشركات الأنترنت ، حينما قام البنك الفيدرالي الأمريكي بخفض نسبة الفائدة من 6.5 % إلى 3.5 % خلال شهور قليلة لزيادة السيولة في السوق وتشجيع الإنفاق بعدها جاءت أزمة 11 سبتمبر التي سببت مشاكل اقتصادية أخرى مما استدعى تخفيض نسبة الفائدة إلى 01 % في شهر يوليو 2003 و استمر ذلك لمدة سنة .

وهكذا أدت هذه النسبة المنخفضة جدا للفائدة لتوفير سيولة هائلة في السوق ما ساعد على ارتفاع أسعار العقارات وجذب جماعات المستهلكين للاقتراض ، مما دفع البنوك التجارية للاقتراض واستغلال فرصة ارتفاع أسعار العقارات وتقديم قروض ميسرة وبشروط بسيطة ، وكانت على أتم الاستعداد لإقراض أناس لا يملكون أية أوراق رسمية أو أصول أو أية ضمانات أخرى ، و لأجل التخلص من مخاطر هذه القروض قامت البنوك بإنشاء سند مالي دخله المستقبلي من هذه القروض وبيعه للصناديق الاستثمارية بسعر منخفض وبدورها هذه الصناديق قامت ببيع هذه السندات وهذا بحد ذاته ضمانا ، فتح شهيته للبنوك و الصناديق العالمية للاستثمار فيها و التأمين على هذه القروض و الاستثمارات.<sup>1</sup>

ومع بداية عام 2006 تشبعت السوق العقارية و قل الطلب على العقارات فارتفعت أسعار الفائدة إلى مستوى 5.25% وعجز فيما بعض الأفراد المستفيدين من القروض متدنية الجودة عن دفع الأقساط المستحقة عليهم حتى بعد بيع عقاراتهم المرهونة فأصبحوا مكبلين بالالتزامات المالية ، و نتيجة لتضرر

<sup>1</sup> رمزي محمود إبراهيم، الأزمة المالية والفساد العالمي، دار الفكر الجامعي- الاسكندرية -، 2009، ص ص 20-23

المصارف المدانة من عدم السداد انخفضت قيمة أسهمها في البورصة و أعلنت عدة شركات عقارية وتأمين إفلاسها أو عرضت للبيع ، وبلغت قرابة 70 شركة أشركة "كونترول فينانشال" أن مصاعب سوق الرهن العقاري أصبحت تهدد أرباحها ووضعها المالي جديا ، كما أعلنت شركة "هوم مورتيج انفيستمنت" إفلاسها و انخفضت الإيرادات الربع السنوية لشركة "تول برودرز" العقارية وأعلنت شركة "هوم ديبو" العاملة في المجال العقاري توقع تراجع أرباحها أيضا بسبب تراجع سوق العقارات السكنية.

هذا وسيطر على أذهان المستثمرين حالة من الفزع و الهلع فقاموا بسحب ودائعهم من البنوك ، مما انعكس سلبا على قيمة موجودات هذه البنوك و أصيبت الأسواق المالية بالشلل التام.

و على الرغم من كل الجهود التي بذلت في سبيل الحد من آثار هذه الأزمة إلا أنها انتشرت لتطال بقية أسواق في العالم على غرار الأسواق الآسيوية كنياندا وماليزيا و هونج كونج و أندونيسيا و كوريا الجنوبية ، بينما كان تراجع سوق الصين أقل بحيث أعلنت بنوكها أنها لم تكن تملك استثمارات مرتبطة بمشكلات الرهن العقاري، وكذلك بالنسبة للأسواق الأوروبية حيث انخفضت مؤشرات "فاينانشال تايمز البريطاني و "داكس" الألماني و "كاك" الفرنسي و "ميتل" الإيطالي و "توبكس" الأوسع نطاقا و الذي سجل أدنى نقطة في نوفمبر 2006<sup>1</sup>.

## الفرع 2 : مراحل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 :

يمكن إيجاد المراحل الكبرى للأزمة المالية التي اندلعت في بداية عام 2007 بسوق الرهن العقاري الأمريكي فيما يلي:

- فيفري 2007 : عدم تسديد تسليفات الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد) يتكثف في الولايات المتحدة الأمريكية و يسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة .
- أوت 2007 : البورصات تتدهور أمام مخاطر اتساع الأزمة و المصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة .
- أكتوبر إلى ديسمبر 2007 : عدة مصارف كبرى تعلن انخفاضها كبيرا في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
- 22 جانفي 2008 : بنك الاحتياط الفيدرالي (البنك المركزي الأمريكي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50% و هو إجراء ذو حجم استثنائي ثم جرى التخفيض تدريجيا إلى 02% بين جانفي و نهاية أفريل.

<sup>1</sup> بوهزة محمد ، رزوقي رفيق، الأزمة المالية العالمية و أثرها على الاقتصاديات العربية، ملتقى علمي دولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية

الدولية و الحوكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس، سطيف 20-21 أكتوبر 2009، ص 3

- فيفري 2008 : الحكومة البريطانية أمتت بنك "توذرز روك"
- 11 مارس 2008 : تضافر جهود المصارف المركزية مجددا لمعالجة سوق القروض
- 16 مارس 2008 : "جي بي مورغان تشيز" أعلنت شراء بنك الأعمال الأمريكي "بير ستيرنز" بسعر متدن و مع المساعدة المالية للإحتياطي الإتحادي .
- 24 أبريل 2008 : قام يو بي إس السويسري ينشر نتائج التحقيقات الداخلية حول الأسباب الحقيقية وراء خسارته الفادحة جراء أزمة الرهن العقاري الأمريكية.
- ماي 2008 : اعترف وزير المالية البريطاني بأن الأزمة المالية دخلت منعطفا جديدا ينذر بدخولها مصاف الأزمات العالمية لخطورة النتائج التي توقع أن تسفر عنها ، حيث توقع إغلاق ما يقارب ثلث شركات التسويق العقاري في بريطانيا و البالغ عددها 12000 شركة خلال سنة 2008.
- كما خفض بنك انجلترا المركزي سعر الفائدة الأساسي إلى 05 % ونبه هذا إلى خطورة الأزمة على المستوى الدولي.
- 07 سبتمبر 2008 : وزارة الخزانة الأمريكية وضعت المجموعتين العملاقتين في مجال قروض الرهن العقاري " فريدي ماك" و " وفاني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجانها لإعادة هيكلة ماليتهما و كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.
- 15 سبتمبر 2008 : اعتراف بنك الأعمال "ليمان برادرز" بإفلاسه بينما أعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية و هو "بنك اوف أمريكا" شراء بنك آخر للأعمال في بورصة وول ستريت هو بنك "ميديل لينش".
- كما أن عشرة مصارف دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا في حين وافقت المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية.
- 16 سبتمبر 2008 : الإحتياطي الفيدرالي و الحكومة الأمريكية تؤممان أكبر مجموعة تأمين في العالم "أي أي جي" المهدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 09.79 % من رأسمالها.
- 17 سبتمبر 2008 : البورصات العالمية واصلت تدهورها و المصارف المركزية كثفت من العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.
- 18 سبتمبر 2008 : البنك البريطاني "لويدي تي أس بي" اشترى منافسه "أتش بي أو أس".
- 19 سبتمبر 2008 : الرئيس الأمريكي جورج بوش وجه نداء من أجل التحرك فوراً بشأن خطة إنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة .
- 20 سبتمبر 2008: ظهور بعض تفصيلات خطة الإنقاذ التي وضعتها الإدارة بتخصيصه 700 مليار دولار لإنقاذ المؤسسات المالية المتعثرة.

- 23 سبتمبر 2008 : الأزمة المالية طغت على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك.

\* الأسواق المالية ضاغت قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية للإنقاذ المالي.

- 26 سبتمبر 2008 : انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية و التأمين البلجيكية الهولندية "فورييس" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها ، وفي الولايات المتحدة الأمريكية إشتري بنك " جي بي مورغان" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفدرالية.

- 28 سبتمبر 2008 : خطة الإنقاذ الأمريكية موضع الإتفاق في الكونغرس ، بينما أوروبا جرى تقييم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ ، وفي بريطانيا جرى تأميم بنك "برادفورد و بينغلي".

- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي رفض خطة الإنقاذ ، و بورصة وول ستريت انهارت بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة ، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها.

- أعلن بنك "سي تي غروب" الأمريكي أنه يشتري منافسه بنك "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفيدرالية.  
- 01 نوفمبر 2008 : مجلس الشيوخ الأمريكي أقر خطة الإنقاذ المالي.<sup>1</sup>

## المطلب الثاني : تعريف الأزمة المالية العالمية و أسباب حدوثها

سنتطرق في هذا المطلب إلى التعريف بالأزمة المالية العالمية مع إبراز أسباب حدوثها

### الفرع 01 : تعريف الأزمة المالية العالمية 2008 :

بدأت بوادر الأزمة المالية العالمية في 2007 و انفجرت في صيف 2008 وهي أزمة مالية في المقام الأول لأن مركزها هو السوق المالي ، وقد أصطلح على تسمية هذه الأزمة بعد مصطلحات و أكثرها شيوعا الأزمة العقارية ، و أزمة القروض الرهنية العقارية من الدرجة الثانية<sup>2</sup> subprimes.

يعرف مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية أو ما يعرف بالأونكتاد (UNCTAD) أزمة الرهن العقاري بأنها أزمة مالية تسببت فيها القروض العقارية الرديئة في الولايات المتحدة الأمريكية ، و نجم

<sup>1</sup> لبل فطيمة، انعكاسات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على الصادرات النفطية للدول العربية أطروحة دكتورا في العلوم الاقتصادية ،

جامعة محمد خيضر ، بسكرة 2016/2017، ص ص 29-31

<sup>2</sup> سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره ،ص 130

عنها التباطؤ في النمو الاقتصادي العالمي الذي يتجلى في انخفاض الطلب في التجارة الدولية بسبب العجز في التمويل والائتمان التجاري انهيار أسعار السلع الأساسية ، تقلص الاستثمار الأجنبي المباشر ، وتراجع في الصادرات و الواردات العالمية ."

كما تعرف الأزمة المالية العالمية على أنها "أزمة نتجت عن الانتعاش الكبير الحاصل في قطاع العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية بسبب سهولة الوصول إلى الاقتراض بمعدلات فائدة منخفضة جدا الأمر الذي نجم عنه تشكيل فقاعة أدت إلى زيادة أسعار المنازل ثم انهيارها مؤدية إلى إفلاس العديد من البنوك و المؤسسات المالية العالمية وبالتالي انهيار النظام المالي العالمي ."

من خلال التعريف السابقة للأزمة المالية العالمية يمكن استخلاص التعريف الموالي أزمة الرهن العقاري هي : " أزمة مالية خطيرة نشأت بسبب منح البنوك قروض عالية المخاطر بمعدلات فائدة منخفضة ، وبدأت تكبر ككرة الثلج لتهدد قطاع العقارات في الولايات المتحدة ثم البنوك و الأسواق المالية العالمية ومن ثم المتغيرات الاقتصادية الكلية لتشكل تهديدا للاقتصاد المالي العالمي"<sup>1</sup>

**الفرع 02 : أسباب الأزمة المالية العالمية 2008:** يمكن إرجاع الأزمة المالية العالمية إلى مجموعة من الأسباب منها :

### 1- تراكم عمليات الاقتراض وتعاضم حجم الديون :

لقد كانت عمليات الاقتراض المفرطة و التوسع في حجم الديون هما الخلفية المشتركة للأزمات المالية ، فقد بلغ حجم الديون الفردية في الولايات المتحدة الأمريكية أكثر من 09 تريليون دولار و أغلب هذه الديون الفردية هي ديون عقارية، بالإضافة إلى الحجم الكبير لديون الحكومة الأمريكية ، زيادة عن تعاضم حجم ديون الشركات وقد وصل حجم هذه الديون إلى 18.4 تريليون دولار<sup>2</sup>.

### 2- التحرير المالي و التطبيق الواسع للتكنولوجيا :

مما لاشك فيه أنه نتيجة للتطبيق الواسع للتكنولوجيا الحسابات الالكترونية و الاتصالات في الأسواق المالية تمكنت هذه الأسواق من معالجة حجم كبير جدا من المعاملات المالية ، كما أدى استعمال التكنولوجيا المتطورة في أسواق المال إلى توصيل التطورات على نحو أسرع و أوسع و الاستجابة بسرعة أكبر للمعلومات الجديدة و ابتكار أدوات و إجراءات تجارية و ربط الأسواق التي تقع في مناطق أمنية مختلفة وكانت النتيجة أن ازدادت التدفقات داخل أسواق رأس المال الدولية بسرعة تفوق

<sup>1</sup> روايح عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 35

<sup>2</sup> بن عيسى عبد القادر مرجع سبق ذكره، ص 117

كثيرا المعدل اليومي لتداول العملات الأجنبية في الأسواق الرئيسية (لندن ، نيويورك، طوكيو) وكانت نتيجة التطور في تكنولوجيا الاتصالات أن ازداد التكامل العلمي للأسواق المالية .  
و أصبح الاقتصاد العالمي محصور في رقعة صغيرة أو كازينو كما أطلق عليها الاقتصادي الإنجليزي كينز و قد أوضحت أحداث الأزمة العالمية بجلاء أن الأسواق المالية في العالم غدت شديدة التكامل<sup>1</sup>.

### 3- اختلال التوازن بين الأنشطة الإنتاجية و الأنشطة المالية :

شهدت الدول الصناعية المتقدمة في ظل العولمة حدوث انحراف في مسار أنشطتها الاقتصادية و حدوث حالة من عدم التوازن بين الأنشطة الإنتاجية و الأنشطة المالية وقد مثل مظهر هذا الانحراف (بحدوث تراجع في نمو الأنشطة الإنتاجية الحيوية مقابل تعاظم نمو الأنشطة الخدمية و القطاعات الاقتصادية الطفيلية ذات المردود الربحي المالي و الوهمي ضمن دورة إنتاجية قصيرة الأجل وليست طويلة الأجل).

ويمكن إجمال التراجع في نمو الأنشطة الإنتاجية إلى ما يلي :

- تطبيقات أفكار العولمة التي شجعت انتقال الصناعات من الدول المتقدمة إلى الدول النامية.
- سلوكيات المستثمرين الذين اتجهوا إلى استثمار السيولة المالية الضخمة المتجمعة لديهم في مشاريع خدمية ذات مردود إيرادي كبير ضمن دورات إنتاجية قصيرة قياسا لمدتها في الأنشطة الإنتاجية (مثل نشاط المضاربة على الأوراق المالية والاستثمار في قطاع العقارات كأفضل مجالات الاستثمار لها).

### 4- نمو نشاط المضاربات بشكل كبير ومتنامي :

إن النمو المتعاظم في حجم قطاع المضاربات لم يقابله حدوث نمو حقيقي مماثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدرة لهذه الأسهم لذلك فقد أجريت المضاربات في أسواق البورصات بصورة غير منضبطة وغير مستندة إلى أسس اقتصادية سليمة ، مما تسبب لاحقا في حصول عرقلة في التسديد وحصول الأزمة.

فهروب رؤوس الأموال من الاستثمار في القطاعات الإنتاجية و إعادة استثمارها في أنشطة اقتصادية غير منتجة أهمها الاستثمار في القطاع العقاري الذي حقق نمو متسارع ، أدى إلى حصول تضخم كبير في أسعاره بشكل لا يطابق السعر الاقتصادي و الحقيقي والعاقل له<sup>2</sup>.

### 5- وكالات التصنيف الائتمانية :

<sup>1</sup> روابح عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره ، ص ص 42-43  
<sup>2</sup> المان سبع رابح أمين، الهندسة المالية و أثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007 رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر  
3 ، 2011/2010 ، ص ص 104-105

قامت وكالات التصنيف الائتمانية بمنح السندات التي تضم حزمة من الديون الخطيرة و التي تم شراؤها من قبل بنوك كبيرة وقوية مثل مورغان ستانلي وليمان برادرز و المشكوك فيها تصنيفا مرتفعا "AAA" وبذلك تحصلت مؤسسات التصنيف الائتماني جزءا من الأزمة المالية العالمية لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر المعرضة لها ، و بالتالي عند ظهور حالات العجز عن السداد كانت أول الجهات المتضررة هي الشركات العقارية المقدمة للقروض لتنتقل العدوى بعد ذلك إلى البنوك وهنا يظهر مشكل عدم تماثل المعلومات من خلال الشك في نوعية المنتجات المالية ، خاصة المتعلقة بقروض الرهن العقاري الذي أدى إلى انخفاض قيمتها.

وعليه فإن التصنيف الخاطئ لوكالات التصنيف الائتمانية جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر المعرضة لها ، مما جعلها تتضرر عند ظهور حالات العجز عن السداد و نقلت بذلك هذه الصدمة إلى العديد من البنوك.

و المؤسسات المالية حول العالم ، وقد أدى هذا كله إلى نقص السيولة في الأسواق نتيجة فقدان المتعاملين الثقة فيه ، مما أحدث عمليات بيع كبيرة وسريعة لأسهم البنوك و الشركات المالية المتعثرة الأمر الذي أفضى في نهاية المطاف إلى انتشار الأزمة عالمي.<sup>1</sup>

#### 6- انتشار الفساد الأخلاقي الاقتصادي :

مثل الاستغلال و الكذب و الشائعات المغرضة و الغش و التدليس و الاحتيال و المعاملات الوهمية وهذه الموبقات تؤدي إلى الظلم أي ظلم الأغنياء و الدائنين للفقراء والمساكين و تدمير المظلومين عندما لا يستطيعون تحمل الظلم وتدمير المدنيين و حدوث الثورات الاجتماعية عند عدم سداد ديونهم وقروضهم.<sup>2</sup>

#### 7- توريق الديون العقارية و بيعها في الأسواق المالية :

وجدت معظم المصارف التي انتهجت هذا الأسلوب في تقديم القروض نفسها في وضع حرج ووضع مالي متأزم وعرضة للإفلاس و بالمقابل أيضا وجد ما يقارب المليونين من المقترضين في الولايات المتحدة الأمريكية أنفسهم مفلسين مدمرين ماديا و السبب هو أنهم لا يقدررون على تسديد الديون. وفي محاولة منها للحد من مخاطر هذه الإئتمانات الجديدة استخدمت المصارف التوريق أي التعامل بالأوراق المالية ، إذ حاولت تحويل هذه القروض إلى أوراق مالية لبيعها في أسواق الأسهم فخلال الفترة 2001-2006 بلغت نسبة القروض عالية المخاطر و المحولة إلى سندات و المبيعة للمستثمرين

<sup>1</sup> روايح عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 41

<sup>2</sup> لبعل فطيمة، مرجع سبق ذكره، ص 26

في الأسواق المالية ما بين 60% و 70% ومن هنا يمكن الملاحظة ان كل هذه الترتيبات المالية المعقدة كانت وراء سقوط سوق الأسهم . لأن جميع البنوك الأجنبية بما فيها الأوروبية أدركت أنها تملك أوراق مالية لا تساوي شيء فالكل كان في حوزته مثل هذه الأوراق ولكن لا أحد يعرف بالضبط كم عددها.<sup>1</sup>

الجدول رقم 03 : تطور نسبة الديون المورقة خلال الفترة 2001-2006 (المبلغ مليار دولار)

السنة	إجمالي القروض العقارية	قيمة إصدارات MBS	نسبة %
2001	190.00	87.10	46%
2002	231.00	122.70	53%
2003	335.00	195.00	58%
2004	540.00	362.63	67%
2005	625.00	465.00	74%
2006	600.00	448.00	74%

المصدر : بن عيسى عبد القادر ، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية، دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010 –رسالة ماجستير في علوم التسيير –جامعة قاصدي مرباح ورقلة ص119

### 8- ضعف النظام الرقابي وغياب الشفافية وعدم تماثل المعلومات :

أثبتت أزمة الرهن وما ترتب عنها من إفلاس العديد من الشركات الكبيرة فشل الحكومة في ضمان وحماية المساهمين وضبط أداء الشركات وذلك بسبب فشل مجالس الإدارة في القيام بدورها الإداري و الإشرافي

و التنظيمي بطريقة جيدة وخاصة بعض المؤسسات المالية ، حيث ساهم ضعف الإطار التنظيمي و الرقابي في هذه المؤسسات و التقدير الضعيف للمخاطر بقدر كبير في حدوث الأزمة فمثلا تخضع البنوك التجارية في معظم الدول لرقابة دقيقة من طرف البنوك المركزية في حين تضعف هذه الرقابة أو تنعدم في مؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وصناديق التحوط وسماسرة الرهون العقارية وغيرها. وقد مهد للأزمة الحالية بيئة تنظيمية و تشريعية تناسبها ، فسوق مشتقات الائتمان كان شبه معدوم في أواخر تسعينيات القرن العشرين ، لكنه نما بدرجة غير عادية بعدما أقر الكونغرس الأمريكي تشريعا عام 2000 يمنع تنظيم وتقييد أسواق المشتقات ، و سبق عام 1999 صدور تشريع آخر يسمح للبنوك التجارية بالدخول في سوق الأوراق المالية و السمسرة وهكذا أصبح الباب مفتوحا على مصرعيه لأهم

<sup>1</sup> بن عيسى عبد القادر ، مرجع سبق ذكره، ص 119

المؤسسات المالية و هي البنوك لتغامر بأخطر الأدوات المالية و هي المشتقات و في أهم الأصول الاقتصادية و هي العقارات .

و يعتبر تغاضي السلطات الرقابية الأمريكية عن ذلك وسماعها للبنوك بعدم التقيد بقواعد التحوط بمثابة استمرار لموجة التحرير المالي و إزالة القوانين التي بدأت في ثمانينات القرن الماضي. كما يعتبر مشكل تبادل المعلومات و التنسيق بين مختلف الجهات الفاعلة في الرقابة المالية أحد أهم أسباب الأزمة إضافة إلى عدم تماثل المعلومات من خلال الشك حول نوعية الابتكارات المالية خاصة تلك المتعلقة بقروض الرهن العقاري الشيء الذي أدى إلى تراجع قيمتها وقد انتشر مشكل عدم تماثل المعلومات إلى سوق ما بين البنوك نتيجة التخوف و الشك حول ملاء البنوك وبالتالي رفع معدلات الفائدة في هذه السوق و حدوث شح في السيولة.

وقد عمق الافتقار للشفافية حول أسعار السوق لصكوك الائتمان المهيكل ، والتحديات المتعلقة بالمحاسبة و التقييم التي طرحتها الأزمة ، و أدى إلى تفاقم الموقف في أسواق المعاملات خارج البورصة ، وهكذا أصاب الرعب المستثمرين و هولوا من شأن مخاطر الرهونات العقارية الثانوية و انصرفوا حتى عن الشرائح الممتازة من الفئة الاستثمارية.<sup>1</sup>

## 9- عدوى الرهونات دون الممتازة :

أصبحت أسباب الأزمة في سوق الرهونات دون الممتازة واضحة ، فقد بدأت بممارسات سيئة في التأمين ، مع زيادة هذه العمليات و تكاثر الدمار و الضرر في كل مرحلة من العملية المعقدة التي نشأت فيها ديون المساكن الخطيرة ، ثم أصبحت أوراق مالية تساندها أصول شكلت عندئذ جزء من التزام الديون المضمونة التي جرى تصنيفها وبيعها للمستثمرين ، و كان مبرر هذا الخطر هو أن أسعار المساكن قد بدأت ترتفع سريعا ولم تتخفف عن النطاق القومي في الولايات المتحدة الأمريكية منذ الثلاثينات من القرن العشرين.<sup>2</sup>

**المبحث الثاني: علاقة المشتقات المالية و تقنية التوريق بالأزمة المالية العالمية 2008:**

### المطلب الأول : مساهمة المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية 2008

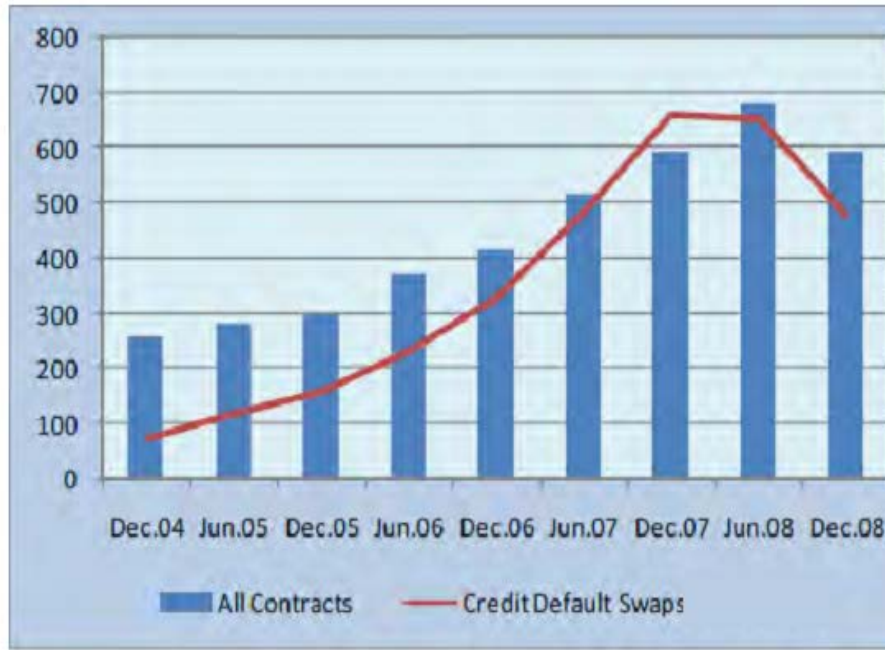
وجدت المنتجات المالية المشتقة أساسا من اجل توفير الحماية للمستثمرين و المؤسسات الاقتصادية ضد الأخطار المالية (تقلب أسعار الفائدة، أسعار الصرف، المواد الأولية، المؤشرات، خطر

<sup>1</sup> نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص ص 176-177

<sup>2</sup> بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 117

عدم الدفع) وقد عرفت الأسواق الخاصة بهذه المنتجات المالية تطورا كبيرا جعل منها مصدرا لأغلبية المبتكرات المالية منذ 1990، وتشير إحصاءات بنك التسويات الدولية في تقريره المؤرخ في ديسمبر 2007 المعنون بـ: "أهم توجيهات النشاط المصرفي و المالي الدولي" أن حجم الأسواق الخاصة بمختلف المشتقات المالية بما فيها مشتقات الائتمان CDS بلغ في نهاية الثلاثي الثالث من سنة 2007 قيمة 681.000 مليار دولار أمريكي وهذا ما يوضحه الشكل الموالي :

الشكل 1: تطور حجم المشتقات المالية خلال الفترة (2004-2008)



المصدر: إحصاءات بنك التسويات الدولية في تقريره في ديسمبر 2007 المعنون بـ "أهم توجيهات النشاط المصرفي و المالي الدولي".

يتضح من الشكل البياني أعلاه النمو الرهيب الذي عرفته هذه الأسواق خلال الفترة (2004-2008) و الذي جعلها تحتل مركز الصدارة بين الأسواق المالية، بحيث يفوق حجم التداول فيها عدة مرات حجم التداول في أسواق الأصول المالية أو التحتية و يرجع ذلك إلى الأسباب التالية:<sup>1</sup>

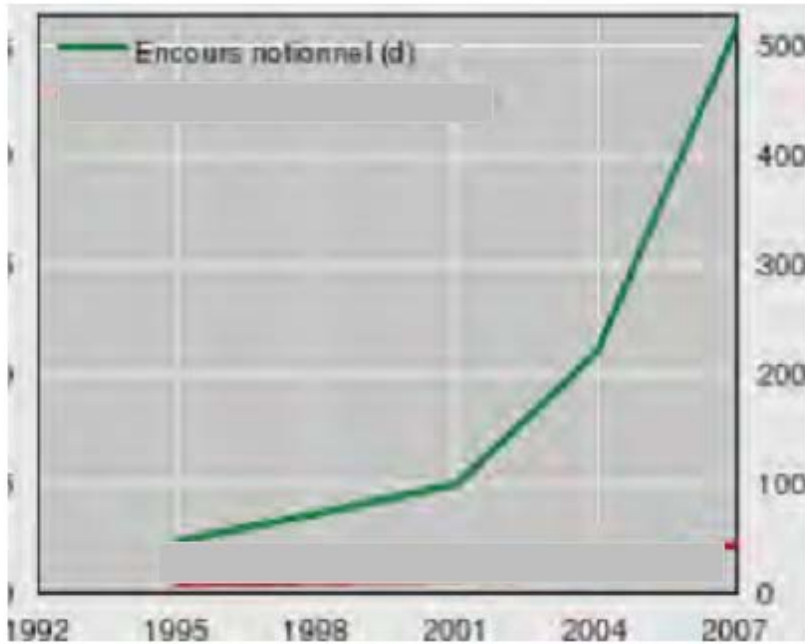
- تنامي حجم و نوعية الأخطار المغطاة.
- استفحال ظاهرة المضاربة.
- تنطوي هذه المنتجات المالية علي قيمة مضافة عالية بالمقارنة مع الأصول المالية التقليدية.

<sup>1</sup> بن نعمون حمادو، طبيعة الاصلاحات المالية و المصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، ص 16

ولكن وبالرغم من التطور الكبير الذي شهدته المشنقات المالية إلا أنها تتطوي على خطورة كبيرة تهدد استقرار الأسواق المالية النظام المالي بشكل عام، و السبب في ذلك راجع إلى:

- سوء تقدير الأخطار و بعض التجاوزات القانونية.
- الاستعمال الكبير للرفع المالي.
- تعقد المنتجات المشتقة و الاستعمال المفرط للنماذج الرياضية و الإحصائية المعقدة، مما يولد الانطباع لمستعملها بأنه يتحكم في الأخطار، في حين أن كل الدراسات توصلت إلى استحالة التحكم باستمرار في كفاية العوامل التي تأثر على النموذج المستعمل في تقييم المخاطر المرتبطة بها.
- كثرة الصفقات في الأسواق غير المنظمة أو أسواق عقود المفاوضة بالتراضي les Marchés de Gré a Gré، حيث تشير إحصاءات بنك التسويات الدولية في نفس التقرير السابق الذكر أن حجمها في نهاية الثلاثي الأول من سنة 2007 كان 516.000 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 فقد بلغ 165000 سنة 2007<sup>1</sup>. والأشكال التالية تبين ذلك:

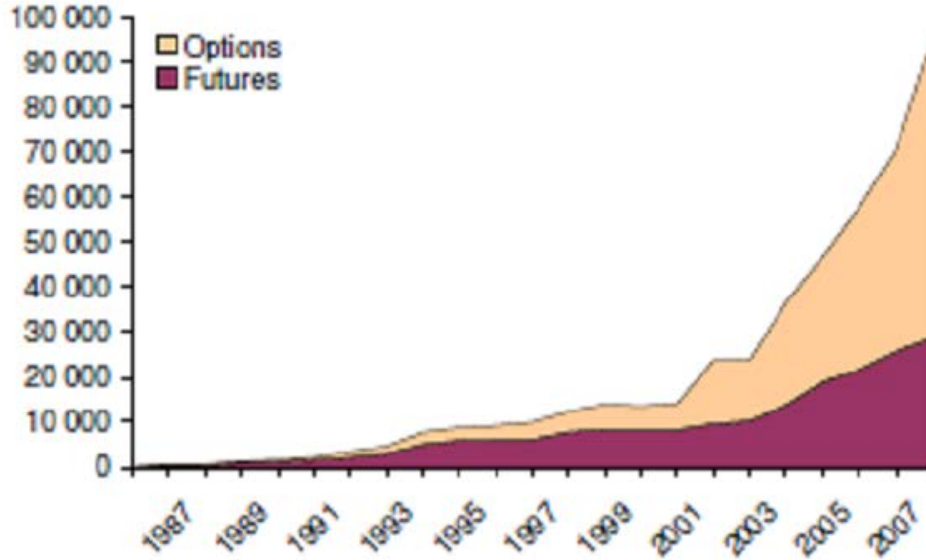
الشكل 2: تطور حجم المشنقات المالية في الأسواق غير المنظمة خلال الفترة 1992-2007



<sup>1</sup> أمال بوسمينة، وسام موسى، دشهرياد سويكي: دور المشنقات المالية في أزمة الرهن العقاري- دراسة تحليلية مجلة جديد الاقتصاد المجلد 15، العدد 1، 2010، ص ص 227-228

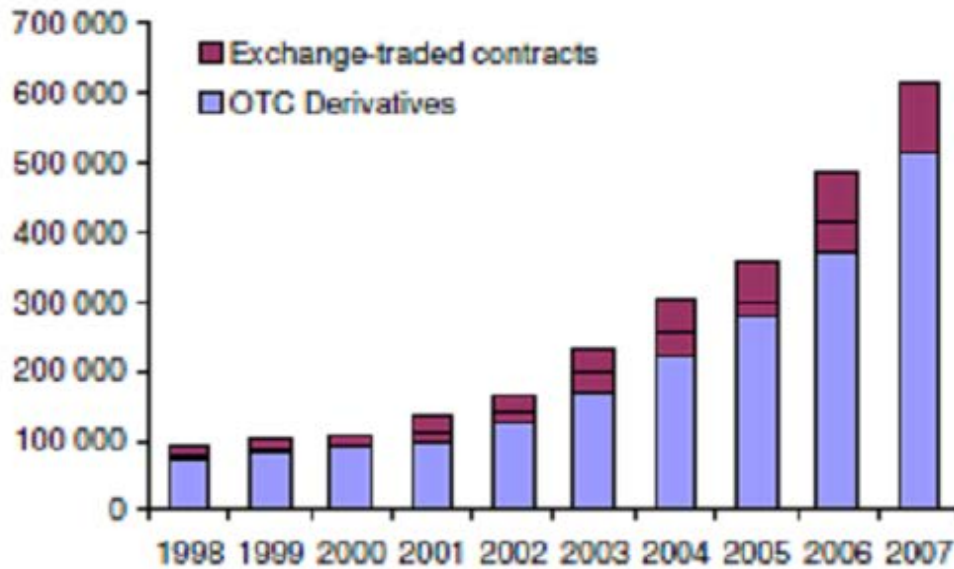
المصدر: إحصاءات بنك التسويات الدولية، مرجع سبق ذكره

شكل 3: تطور حجم المشتمقات المالية في الأسواق المنظمة خلال الفترة 1987-2007 (الوحدة: مليار دولار)



المصدر: إحصاءات بنك التسويات الدولية، مرجع سبق ذكره.

الشكل 4: تطور حجم المشتمقات المالية في الأسواق المنظمة و غير المنظمة خلال الفترة 1998-2007 (الوحدة: مليار دولار).



المصدر: إحصاءات بنك التسويات الدولية، مرجع سبق ذكره.

من خلال الأشكال البيانية نلاحظ أن هناك تطورا و استمرارا كبيرا في سوق المشتقات المالية بصورة عامة، وسوق عقود المفوضة بالتراضي بصورة خاصة تزايد المخاطر وذلك لإمكانية حدوث تراكم عشوائي للأخطار لدى طرف واحد، لأن الصفقات في هذه الأسواق متروكة للتفاوض بين المتدخلين، وهذا يطرح عدة مشاكل من بينها عدم الشفافية التي تحيط بالصفقات و التي تشجع البعض، خاصة المؤسسات المالية الكبرى، على المبالغة في تحمل المخاطر و تعريض النظام المالي للانهايار دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك، كون الصفقات ثنائية غير معلنة مسجلة خارج الميزانية، وفي المقابل فإن الصفقات في الأسواق المنظمة تكون أكثر أمانا للطرفين، إذ يراعي فيها التقيد الصارم بالتنظيمات و القوانين، و الأهم من ذلك أن لهذا الأسواق المنظمة خصوصية تكمن في وجود غرفة مقاصة تسهر على توازن السوق و تقليل من الأخطار.

بالإضافة إلى ما سبق، هناك إجماعا أن ما زاد من خطورة أسواق المشتقات المالية في السنوات الأخيرة و جعلها من أهم العوامل التي أدت إلى حدوث هذه الأزمة هو عنصر تركيز 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 ذلك القدر من المخاطر، فالاعتقاد بأنها تملك التغطية الكافية قد يدفعها إلى تحمل المزيد من المخاطر، و هذا التركيز الكبير للأخطار في محفظة واحدة أو طرف واحد قد يؤدي، نتيجة لوقوع سبب طارئ، إلى حدوث حالة إفلاس تنتقل بفعل العدوى المالية إلى باقي مكونات النظام المالي متسببة في حدوث أزمة نظامية<sup>1</sup>، وهذا بالفعل ما حصل في أزمة الرهن العقاري بحيث بينت إحصاءات أمريكية أنه في نهاية 2006 كان حوالي 98% من حجم التعاملات في سوق المشتقات المالية بيد خمس مؤسسات فقط، وهذا يتنافى طبعا مع مبدأ الذي قامت عليه المشتقات و هو توزيع الأخطار على كافة السوق.

نستنتج مما تقدم أن أحد أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية العالمية 2008 هي كثرة صفقات المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة لأنها بدلا من أن تكون أداة تحافظ على استقرار الأسواق المالية، أصبحت تساعد على تركيز المخاطر التي تسببت في إحداث الخطر النظامي فوقعت الأزمة المالية العالمية بفعل انتقال العدوى المالية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> بن نعمون حمادو، مرجع سبق ذكره، ص 16

<sup>2</sup> أمال بوسمينية، وسام موسى، شهرزاد سويكي، مرجع سابق، ص 231

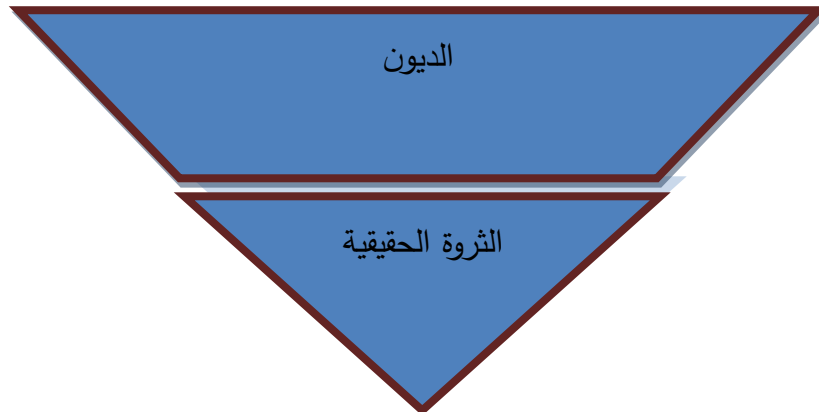
### المطلب الثاني: مساهمة تقنية التوريق في الأزمة المالية العالمية 2008:

بالرغم من تعدد أسباب هذه الأزمة، إلا أن التوريق يعتبر سببا رئيسيا في تفجيرها، وهو عامل لا يمكن فصله عن المشنقات المالية، و سنحاول توضيح العلاقة بينهما و بين الأزمة المالية العالمية فيمايلي:

يعتبر التوريق أحد الآليات المرتبطة بأسواق الأوراق المالية الثانوية، و أداة مهمة من المشنقات المالية، وهو وسيلة تمكن المؤسسات المالية المتخصصة في التمويل من توليد مصادر تمويل جديدة من خلال تسهيل أصولها المالية بما فيها القروض بجميع أنواعها و تحويل مخاطرها أو التقليل منها، كما تمكنها من تحقيق أرباح أكبر، و لتحقيق هذا يجب على المؤسسات المالية أن تلتزم بقواعد الاحتراس ولا تتماذى في منح القروض و لا في توريقها، لأن توسيع المؤسسات في هذه من حاجة الاقتصاد إليها، سيؤدي إلى انهيارها و انهيار الأسواق المالية معها و الوقوع في الأزمة.

ما حدث في الأزمة المالية العالمية 2008 كان خير دليل على ذلك، حيث أن مغالاة المؤسسات المالية في منح القروض، خاصة العقارية، و توريقها بأكثر من حاجة الاقتصاد العيني لها في شكل (ABS.MBS.RMBS.CDO.CDS.....)، إضافة إلى تلاعبها بهذه التقنية، جعل الأصول المالية المورقة، بعدما كانت أداة للتعبير عما تمثله من أصول عينية لتسهيل التعامل بها، تصبح أداة يتم تداولها بمعزل عن أصولها العينية، مما جعل قيمة الأصول المالية أكبر بكثير من قيمة الأصول العينية الممثلة لها، وهذا راجع للاستخدام المفرط لتقنية التوريق و ارتباط هذه الأخيرة بالمشنقات المالية التي تقوم أساسا على تعاملات وهمية أو افتراضية، و بهذا انقطعت الصلة بين الاقتصاد المالي و الاقتصاد العيني و نشأ الاقتصاد الوهمي الذي لا يتعامل في الأصول العينية، وقد تم التعبير عن هذا الانفصال من خلال ما يعرف بالهرم المقلوب pyramide inversée و الذي يمكن توضيحه فيما يلي:

شكل 5: الهرم المقلوب



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على وزارة المالية العراقية، الأزمة المالية العالمية و أثرها على الاقتصاد العراقي ص 11-16 من الموقع الالكتروني: [www.shebacss.com/docs/economy.pdf](http://www.shebacss.com/docs/economy.pdf) يوم 2011/12/03

أن الأساس في تشكيل الثروة الحقيقية هو الاقتصاد الحقيقي أو العيني، و لتسهيل التعامل بمكونات هذا الأخير زهر الاقتصاد المالي الذي يتعامل بالأصول المالية التي كانت في البداية عبارة عن سندات ملكية للأصول الحقيقية ثم تطورت و زهر ما يعرف بسندات المديونية، و هي أصول مالية يتم تداولها في أسواق خاصة بمعزل عن الأصول الحقيقية الممثلة لها، وهو ما يعبر عنه بقمة الهرم التي تمثل درجة الانفصال بين الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد المالي.<sup>1</sup>

وما يجب الإشارة إليه، هو أن كون الهرم في وضع مقلوب فهذا دليل على أن الاقتصاد يعاني حالة من اللاتوازن ، وهذا نتيجة لتضخم حجم الديون مقارنة بحجم الثروة الحقيقية، مما يعني أنه يواجه مخاطر كبيرة تجعله عرضة للانهييار، وذلك راجع لعدة عوامل، أهمها الاستعمال الكبير و الأوعي لتقنية التوريق التي ساهمت بشكل كبير في تغيير سلم الخطر خلال مساهمتها في زيادة الفجوة بين الاقتصاد المالي و الاقتصاد الحقيقي، وذلك من خلال إصدارها لأصول مالية كثيرة و متنوعة و معقدة.

و بالرجوع إلى الأزمة المالية لسنة 2008، نجد أن تقنية التوريق كانت من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في تفجير الأزمة العقارية التي تمثل البداية لهذه الأزمة، و ذلك من خلال مساهمتها في انتفاخ الفقاعة العقارية.

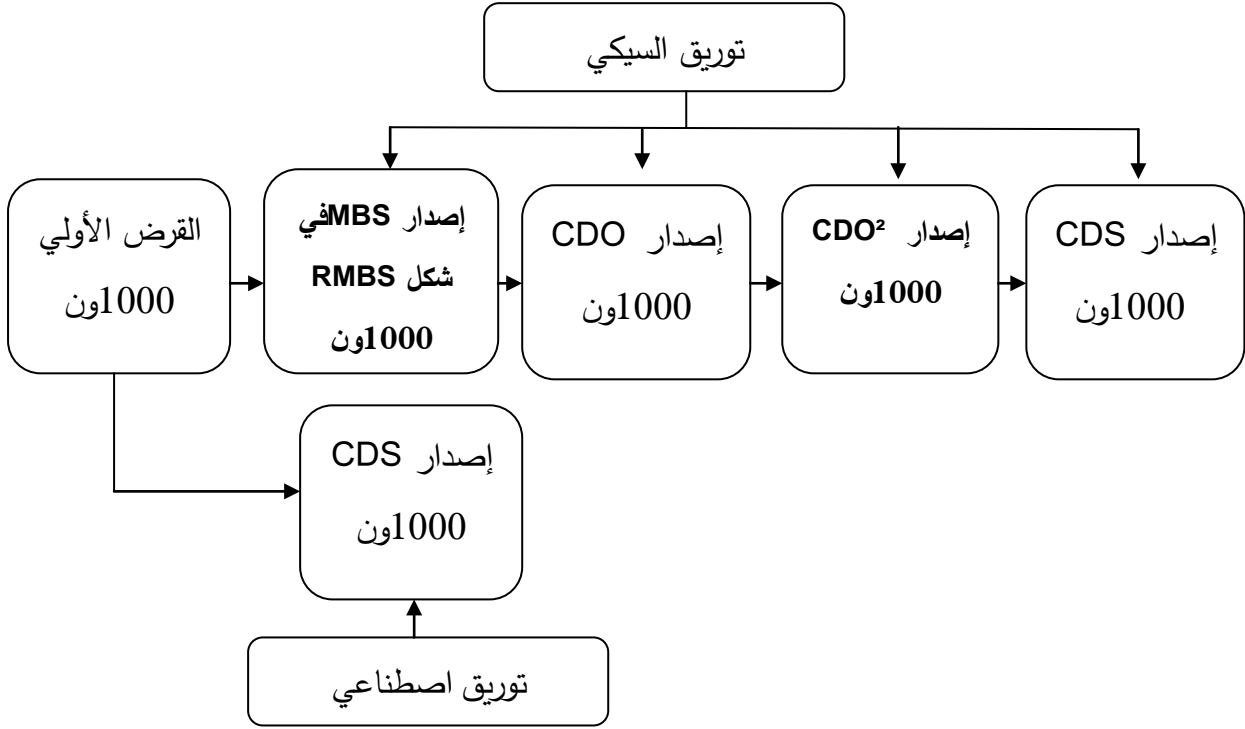
كما أشير إليه سابقاً، فإن قطاع العقارات في أمريكا أصبح أكبر مصدر للإقراض و الاقتراض، ولذلك فقد توسعت البنوك في منح القروض العقارية لمختلف فئات المجتمع الأمريكي بما فيها فئة ذوي المداخل المحدودة، وذلك مقابل رهن العقار، كما استخدمت تقنية التوريق لتوليد مصادر تمويل جديدة من خلال تسهيل قروضها، فعندما يجتمع لدى البنك محفزة كبيرة من الرهانات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدامها لضمان لإصدار أوراق مالية يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى أو من السوق المالي وهي MBS، فالبنك لم يكتفي بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات، بل أصدر موجه ثانية من الأصول المالية (الديون) بضمان هذه الرهون العقارية.

وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، وهذا الأخير يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى والمقترض الأول يعيد رهن العقار للحصول على قرض ثاني بضمان إعادة رهن العقار لدى مؤسسة مالية أخرى و التي تقوم بدورها بتكوين محفظة مالية بهذه القروض لتقترض بضمانها من السوق و تصدر أوراق مالية جديد

<sup>1</sup> وزارة المالية العراقية مرجع سبق ذكره ص 07

بضمانها و هي RMBS، وهكذا تستمر العملية موجة بعد موجة، بحيث يولد العقار طبقات متتابعة من الديون بأسماء المؤسسات المالية الواحدة بعد الأخرى<sup>1</sup>، و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي

شكل06: مساهمة التوريق في خلق سلسلة من الديون على أصل حقيقي واحد.



و ن: وحدة نقدية

المصدر: سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره

من خلال هذا الشكل يتضح لنا أن التوريق يلعب دورا كبيرا في تضخيم حجم الاقتصاد المالي مقارنة بالاقتصاد الحقيقي، ففي حين أن هذا الأخير يفترض أنه يساوي 1000 وحدة نقدية إلا أن قيمة الأصول المالية المنشأ على أساسه تساوي 5000 وحدة نقدية، وهي عبارة عن ديون قيمتها قابلة للزيادة نتيجة لإمكانية اشتقاق و إصدار أوراق مالية أخرى أكثر تعقيدا و أكثر خطورة.

وهكذا فإن التوريق ساهم في:

- زيادة الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد المالي.
- زيادة حجم المشتقات، إذ أن توريق الديون ما هي إلا عملية اشتقاق أصول مالية جديدة بناءا على أصول قديمة.

<sup>1</sup>صبري عبد العزيز ابراهيم مرجع سبق ذكره ص9

- زيادة المخاطر و تفاقمها، من خلال زيادة حجم الديون.
- زيادة تعقيد المنتجات المالية خاصة مع ظهور المنتجات المهيكلة.

وكل هذا حدث نتيجة لضعف الرقابة على المؤسسات المالية و الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية، مما هدد أحد أهم عناصر القطاع المالي و هو "الثقة"، وذلك نتيجة لتفشي المخاطر و انتشارها خاصة بعد أن توقف بعض المقرضين عن السداد، مما أدى إلى انهيار بعض المؤسسات المالية و نتيجة ترابط المؤسسات المالية و بفعل العدوى المالية انهارت بقية المؤسسات و الأسواق المالية ووقعت الأزمة.

### المطلب الثالث: الانتقادات الموجهة للمشكلات المالية وعملية التوريق أثناء أزمة 2008:

يمكن اعتبار أن الاحتكارات التي شهدتها الأسواق المالية، وبالخصوص عمليات التوريق و المشكلات المالية، أحد أهم أسباب نشوب أزمة الرهن العقاري إذ وجهت لهذه المنتجات العديد من الانتقادات سواء تعلق المر بالاستخدام المكثف لها أو بالنقائص التي تشوب الإطار الرقابي التي حالت دون ضبط التعامل بهذه الأدوات ومن هذه الانتقادات نجد:

#### 1- زيادة الفجوة بين الدائرة الحقيقية و المالية:

ساهمت المشكلات المالية وعمليات التوريق في زيادة الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد المالي، فمثلا بلغ حجم مشكلات القروض في الولايات المتحدة الأمريكية، في نهاية 2007 قيمة 62 تريليون دولار مع أن حجم الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية بأكمله لا يتجاوز 10 تريليون دولار

#### 2- استعمال ظاهرة المضاربة بالمشكلات :

وما زاد من حالة عدم الاستقرار وحدة الأزمة، تزايد المخاطر بفعل استفحال ظاهرة المضاربة من خلال الاستعمال المكثف لها، الأمر الذي كان من نتائجه تمركز المخاطر في محفظة عدد من المضاربين الراغبين في تحمل المخاطر بحثا عن العائد الكبير، ومن ثم فلأسهم بمجرد تعرضهم لمخاطرة التعثر عن السداد أو لانهيار الأسعار، وهكذا انتقل العدوى من مؤسسة مالية إلى أخرى نشير هنا بالأخص إلى الدور الذي لعبته من التحوط في تأجيج هذا السوق حيث كانت متدخل رئيسي في عمليات المضاربة بالمنتجات الورقية أدت إلى نشوب الأزمة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>جهدية نيسلي، ونشش سليمة، دور المشكلات المالية في إدارة المخاطر و الحد من الأزمات، إشارة إلى الأزمة المالية العالمية 2008، ص 523

## 3- تمركز المخاطر:

إن عنصر تمركز المخاطر زاد من خطورة أسواق المشنقات المالية فهو عادة ما يكون سببا في ظهور الخطر النظامي، و تشير الإحصاءات في نهاية 2006 أن 98 % حجم التعاملات في سوق المشنقات المالية خمس أكبر مؤسسات بالولايات المتحدة (cappelle-Blancard)، زد على ذلك أن 87.2 % من المعاملات على التزامات الدين المضمون « CDS » السيادية تحدث بين أقوى 15 بنك في العالم (JPMorgan.Goldman Sachs, Deutsche Bank) (Tricornot)، وهذا يتنافى طبعاً مع المبدأ الذي قامت عليه المشنقات وهو توزيع المخاطر على كافة السوق، وعدم تحقق ذلك يعني تزايد حجم المخاطر النظامية.

ويمكن نسب إمكانية حدوث التراكم العشوائي للمخاطر لدى طرف واحد، إلى ترك الصفقات في الأسواق الموازية (OTC) للتفاوض بين المتدخلين، وهذا يطرح عدة مشاكل من بينها عدم الشفافية المحيطة بالصفقات مما يشجع البعض على المبالغة في تحمل المخاطر وتعريض النظام المالي للانهييار دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك، كون الصفقات الثنائية غير معلنة ومسجلة خارج الميزانية.

وقد ساعد على هذا الأمر ضعف الرقابة من قبل السلطات النقدية على العمل المصرفي، خاصة أن جزءاً كبيراً من النشاطات المصرفية كان يتم خارج الميزانية بهدف التحايل على إجراءات الرقابة من خلال التخلص من الديون المشكوك فيها.

## 4- الثغرات المحاسبية:

إن استقرار المعالجة المحاسبية للمشنقات المالية وعمليات التوريق في التقدير المحاسبي في ظل تزايد أنواعها و المخاطر المصاحبة لها، نتج عنه تزايد المشاكل المحاسبية المتعلقة بها كمشكلة الاعتراف المحاسبي بالأصول و الالتزامات المترتبة عنها، سواء تعلق الأمر بالتلاعب في التقديرات المحاسبية، أو استغلال حرية الاختيار بين الطرق المحاسبية لإثبات عمليات التوريق لما بخدم المنافع الذاتية للمؤسسة، أو التلاعب في طريقة الإفصاح عن عمليات التوريق.<sup>1</sup>

## 5- الثغرات التي مست اتفاقية بازل2:

التي يمكن إيجازها في النقاط التالية:

<sup>1</sup> جهيبة نيسلي، ونشش سليمة، مرجع سبق ذكره، ص 524

- التطبيق المترافق لاتفاقية بازل2 مع المعايير المحاسبية الدولية، القائمة على تقييم الأصول المالية، جعل ميزانيات البنوك أكثر عرضة للتقلبات في قيمة الأصول، و الجدير ذكره أن إعادة النظر في تقييم القيمة العادلة ليست مطلوبة، و ذلك لتجنب زيادات وهمية في رأس المال الرقابي، أما مسألة تخفيض القيمة العادلة فهو مطلوب للمساهمة في حساب رأس المال الرقابي.
- تشجع بازل2 استخدام تقنيات النماذج الكمية الداخلية من قبل البنوك في حساب مقاييس مخاطرها واستثمارها في المشنقات المالية، و بالتالي حساب رأس المال الرقابي، وقد عبر المحللون عن قلقهم إزاء عدم الشفافية في هذه النماذج المعقدة من جهة، ومن جهة ثانية استخدم البنوك للنماذج الداخلية قد يؤدي إلى تضارب في المصالح ولا يعطي الصورة الحقيقية للبنك أمام البنك المركزي.
- أهملت اتفاقية بازل2 العديد من المخاطر، ساهمت بشكل كبير في أحداث الأزمة ومنها المخاطر الكبيرة المرتبطة بالعمليات على المشنقات خاصة تلك التي تتم في السوق الموازية، كما أن السماح للبنوك و المؤسسات المالية بممارسة أنشطة المشنقات و التوريق وفر لها حواجز لإزالة بعض الأصول ذات المخاطر الكبيرة من ميزاتها، وهذا ما يفصح مجالا للاتفاق على الرقابة.

#### 6- ضعف أداء وكالات التصنيف الائتماني في تقييم مخاطر المشنقات:

والذي كان له دورا هام في تأجيج الأزمة، أين عملت هذه الوكالات على حجب الحقائق المتعلقة بديون المؤسسات المعرضة للمخاطر عن طريق منح تصفيات جيدة لقروض عالية المخاطر، فكثيرا ما كانت الأوراق المالية المضمونة بالرهونات العقارية الأمريكية الخطيرة تعطي تصفيات بدرجة AAA (أعلى تصنيف) بالرغم من كثرة الإصدارات من طرف المؤسسة قبل يوم من إنقاذها أو إعلان إفلاسها.

الجدول رقم 04: التصنيف الائتماني لمجموعة من المؤسسات قبل يوم واحد من إفلاسها أو إنقاذها

الشركة	التاريخ	الحالة	موجديز Moody's	ستندارد اند بورز Standard & Poor's	فيتش « Fitch »
ليمان برادرز Leman Brothers	2008-09-15	إعلان حالة الإفلاس	A3	A	+A
أي إي جي « A.I.G »	2008-09-16	حصل على قرض بقيمة 85مليار دولار من البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي مقابل حصة بلغت 79.9%	A2	A-	A
سيتي جروب « CITY GROUPE »	2008-11-23	حصل على 20 مليار دولار وتلقى ضمانات على 300 مليار من موجوداته من وزارة الخزينة الأمريكية	Aa3	-AA	-AA
ميريل لانتش MERRILL " LYNCH »	2008-09-14	حصول صفقة التملك من طرف بنك BANK OF AMERICA	A2	A	+A
بير ستيمز BEAR STREAMS »	2008-03-16	حصول صفقة شراء من بنك JP.MORGAN	BaaL	BBB	BBB

المصدر: مداني أحمد: " دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها".  
مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية الصادرة عن جامعة الشلف العدد 10، جوان 2003 ص 59.

كما كشفت الأزمة أن النماذج التي استخدمت في عملية التصنيف أخذت بعين الاعتبار خطر العجز عن السداد، لكن لم يتم إدماج أخرى كخطر السيولة، خاصة وأن المخاطر الأخرى تعد عنصرا أساسيا في تطور أسعار المنتجات الهيكلية.

## المطلب الرابع: قنوات انتقال الأزمة المالية إلى القطاع الحقيقي الفرع 1: من الأزمة المالية إلى الأزمة الاقتصادية:

بصفة عامة، الأزمات المالية تؤثر على الاقتصاد الحقيقي على جانبي العرض و الطلب على حد سواء. الأزمة المالية الدولية التي تميزت بانهيار أسواق البورصة، انخفاض أسعار العقارات، البترول، المواد الأولية، وشلل الأسواق مابين البنوك، أدى إلى العديد من الصدمات التي أثرت على قرارات الاستثمار، والاستهلاك للأعوان الغير مالية.<sup>1</sup>

كان من الممكن أن تقتصر الأزمة على أزمة مالية وبنكية، إن أزمة الائتمان كانت السهم الناقل للعدوى بين المجال المالي و المجال الحقيقي، والذي يتمثل في الإنتاج و الاستهلاك.

في الواقع المؤسسات لم تنجح في الحصول على القروض الضرورية للقيام بعملها، تسعى لتخفيض تكاليفها، خاصة الأجور، و الحد من استثماراتها، و إذا زيادة البطالة و المؤسسات تتوقع انخفاض في الاستهلاك، وبالتالي الطلب، تقرر خفض إنتاجها و بذلك يستقر الركود.

انخفاض القروض للاستهلاك يؤدي إلى انخفاض المشتريات على أساس القروض و بالتالي انخفاض الطلب، وهنا تبدأ الحلقة المفرغة: انخفاض الطلب و الإنتاج، البطالة ترتفع، مما يؤدي إلى انخفاض جديد في الطلب و بالتالي انخفاض في الإنتاج. هذه هي الأزمة الاقتصادية.<sup>2</sup>

## الفرع 2: تشخيص قنوات انتقال الأزمة المالية إلى القطاع الحقيقي:

إن انتشار هذه الظاهر المالية في المجال الحقيقي سريع و ذلك من خلال عدة قنوات، فقد ساهمت عدة آليات مالية في انتشار أزمة الرهن العقاري وهي أساسا: الأثر المالي، أثر الثروة، انهيار الائتمان، انخفاض التجارة الدولية.

### 1- قناة معدل الفائدة:

وفقا لمishkin (1995-1996) قناة معدل الفائدة أو تكلفة رأس المال لا تتجلى إلا من خلال شرطين أولاً، يتمثل سعر الفائدة الحقيقي و ليس سعر الفائدة الاسمي، الذي يحفز القرارات الاستثمارية للمؤسسات و الأمر في سباق صلابة الأسعار و الأجور.

<sup>1</sup> Fatma Brahma ,M les Canaux de transmission de lacriac des sbprimes au pays émergents : Can de l'économie Brésilienne, Journal of Busines and Management, Apr.2015, vol 17,p16

<sup>2</sup> Comprendre la crise économique actuelle, sur le lien :w.w.w Cours-seko.fr/ECONOMIE/./ BROCHURE-CRISE-ECO.pdf ,consulté le 15/10/2015,pp16-17.

وفي الواقع، فإن انخفاض سعر الفائدة الحقيقي يؤدي إلى انخفاض تكلفة الاقتراض و بالتالي فهذا يزيد من استثمار المؤسسات و الأسر، مما يثير الطلب الإجمالي و الإنتاجية، وبالنظر إلى أن سعر الفائدة على المدى الطويل وليس على المدى القصير هو الذي يدفع قرارات الأعوان الغير مالية، من الضروري أن تناسب قيمة سعر الفائدة الحقيقي على المدى الطويل كل تغيير على سعر الفائدة على المدى القصير، و بصفة عامة، سعر الفائدة الحقيقي يمثل أداة قوية للبنوك المركزية لتعزيز إنتاجية الاقتصاد. حيث أن انخفاض معدل الفائدة الحقيقي الذي يشجع استثمار المؤسسات خاصة الأسر و يسرع الجهاز الإنتاجي.

## 2- قناة القروض البنكية:

إن بحوث Bernank و Bluider (1988) و Bernnk و Gertler (1995-1996) سلطت الضوء على عيوب الأسواق المالية التي تأتي منعدم تناظر المعلومات و تحفز نمو و انتقال الصدمات النقدية الحقيقية و المالية، و في الواقع، قناة القرض البنكي تتضمن أدوات مختلفة تؤدي إلى هذه الظواهر للتضخم المالي، وهي علاوة التمويل الخارجي، تقنين عرض القرض، و نسب الحذر.

وفي النموذج المسرع المالي، يواجه المقترضين علاوة تمويل خارجي، تزداد التكلفة عندما يكون عدم تناظر المعلومات مرتفعا و تنخفض مع ثروتهم الصافية، في هذه الحالة، كل صدمة مالية، نقدية أو حقيقية التي تتجلى من خلال تشديد الشروط المالية وزيادة علاوة التمويل الخارجي تدهور تلقائيا المركز المالي للأعوان و يحد أفاق النمو في المستقبل، و بالتالي المسرع المالي هو وسيلة هامة تؤثر الصدمة من خلالها على المجال الحقيقي من خلال تدهور الاستثمار و الاستهلاك الذي يتجاوز الآثار المرتبطة بالثروة و بتكلفة رأس المال

إن صدمة 2007 أدت إلى زيادة المخاوف بشأن مخاطر ما يسمى بأزمة الائتمان، و التي تعني تراجع أو نقص القروض مما أدى إلى توقيف السوق ما بين البنوك وكذلك إضعاف أنشطة التوريق، وحسب Altunbas (2007)، أدى التوريق إلى تخفيض نطاق قناة القرض بإضافة مصدر بديل للسيولة إلى البنوك و السماح بتجنب متطلبات الأموال الخاصة، وفي الواقع هذه القناة سيعاد تنشيطها إذا انخفضت فرص التوريق بشكل حاد، وتجد البنوك مصادر تمويل أخرى.

و أخيرا يمكن لمؤسسات الائتمان بعد صدمة مالية أن تختار بين الحد من تعرضها للمخاطر (تحسين نوعية أصولها) عن طريق تقييد عرضها للقرض أو مقدار أموالها الخاصة للوفاء بنسب الحذر، في هذا الإطار، ستعزز قناة القرض عندما الصدمات على رأس المال البنكي تؤدي بالبنوك إلى

تخفيض عرضها للقرض لأنها تعقبها المتطلبات التنظيمية من الأموال الخاصة، غير تقدين القرض خلال الأزمة المالية لسنة 2007 كان السبب الرئيسي لانكماش إنفاق الأعوان غير المالية.<sup>1</sup>

إذا انكماش عرض القرض يمثل أهم قناة لنقل الأزمة: مثلما البنوك لديهم صعوبة كبيرة لإيجاد سيولة و أموال خاصة، فهي أقل قدرة على منح قروض للمؤسسات و الأسر، تكلفة الاقتراض - معدل الفائدة- هو كذلك زاده لأن جميع الدائنين يطالبون بعلاوة خطر مرتفعة بسبب أزمة الثقة، إن PME هي الأولى التي عانت من هذا الوضع، البنوك تفضل الأقل خطورة (الدولة و الشركات الكبرى)، وجفاف القرض يقلل من النشاط الاقتصادي: من دون إمكانية اللجوء إلى الاقتراض، الأسر تقل نفقاتها، في حين أن المؤسسات تؤجل أو تلغي الاستثمارات، وحتى تواجه مشاكل الخزينة و التي يمكن أن تؤدي بهم للإفلاس.<sup>2</sup>

إن القروض الجديدة أصبحت نادرة و أكثر تكلفة ومنه فإن المدينين يتحملون ارتفاع في تكلفة التمويل، رغم انخفاض معدلات الفائدة الرئيسية المطبقة من قبل البنوك المركزية، فإن معدلات الفائدة على السندات الخاصة بقيت مرتفعة، فقط المؤسسات ذات التنقيط الجيد استفادة من تحسن شروط التمويل (4.3% كمعدل فائدة في السداسي الأول من سنة 2009). بالمقابل المؤسسات الأقل تنقيط (BBB من قبل Moody's) وجدت صعوبة في إصدار سندات بـ 10% كمرودود في حين أن معدل الفائدة الرئيسي للبنك المركزي الأوروبي فقد انخفض من 4.25% في أكتوبر 2008 إلى 1.25% في أبريل 2009، إن التباطؤ الكبير في تعديل السوق مابين البنوك، يدعم البنوك في استراتيجيتها لتصعب اللجوء إلى القروض، ففي السداسي الثاني من سنة 2008 كانت 65% من البنوك الأوروبية و 80% من البنوك الأمريكية قد صعبت من شروط اللجوء نحو القرض.<sup>3</sup>

### 3- قناة أثر الثروة:

من الناحية النظرية، ينظر إلى أثر الثروة على انه الدخل الدائم للأسر (وفقا لأطروحة فريدمان) في الواقع أن للفرد ثروة أولية تتكون من مجموع دخله من راتبه، ومن أصوله المالية (أسهم و /أو سندات) وغير المالية (العقارات)، وتصدر هذه الثروة دخلها الدائم، وهو المتوسط الحالي لدخلها الحاضر و المستقبلي المتوقع، ومع ذلك، كل صدمة لها تأثير سلبي على ثروة الأسر مما يخفض دخلها الدائم ومن ثم استهلاكها.

<sup>1</sup> Fatima Braham, op,cit ,p16

<sup>2</sup> D'une crise & l'autre des subprimes a la crise mondiale, Les politiques économiques a l'épreuve de la crise, Chiers français .

<sup>3</sup> Trémanlines Alex : Comprendre la crise ; Bréak ; Paris ; France,2010,p54

إذا كانت هذه الصدمة السلبية مؤقتة (مثلا انخفاض سعر الأسهم)، فإن التأثير على الاستهلاك سيكون بحد ذاته مؤقتا و سيكون له تأثير بسبب محيين التدفقات المالية الحاضرة و المستقبلية، و لكن إذا كانت الصدمة دائمة (مثل انفجار الفقاعات في سوق العقار)، فإن التأثير على الدخل الدائم سيكون كبيرا وعلى الاستهلاك المستدام، ومن الناحية التجريبية، كان استخدام آثار الثروة لشرح استهلاك الأعوان الغير مالية كان غير كاف بالنسبة لمعظم البلدان باستثناء الولايات المتحدة الأمريكية و المملكة المتحدة بسبب الاختلافات العديدة في تكوين ثروة الأفراد مثل حصة الاستثمارات المالية، حصة الديون، و حصة النفقات... وما إلى ذلك في الثروة.<sup>1</sup>

أن انخفاض الأسعار العقارات و انخفاض أسعار الأسهم يخفض من قيمة ثروة الأسر، لذلك يرون ثروتهم الحقيقية تنخفض و يمكن أن تميل إلى زيادة الادخار. من اجل استعادة القيمة الأولية لثروتهم، إذا كانت سلوكيات الأسر تعدل بهذه الطريقة، سيكون هناك تأثير سلبي على الاستهلاك الذي يضحك الأزمة. ويظهر هذا التأثير كما سبق الذكر في الولايات المتحدة، لأن الأسر الأمريكية حساسة جدا لانخفاض قيمة الأصول، بسبب ادخارها للتقاعد يستثمر النصف في البورصة.

بالإضافة إلى ذلك في الولايات المتحدة الأمريكية و المملكة المتحدة فإن انخفاض الأصول يؤثر أيضا على الاستهلاك من خلال قدرة مديونية الأسر، وهذا يعتمد في الواقع على قيمة الثروة" عندما ترى الأسرة قيمة منزلها ترتفع، يمكنه أن يستدين مجددا على مستوى هذا الفائض في القيمة المحتمل. و لذلك فإن الطفرة القارية قد شجعت الأسر على زيادة الاستدانة، و العكس تماما إذا انخفضت قيمة العقار. تقييد الوصول إلى الائتمان للأسر الأمريكية و الانجليزية إذا مرتبط في نفس الوقت بصعوبات البنوك، و تدهور أوضاعهم الشخصية فمن سبتمبر 2007 إلى سبتمبر 2008 قدر هذا التراجع في ثروة الأسر الأمريكية بـ 11.1%، حيث تراجع قيمة أصولهم بـ 7100 مليار دولار لأول مرة.

بالنسبة للشركات المدرجة في البورصة تتأثر عن طريق أسعار أسهمها، مما يعزز صعوبة جمع الأموال: في حين أصبح القرض أكثر ندرة أكثر تكلفة، الشركات تكافح كذلك للتمويل من خلال إصدار أسهم: المستثمرين دوافعهم أقل لشراء أوراق مالية جديدة في سياق الأزمة، و علاوة على ذلك، مثلما تقييمات المؤسسة تكون ضعيفة، الحصول على كمية معينة من الموارد يتطلب بيع عدد كبير من الأسهم، مما يضعف المساهمين.

<sup>1</sup> Fatima Braham Op cit.p17

هذه القناة للتأثير لديها أثر رجعي على الاقتصاد الحقيقي، ركود الاقتصاد الحقيقي، وهذا الركود يوتر بدوره على القطاع المالي: تراجع الأرباح بضغط على أسعار الأصول نحو الانخفاض وارتفاع القروض المشكوك فيها يعمق بدوره هشاشة ميزانيات البنوك<sup>1</sup>.

#### 4- قناة الصدمة و عدم اليقين:

في بيئة محقوقة بالمخاطر و يحكمها عدم اليقين، يجب على المؤسسات و الأسر واتخاذ قراراتهم للاستثمار و الاستهلاك، مما يعني سلوكيات انتهازية، في فترة الأزمة عدم اليقين يزيد من الاحتياطات التي يقوم بها الأعوان الغير ماليين مما يشجع الادخار على حساب الاستهلاك و الاستثمار: بسبب عدم نفقات الاستثمار و تكاليف تركيب رأس المال المرتفعة في حالة الالتزام، قرار الاستثمار يصبح مشابها لممارسة الخيار، في الواقع، الشركة لا تستثمر، إلا في الوقت المناسب و المربح أي عندما تكون الأرباح أكبر من تكاليف تركيب رأس المال. ومع ذلك، السعر الضمني للخيار يزيد مع تقلب المخاطر في الأسواق وعدم اليقين العام بشأن حالة الاقتصاد الكلي في البلد.

الأزمة المالية العالمية أعاققت التجارة و الطلب العالمي في الاقتصاديات المتقدمة، وفي نفس الوقت أدت إلى انخفاض صادرات البلدان الناشئة و النامية، و أغلبية الاقتصادية الناشئة حساسة بشكل خاص لتقلبات التجارة الدولية لأن أنشطتها الاقتصادية ترتبط ارتباطا قويا بالصادرات.<sup>2</sup>

#### المطلب الخامس: الإجراءات المتخذة لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008

اتخذت الدول اما بشكل فردي أو جماعي العديد من الإجراءات لمواجهة الأزمة المالية لسنة 2008 و التخفيف من أضرارها وحصرها و سننعرض فيمايلي إلى الاجراءت التي قام بها كل من صندوق النقد الدولي، الولايات المتحدة الأمريكية و الاتحاد الأوروبي:

##### الفرع 1: الإجراءات المتخذة من طرف صندوق النقد الدولي:

منذ ظهور بواذر الأزمة و الصندوق يسعى لأحداث جملة من الإصلاحات الإدارية بإصلاح هيكله و آليات عمله و أدواته التمويلية لتكييفها مع متطلبات السيولة العالمية و دعمه لخطة الإنقاذ المالي التي اعتمدها الكثير من الدول.

<sup>1</sup> D' une crise a l' autre : des subprimes à la crise mondiale, Op.Cit .P5

<sup>2</sup> Fatima Braham.Op.Cit. p17

حيث اجتمعت اللجنة التنفيذية للصندوق في 21 جوان 2009 لدراسة آلية تعزيز الإصلاح الإداري هذه الهيئة المالية العالمية لتنفيذ دورها في إدارة النظام المالي العالمي وخلص البيان إلى التركيز على خمس قضايا جوهرية منها:

- النظام العادل للحصص.
- المستوى العالمي للمشاركة
- فعالية اتخاذ القرار و التمثيل في الهيئة التنفيذية.
- عملية إدارة الصندوق و تحديثها و التي تعد قضية رئيسية في ظل الأزمة المالية لسنة 2008، ذلك أن الكثير من التحليلات أكدت أن استجابة و تفاعل الصندوق مع الأزمة لم يكن كافيا بدرجة كبيرة و كافية و أن آلية اتخاذ القرار تتأثر بمواقف القوى السياسية و الاقتصادية الكبرى مع إقصاء و تهميش الدول النامية في اتخاذ القرارات بالرغم أنها تتحمل تبعات الأزمة السلبية .
- من أهم الإجراءات التي اتخذها الصندوق لحل الأزمة مايلي:
- إصلاح نظام الإقراض و زيادة حجمه.
- إعادة تخصيص حقوق السحب الخاصة.
- إصلاح نظام الحصص و الأصوات في الصندوق.
- إعادة النظر في كيفية إدارة المخاطر النظامية.<sup>1</sup>

## الفرع 2: الإجراءات المتخذة من طرف الولايات المتحدة الأمريكية:

بمجرد إعلان بنك ليمان براذرز عن إفلاسه في منتصف شهر سبتمبر 2008، أدركت الحكومة الأمريكية أن الأزمة المالية التي كانت تواجهها على مدى ما يزيد عن العام قد دخلت في مرحلة الأزمات المالية الكبرى، ومن ثم سارعت بالتدخل بسياسات أغير مسبقة ضمن خطة إنقاذ أكتوبر 2008 سميت في الولايات المتحدة الأمريكية بخطة بولسون نسبة لوزير خزنتها أنداك هنري بولسون وقد صادق عليها مجلس النواب و الشيوخ، وفي أول رد فعل اتخذ مجلس الاحتياطي الاتحادي (البنك المركزي الامريكي) إجراء يقضي بتخفيض سعر الفائدة إلى 2% ثم إلى نسبة مقاربة للصفر وذلك على سبيل الحد من التداعيات السلبية لتلك الأزمة و لتجنب حدوث انكماش للاقتصاد الأمريكي.

وتسعى الإدارة الأمريكية عبر مشروع خطة إنقاذ القطاع المصرفي إلى قيام الدولة بشراء أصول هالكة بقيمة 700 مليار دولار مرتبطة بالرهون العقارية، حيث تهدف هذه الخطة إلى تأمين حماية أفضل

<sup>1</sup> فطيمة لبعل مرجع سبق ذكره ص ص 31-33-34

للمدخرات و الأملاك العقارية التي تعود إلى دافعي الضرائب و حماية الملكية و تشجيع النمو الاقتصادي و زيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن.

و ينص القانون على مهلة لهذه الخطة تنتهي يوم 31 ديسمبر 2009 مع احتمال تمديدها بطلب من الحكومة لمدة أقصاها سنتين اعتبارا من تاريخ أقرار الخطة، ويتم تطبيق خطة إنقاذ القطاع المصرفي على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار دولار بطلب من الرئيس. ويملك أعضاء الكونغرس حق الفيتو على عملية الشراء التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه في 700 مليار دولار وتساهم الدولة في رؤوس أموال وعوائد الشركات المستفيدة من هذه الخطة مما يسمح بتحقيق أرباح ذات تحسنت ظروف الأسواق، كما يكلف وزير الخزانة التنسيق مع السلطات و المصارف المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة.

و أدرجت في نفس خطة القطاع المصرفي مادتان جديدتان هما:

- رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 إلى 250 ألف دولار لمدو عام واحد.
- الإعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها حوالي 100 مليار دولار للطبقة الوسطى و الشركات.<sup>1</sup>

### الفرع 3: الإجراءات المتخذة من طرف الاتحاد الأوروبي:

تركزت خطة الإنقاذ الأوروبية على :

- زيادة رؤوس أموال البنوك الأوروبية.
  - مراجعة النظم المحاسبية المصرفية، و انتهاج سياسة رقابية و إشرافية لوضع ضوابط محددة للعمليات المالية الخاصة بالقطاع المصرفي.
  - توفير الضمانات الكافية للودائع المصرفية، و ذلك بهدف استعادة ثقة المودعين في النظام المصرفي الذي أصابته الأزمة.
  - تجنب تقديم ضمانات تخل بمبدأ المنافسة.
  - فرض عقوبات رادعة على الإدارات المصرفية في حالة قيامها بعمليات مضاربة على الأسهم.<sup>2</sup>
- وفي مايلي سوف نستعرض بعض الإجراءات التي قامت بها الدول الأوروبية لمواجهة الأزمة:

1- **الإجراءات البريطانية:** تم تخصيص حوالي 3 مليار دولار لشراء أسهم في عدد من كبرى المدن البريطانية، وفي نهاية نوفمبر 2008 أعلنت الحكومة عن خطة أخرى لإنعاش الاقتصاد بقيمة 30 مليار دولار وتخفيض ضريبة القيمة المضافة على السلع الاستهلاكية و تعويض نقص

<sup>1</sup> بن عيسى عبد القادر ، مرجع سبق ذكره، ص 136

<sup>2</sup> فطيمة لبعل مرجع سبق ذكره، ص ص 36-37

الحصيلة الضريبية الناجم عن ذلك من خلال رفع سعر الضريبة على الدخل بنسبة 5 % على كل من يتجاوز صافي دخله السنوي 150 ألف جنيه استرليني ليصل إلى 45 % بدلا من 40 %

2- **الإجراءات الفرنسية:** أعلن الرئيس الفرنسي "نيكولا ساركوزي" أن بلاده أعدت خطتين لمساعدة البنوك للتغلب على الأزمة المالية الأولى بقيمة 300 مليار يورو كضمانات للقروض المشتركة بين البنوك. والأخرى بقيمة 40 مليار يورو، للحصول على حصص في الشركات والمؤسسات المالية المتعثرة. فضلا عن إنشاء صندوق سيادي لمصلحة الشركات الإستراتيجية التي تواجه صعوبات مالية.

كما تقدم باقتراح لإنشاء صندوق أوروبي برأس مال قدره 300 مليار يورو لمساعدة البنوك الأوروبية. إلا أن ألمانيا رفضت هذا الاقتراح. في نهاية شهر نوفمبر 2008 أعلن عن خطة جديدة لمساعدة قطاعات الإسكان والسيارات بقيمة 26 مليار يورو (حوالي 32.84 مليار دولار)، ليرتفع عجز الموازنة إلى 4 % من إجمالي الناتج المحلي سنة 2009.

3- **الإجراءات الألمانية:** أعلنت المستشار الألمانية "انجلا ميركل" عن خطة إنقاذ قيمتها 500 مليار يورو، لدعم قاعدة الرأسمالية للمؤسسات المالية حتى نهاية 2009، مع تخصيص 400 مليار يورو كضمانات مصرفية بالإضافة إلى توفير 100 مليار يورو، من بينها 80 مليار يورو لإعادة رسملة المؤسسات المصرفية.<sup>1</sup>

4- **الإجراءات الإسبانية:** أقرت الحكومة قانونا يضمن الديون حتى نهاية سنة 2009 بقيمة 100 مليار يورو. و أعلنت إمكانية شراء كميات من الأسهم في المؤسسات المالية في إطار إجراءات حكومات الاتحاد الأوروبي لدعم البنوك.

5- **الإجراءات الإيطالية:** حاولت السلطات الإيطالية، ومديرو البنوك تهدئة الأسواق من خلال إطلاق تصريحات حول محدودية المخاطر التي تتعرض لها إيطاليا بفضل ممارسة الإقراض المتحفظة، و أعلنت الحكومة خطة إنقاذ بقيمة 20 مليار يورو لقطاع البنوك.

6- **الإجراءات الدنمركية:** أقرت الدنمارك حزمة إجراءات لتأمين ضمانات المودعين لدى جميع البنوك الدنمركية، بهدف استعادة الثقة و القطاع المصرفي.

<sup>1</sup> نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص 201

7- الإجراءات الهولندية: قررت الحكومة الهولندية توفير مبلغ 20 مليار يورو للمؤسسات المالية الهولندية، بما في ذلك البنوك و شركات التأمين، لتفادي المزيد من عدم الاستقرار في القطاع المالي.

8- الإجراءات النيوزيلندية: أعلنت الحكومة النيوزيلندية ضمانها لودائع العملاء في جميع البنوك و المؤسسات المالية الأخرى بهدف تعزيز الثقة في نظامها المالي.

9- الإجراءات الاسترالية: وتدخلت الحكومة الأسترالية بطريقة مماثلة حينما قررت ضمانها لكل الودائع المصرفية لمدة ثلاث سنوات، و ضمانها كذلك تمويل البنوك الاسترالية بمبالغ كبيرة، تخفيض أسعار الفائدة بشكل حاد، وتوفير 2.6 مليون دولار أمريكي للسندات التي يدعمها الرهن العقاري للمساعدة في الحفاظ على السيولة للمقرضين غير البنوك.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> نادية العقون مرجع سبق ذكره، ص 202

## خلاصة:

- تطرقنا في هذا الفصل إلى الأزمة المالية العالمية 2008، من خلال تبيان جذورها، مراحلها، التعريف بها واهم أسبابها في المبحث الأول، أما في المبحث الثاني العلاقة بين المشنقات المالية و تقنية التوريق بالأزمة المالية العالمية 2008 وقد توصلنا إلى أن:
- الأزمة المالية العالمية بدأت بوادرها في صيف 2007 مع انفجار أزمة قروض الرهن العقاري و تحولت إلى أزمة مالية عالمية سنة 2008.
  - كان لهذه الأزمة الكثير من الأسباب إلا انه قد كان للمشنقات المالية و تقنية التوريق دورا بارزا في إحداثها و تعميقها.

الأختام

## الخاتمة:

لقد تم من خلال هذا البحث الإجابة على الإشكالية المتمثلة في "ما مدى مساهمة المشتقات المالية في تغذية و تفعيل الأزمات المالية". إن التغير المستمر في البيئة الاقتصادية و المالية أدى إلى ضرورة البحث عن أدوات و منتجات مالية جديدة أقل تكلفة و أقل مخاطر و أعلى عائد، وقد تحقق ذلك من خلال الهندسة المالية التي مكنت من ابتكار مجموعة من الأدوات و التقنيات و التي من أهمها المشتقات المالية، هذه المبتكرات تحقق العديد من المزايا و المكاسب للمؤسسات المالية و من أهمها التحوط و التغطية ضد المخاطر لتجنب الوقوع في حالات الإفلاس، و بالتالي الحد من الأزمات، لكن ما حدث في الأزمة المالية العالمية التي بدأت بوبارها في صيف 2007 مع انفجار أزمة قروض الرهن العقاري أثبتت أن المشتقات المالية و كذا تقنية التوريق لعبا دورا كبيرا في إحداثها و تعميقها، مما أثار شكوكا كثيرة حول هذه المنتجات و مدى قدرتها على توفير الحماية للمؤسسات المالية، والحفاظ على استقرار الأسواق المالية.

## نتائج اختبار الفرضيات:

من خلال نتائج الدراسة لهذا البحث يمكن الإجابة على الفرضيات المطروحة سابقا كمايلي:

**الفرضية الأولى:** تحقق تقنية التوريق للبنوك و المؤسسات المالية من خلال منتجاتها العديد من المزايا التي تزيد من أهميتها و تساعد على انتشارها، من خلال الدراسة تم تأكيد الفرضية الأولى، حيث أن تقنية التوريق تتيح للبنوك و المؤسسات المالية إمكانات جديدة لتوفير السيولة بتكاليف منخفضة، بالإضافة إلى تمكينها من تحويل كل أو جزء من المخاطر التي كانت تتقل كاهلها إلى أطراف أخرى، كما أنها مكنتها توسيع نشاطها في السوق المالي، وتنوع الأدوات الاستثمارية المعروضة فيه.

**الفرضية الثانية:** انتقلت المشتقات المالية وتقنية التوريق من أدوات للتحوط و التغطية ضد المخاطر إلى أدوات تساهم في خلق المخاطر و الوقوع في الأزمات، بسبب تعقيدها و سوء استخدامها من طرف المتعاملين في الأسواق المالية ، وقد تم تأكيد الفرضية.

**الفرضية الثالثة:** ترجع الأزمة المالية العالمية 2008 إلى عدة أسباب منها المشتقات المالية، وقد تم تأكيد هذه الفرضية فقد ساهمت المشتقات المالية في إحداث الأزمة المالية العالمية نتيجة لاعتمادها على التوقعات، و استخدامها لأغراض المضاربة أكثر من استخدامها للتحوط و الترحيح، إضافة إلى كثرة صفقاتها في الأسواق غير المنظمة.

## نتائج الدراسة:

على ضوء هذه الدراسة توصلنا إلى النتائج التالية:

- الهدف الأساسي من المشتقات هو التغطية من مخاطر سعر الصرف، سعر الفائدة و تقلبات الأسعار ، بالإضافة إلى التحوط من أخطار مالية أخرى.
- الاستعمال المضاربي وغير العقلاني للمشتقات المالية، يعد من أهم الأسباب المؤدية لاستفحال الأزمة المالية العالمية 2008.
- لجوء البنوك إلى توريق الديون، مع إفراطها في استخدام المشتقات المالية، افرز لنا نتائج جد وخيمة على الاقتصاد العالمي.
- كثرة صفقات المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة، جعل منها أحد أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث أزمة الرهن العقاري، لأنها بدلا من أن تكون أداة تحافظ على استقرار الأسواق المالية، أصبحت تساعد على تركيز المخاطر التي تسببت في إحداث الخطر النظامي فوقعت الأزمة المالية العالمية بفعل انتقال العدوى المالية.

## الاقتراحات:

بناء على ما تقدم يمكن أن نقترح بعض التوصيات منها:

- إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية، والحد من الصفقات المبرمة في الأسواق الغير منظمة لما تتمتع به من عدم الشفافية و غياب الرقابة .
- وضع المزيد من اللوائح و التشريعات التنظيمية المتعلقة بممارسات محددة تتعلق بشكل خاص باستخدام المنتجات التي كانت سببا في زيادة حدة الأزمات
- إعادة النظر في النماذج الإحصائية المستعملة في تقييم الأخطار من قبل البنوك، وتحسين أنظمة المعلومات فيها.
- تبني مبادئ مدروسة يمكن استنباطها من أسس الاقتصاد الإسلامي، تضبط صناعة الأدوات و الابتكارات المالية، و تعمل على تحقيق أهدافها دون التسبب في عدم الاستقرار المالي و التورط في الأزمات.

# قائمة المراجع

**المراجع:**

**1- الكتب**

- رمزي محمود إبراهيم، **الأزمة المالية والفساد العالمي**، دار الفكر الجامعي- الاسكندرية -، 2009
- عبد الكريم أحمد قندوز، **المشتقات المالية الطبعة الأولى** للنشر و التوزيع، 2014
- شفييري نوري موسى- **إدارة المشتقات المالية و الهندسة المالية**. دار النشر و التوزيع للمطالعة الطبعة الأولى 2015
- عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي: **العولمة المالية و إمكانية التحكم "عدوى الأزمات المالية"** دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2005
- محمد صالح الحناوي، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق**، الدار الجامعية الإسكندرية- 2002
- د/ مسعود يمحمد /د/ دردوري لحسن - **جور المشتقات المالية في تغذية و تفعيل الأزمات المالية**.

**2- الأطروحات و المذكرات**

**أ - الأطروحات**

- إلهام لعور سطايجي ، تحليل اشكالية النمو الاقتصادي في ظل الانفصال المالي الدولي ، واقع الاقتصاد الجزائري ، أطروحة دكتورا في العلوم الاقتصادية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2018-2019
- نادية عقون - **العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية الوقائية و العلاج**-دراسة الأزمة الرهن العقاري في الو.م.أ 2012-2013 أطروحة دكتورا في العلوم الاقتصادية 2013/2012 جامعة حاج لخضر، باتنة
- روايح عبد الرحمان أطروحة دكتوراه- **إثر الأزمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الاقتصادي الأوروبي 2017/ 2018** جامعة محمد خيضر، بسكرة
- لبعل فطيمة، **انعكاسات الازمة المالية العالمية لسنة 2008 على الصادرات النفطية للدول العربية**- أطروحة دكتورا في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2016/2017

**ب- المذكرات**

- عمار بوطكوك، **دور التوريق في نشاط البنك**، حالة بنك التنمية المحلية، رسالة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة
- مريم سرارمة ، **دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008**، دراسة تحليلية، رسالة ماجستير في المالية ، جامعة منتوري، قسنطينة
- بن عيسى عبد القادر ، **أثر استخدام المشتقات المالية ومساهماتها في إحداث الأزمة المالية العالمية**، دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010 -رسالة ماجستير في علوم التسيير -جامعة قاصدي مرباح، ورقلة

- سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، دراسة حالة البنك BNP PARIBAS رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية جامعة منتوري، قسنطينة 2005-2006
- دانيا إبراهيم غيا، دور المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدية اتجاه المخاطر المالية ومدى إمكانية تطبيقها في الصارف-رسالة ماجستير في الأسواق المالية، جامعة دمشق 2013.
- اخميسي قايدبي، أمينة بن خرناجي- دراسة تحليلية لدور المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق خلال الفترة 2009/2013 جامعة برج باجي مختار .ورقة بحثية
- المان سبع رابح أمين، الهندسة المالية و أثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007 رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 3 ، 2010/2011.

### 3- المجالات

- جاب الله عادل رياض-المشتقات المالية ودورها في تكريس الأزمات المالية العالمية مجلة الدراسات في الاقتصاد والتجارة و المالية- المجلد 05(العدد01) سنة 2016
- إحصاءات بنك التسويات الدولية في تقريره في ديسمبر 2007 المعنون بـ" أهم توجهات النشاط المصرفي و المالي الدولي".
- أمال بوسمينة، وسام موسى، دشهرياد سويكي: دور المشتقات المالية في أزمة الرهن العقاري- دراسة تحليلية مجلة جديد الاقتصاد المجلد 15/ العدد1 (2010).

### 4- الملتقيات:

#### - الدولية:

- عجيل جاسم التسمي، التوريق و التصكيك و تطبيقاتهما، دراسة من الدورة 19 لمنظمة المؤتمر الإسلامي الشارقة
- راتول محمد، الملتقى الدولي الأول حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية
- نبال محمود قسبة، دور المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية العدد 04/2011-جامعة دمشق سوري
- بوهزة محمد ، رزوقي رفيق، الأزمة المالية العالمية و أثرها على الاقتصاديات العربية، ملتقى علمي دولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس، سطيف.

5-المراجع باللغة الأجنبية:

- Frederies Mishkinmonies banque, et Marché financier 7<sup>eme</sup> edition, person éducation, parison,2004
- Pierre Mthieu et Patrick d'Herouville, les dérivés de crédit, une nouvelle gestion du risque de crédit, economica ,paris, 1998.
- Fatma Brahma M les Canaux de transmission de lacriac des sbprimes au pays émergents : Can de l'économie Brésilienne, Journal of Busines and Management, Apr.2015
- Comprendre la crise économique actuelle, sur le lien :w.w.w Cours-seko.fr/ECONOMIE/./ BROCHURE-CRISE-ECO.pdf ,consulté le 15/10/2015,pp16-17
- D'une crise & l'autre des subprimes a la crise mondiale, Les politiques économiques a l'épreuve de la crise, Chiers français .
- Trémanlines Alex : Comprendre la crise ; Bréak ; Paris,2010

المحاضرات:

- بن صوشة تامر -محاضرات في مقياس الهندسة المالية 2017/2018
- حيرش عبد القادر ، محاضرات في مقياس الهندسة المالية، جامعة بن خلدون، تيارت ، 2017-2018