

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد الصديق بن يحيى-جيجل



كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم اقتصادية

العنوان

الابتكارات المالية وأثرها على الاستقرار المالي العالمي

دراسة حالة الاقتصاد الأمريكي-

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

إشراف الأستاذ:

عز الدين بوحبل

إعداد الطالبتين:

فايزة مخالفة

مريامة رويح

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ:
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	الأستاذ: بوحبل عز الدين
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ:

السنة الجامعية: 2018-2019

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد الصديق بن يحيى-جيجل



كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم اقتصادية

العنوان

الابتكارات المالية وأثرها على الاستقرار المالي العالمي

دراسة حالة الاقتصاد الأمريكي-

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

إشراف الأستاذ:

عز الدين بوحبل

إعداد الطالبتين:

فايزة مخالفة

مريامة رويح

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ:
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	الأستاذ: بوحبل عز الدين
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ:

السنة الجامعية: 2018-2019

شكر وتقدير

نحمد الله تعالى ونشكره على نعمه وحسن توفيقه حمدا كثيرا مباركا يرضى به

عنا فلا نضل ولا نشقى فهو أهل الثناء والمجد التام والخالص.

ونصلي على خاتم الأنبياء وسيد المرسلين نبينا محمد صلى الله عليه وسلم.

ثم يشرفنا أن نتقدم بالشكر الجزيل والامتنان والتقدير إلى الأستاذ المشرف "بوحبل عز الدين" الذي تفضل بقبوله الإشراف على المذكرة والذي نرى فيه صورة مجسمة للخير والفضل ومثالا

طيبا للبدل والعطاء.

كما نشكر الأساتذة الأفاضل على قبول مناقشة المذكرة.

كما لا ننسى أن نتقدم بالشكر إلى كل من بذل معنا جهدا ووفر لنا وقتا ونصح لنا قولا

نسأل الله أن يجزيهم عنا خير الجزاء.

نرجوا من الله عز وجل أن يكون هذا العمل خالصا لوجهه الكريم وبالله الحمد والمنة.

وصل اللهم وسلم على سيدنا محمد.

شكرا

فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
أ- و	شكر وعرفان فهرس المحتويات فهرس الجداول فهرس الأشكال المقدمة
	الفصل الأول: الإطار النظري للابتكارات المالية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مدخل مفاهيمي للابتكارات المالية
3	المطلب الأول: تطور الإبتكارات المالية وعوامل ظهورها
7	المطلب الثاني: ماهية الإبتكارات المالية
14	المطلب الثالث: إستراتيجيات الإبتكارات المالية
17	المبحث الثاني: المشتقات المالية
17	المطلب الأول: مفاهيم حول المشتقات المالية
19	المطلب الثاني: عقود المستقبلات والعقود الآجلة
25	المطلب الثالث: عقود المبادلة وعقود الخيارات
29	المبحث الثالث: التوريق
30	المطلب الأول: مفاهيم حول التوريق
30	المطلب الثاني: منتجات التوريق
38	المطلب الثالث: منتجات التوريق
41	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: تحقيق الإستقرار المالي العالمي بين الرهانات والتحديات
43	تمهيد الفصل
44	المبحث الأول: النظام المالي العالمي، الإستقرار المالي العالمي: مدخل مفاهيمي
44	المطلب الأول: النظام المالي العالمي
51	المطلب الثاني: الإستقرار المالي العالمي
59	المطلب الثالث: محددات الإستقرار المالي العالمي وعلاقته بالإستقرار الإقتصادي والنقدي
62	المبحث الثاني: تحليل سلامة الإستقرار المالي العالمي، واقعه، وإجراءات المحافظة عليه
62	المطلب الأول: تحليل سلامة الإستقرار المالي العالمي

68	المطلب الثاني: الإجراءات التي تساهم في الحفاظ على الإستقرار المالي العالمي
70	المطلب الثالث: واقع الإستقرار المالي العالمي
77	المبحث الثالث: الابتكارات المالية واستقرار النظام المالي العالمي
77	المطلب الأول: الابتكار المالي والاستقرار الاقتصادي
79	المطلب الثاني: الابتكار المالي والمؤسسات المالية
81	المطلب الثالث: الابتكارات المالية والأزمات
82	المطلب الرابع: الابتكار المالي ونمو الدين
83	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: الابتكارات المالية وأثرها على الإستقرار المالي العالمي -دراسة حالة الاقتصاد الأمريكي-
85	تمهيد
86	المبحث الأول: أهمية الابتكارات المالية في الاقتصاد العالمي
86	المطلب الأول: البورصة وعلاقتها بالنشاط الاقتصادي
91	المطلب الثاني: علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي
94	المطلب الثالث: بعض دراسات التأثير الايجابي للأسواق المالية في النمو الاقتصادي
98	المبحث الثاني: الإقتصاد الأمريكي واقع ومؤشرات (2010-2018)
98	المطلب الأول: مكانة الإقتصاد الأمريكي في العالم
101	المطلب الثاني: مؤشرات الإقتصاد الأمريكي
105	المطلب الثالث: مشكلة نمو الدين الأمريكي
110	المبحث الثالث: الابتكارات المالية ودورها في أزمة الرهن العقاري
110	المطلب الأول: أزمة الرهن العقاري
117	المطلب الثاني: المشتقات المالية وعلاقتها بأزمة الرهن العقاري
121	المطلب الثالث: التوريق وعلاقته بأزمة الرهن العقاري
125	المطلب الرابع: تداعيات أزمة الرهن العقاري
129	خلاصة الفصل
131	الخاتمة
136	قائمة المراجع
	ملخص الدراسة

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
الفصل الأول		
10	تصنيف الابتكارات المالية	الجدول (1-1)
23	الفرق بين العقود الآجلة والمستقبلية	الجدول (2-1)
الفصل الثاني		
65	مؤشرات السلامة المالية	الجدول (1-2)
67	مؤشرات الحيطة الكلية	الجدول (2-2)
الفصل الثالث		
93	النمو الاقتصادي العالمي خلال الفترة 2007-2016	الجدول (1-3)
106	الدين الأمريكي خلال الفترة 1990-2009	الجدول (2-3)
119	قيمة العقود في أسواق المشتقات المنظمة والموازية نهاية عام 2010	الجدول (3-3)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
الفصل الأول		
13	علاقة الهندسة المالية بالابتكارات المالية	الشكل (1-1)
22	أنواع العقود المستقبلية	الشكل (2-1)
26	أنواع عقود المبادلات	الشكل (3-1)
29	أنواع عقود الخيار	الشكل (4-1)
35	أدوار مختلف المشاركين في عملية التوريق	الشكل (5-1)
الفصل الثاني		
60	محددات الاستقرار المالي	الشكل (1-2)
61	العلاقة بين الاستقرار المالي والاستقرار النقدي	الشكل (2-2)
64	هيكل المؤشرات الاحترازية الجزئية	الشكل (3-2)
75	آلية العمل لتحقيق الاستقرار المالي العالمي	الشكل (4-2)
الفصل الثالث		
90	أداء بعض البورصات العالمية خلال سنة 2016	الشكل (1-3)
101	مؤشر داو جونز	الشكل (2-3)
102	مؤشر الدولار الأمريكي	الشكل (3-3)
102	العرض النقدي M2 في الولايات المتحدة خلال الفترة (2010-2018)	الشكل (4-3)
103	معدل الناتج المحلي الاجمالي للولايات المتحدة خلال الفترة (2010-2018)	الشكل (5-3)
104	الإنفاق الحكومي في الولايات المتحدة خلال الفترة (2010-2018)	الشكل (6-3)
105	مؤشر ثقة المستهلك	الشكل (7-3)
107	الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الاجمالي خلال الفترة 2010-2018	الشكل (8-3)
111	هيكل سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة	الشكل (9-3)
116	آلية تكون أزمة الرهن العقاري	الشكل (10-3)
119	التطور في حجم التعامل في المشتقات إلى 2009 (بعد الأزمة)	الشكل (11-3)
122	خطوات عملية توريق قروض الرهن العقاري	الشكل (12-3)
125	الهرم المقلوب	الشكل (13-3)

مقدمة

مقدمة

أدى التغير المستمر في بيئة العمل المالي والمصرفي وحركة التكامل التي تشهدها الأسواق المالية المختلفة مع ما تعرفه من استخدام لتكنولوجيا الإعلام والاتصال، إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة للتقليل من المخاطر وتخفيض التكاليف وكذلك تحقيق عوائد، مما استدعى بروز تقنيات حديثة تواكب هذا التطور وتلبي حاجة المؤسسات المالية والمصرفية من خلال "الإبتكارات المالية"، وهكذا ظهرت أدوات مالية جديدة ومتنوعة وفرت للمتعاملين الماليين وغير الماليين مجالات استثمارية مستحدثة وأساليب مبتكرة في التحوط من المخاطر، وكان ذلك بالإعتماد على أسس النظام الرأسمالي بمعنى الفائدة الربوية والمجازفات غير المقيدة، مما جعل منها بدلا من أن تكون أدوات لإدارة المخاطر أصبحت هي الخطر بعينه مما أدى إلى حدوث سلاسل من الأزمات المالية.

في خضم هذه الظروف زاد الإهتمام بالنظام المالي العالمي واستقراره والذي أصبح الحفاظ عليه على مدى العقد الماضي هدفا متزايد الأهمية في سياق السياسات المالية والاقتصادية، لذلك اهتمت الحكومات بضرورة تحقيق الإستقرار المالي كهدف أساسي من أهداف سياساتها العامة، إذ يتعين على السلطات أن تؤدي دورها بنجاح لتحقيق الاستقرار المالي من خلال تحديد التهديدات التي تواجهها بفعالية، حيث يعتبر تحديد مواطن الضعف في القطاعين المالي وغير المالي والصدمات المحتملة جزء حيوي وهام لتحقيق الاستقرار.

وتحتل أسواق الأوراق المالية دورا مهما وكبيرا لا سيما وأنها وسيلة استقطاب وتفعيل المدخرات أو الأموال غير المستثمرة من خلال طرحها على شكل أسهم أو سندات تكون مهياً للطلبات الاستثمارية، ويتحقق من خلالها موازنة بين قوى عرض وطلب تلك الأموال مما أدى إلى بروز الحاجة لوجود أسواق الأوراق المالية لدورها في نمو النشاطات الاقتصادية، وقد استطاعت الولايات المتحدة الأمريكية من الحفاظ على الصدارة في الأسواق المالية العالمية من خلال جملة الوسائل والدعائم التي تمكنها من تحقيق استراتيجيات الهيمنة العالمية، إلا أن ذلك لم يمنعها من التعرض لهزات وصدمات عنيفة ناتجة بالأساس عن التطور الكبير في المنتجات المالية وبقاعات الأسعار كما هو الحال في أزمة الرهن العقاري لسنة 2008، والذي كان لحجم الصدمة التي أحدثتها آثار سلبية على الأسواق المالية العالمية ومن ثم على قرارات الأفراد والمؤسسات والدول.



إشكالية الدراسة

بناء على ما سبق ذكره يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى تأثير الابتكارات المالية على استقرار الاقتصاد الأمريكي و النظام المالي العالمي ككل؟

وقصد الإلمام بمختلف جوانب الدراسة يمكن الاستناد إلى التساؤلات الفرعية التالية:

- هل الابتكارات المالية (المشتقات المالية والتوريق) هي أدوات للتحوط والتغطية؟
- كيف تؤثر منتجات الابتكار المالي على استقرار النظام المالي العالمي؟
- كيف تساهم أسواق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي؟
- ما هو دور الإبتكارات المالية في أزمة الرهن العقاري؟

فرضيات الدراسة

- الهدف من هذه الابتكارات هو خلق أدوات للتحوط والتغطية ضد المخاطر.
- تؤثر منتجات الابتكار المالي على الاستقرار العالمي من خلال سوء استخدام هذه المنتجات من طرف المتعاملين في أسواق المال.
- تقوم أسواق الأوراق المالية بدفع النمو الاقتصادي من خلال قيامها بعدد من الوظائف.
- كان لكل من المشتقات المالية وتقنية التوريق دور في إحداث أزمة الرهون العقارية الأمريكية وتهديد الاستقرار العالمي.

أهمية الدراسة

تكمن أهمية البحث في أن موضوع استقرار النظام المالي العالمي أصبح من أولويات الحكومات والمنظمات خاصة بعد التكامل والترابط الاقتصادي بين مختلف النظم المالية ومؤسساتها وأسواقها المالية، وكذلك التطور الكبير والسريع الذي فرض على الخبراء والباحثين في مجال المال والاقتصاد ابتكار وتطوير منتجات مالية تواكب هذا التطور لتقادي النكسات المتكررة للنظام المالي العالمي.

وتتجلى أهمية البحث في موضوع الابتكارات المالية ومنتجاتها ودورها في تحقيق الاستقرار المالي العالمي من عدمه، وكذلك التأكيد على أهمية سلامة استقرار النظام المالي والمحافظة عليه.

أهداف الدراسة

نهدف من خلال دراستنا هذه إلى:

- معرفة أهم منتجات الإبتكار المالي وفهم طبيعتها.
- معرفة النظام المالي العالمي وأهم التحديات التي تواجهه.

- التعرف على ماهية الإستقرار المالي العالمي وتحليل سلامته.
 - إبراز دور منتجات الإبتكار المالي في تحقيق الإستقرار المالي من عدمه.
 - التعرف على الإقتصاد الأمريكي وأزمة الرهن العقاري.
 - إبراز العلاقة بين نمو الإقتصاد الأمريكي وتطور حجم الإبتكارات المالية.
- أسباب اختيار الموضوع:** تم اختيار البحث لعدة اعتبارات منها:
- الأهمية البالغة للموضوع.
 - الرغبة والميول الشخصي في تناول هذا النوع من الدراسات.
 - ارتباط الموضوع بمجال التخصص.
 - أهمية الإقتصاد الأمريكي كقاطرة للنمو العالمي.

المنهج المتبع

تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي للإلمام بجوانب الدراسة، فالمنهج الوصفي تم استعماله عند التطرق لمختلف المفاهيم و التعاريف المتعلقة بمتغيرات الدراسة، أما المنهج التحليلي فتم استخدامه لشرح وتحليل المعطيات الاقتصادية من خلال البيانات التحليلية والإحصاءات المرتبطة بالدراسة.

صعوبات الدراسة

الصعوبات التي واجهتنا في هذا البحث لا تختلف في جوهرها عن تلك المألوفة لدى جل الباحثين والتي ندرجها في:

- انعدام الإحصائيات المتعلقة بالابتكارات المالية في الإقتصاد العالمي، وهذا ما لم يمكننا من القيام بقياس العلاقة بين الابتكارات المالية والنمو الاقتصادي العالمي.
- تضارب واختلاف الإحصائيات في المؤسسات المالية الدولية.

حدود الدراسة

يتناول موضوع البحث دور الابتكارات المالية في الإستقرار المالي العالمي وبالتحديد في الإقتصاد الأمريكي، ذلك أن الإقتصاد الأمريكي يحتل مكانة هامة وبارزة في الإقتصاد العالمي واستقراره من استقرار النظام المالي العالمي، وقد تم دراسته خلال مرحلة ما قبل اندلاع أزمة الرهن العقاري سنة 2008 وما بعدها من أجل إبراز دور الابتكارات المالية في خلق الأزمات المالية من جهة ، وفي دفع النمو وتحقيق الإستقرار المالي العالمي من جهة أخرى، وقد تم دراسة أزمة الرهن العقاري بصفة خاصة.

تقسيمات الدراسة

على ضوء ما سبق وحسب الإشكالية المطروحة ومن أجل الإلمام بجميع جوانب البحث، تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول كالتالي:

الفصل الأول: من خلال هذا الفصل تم التطرق إلى الإطار النظري للابتكارات المالية وقد قسم إلى ثلاث مباحث حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى مدخل مفاهيمي للابتكارات المالية، وفي المبحث الثاني إلى المشتقات المالية كمنتج من منتجات الابتكارات المالية، وخصص المبحث الثالث لدراسة تقنية التوريق.

أما الفصل الثاني: فقد تناول الإستقرار المالي العالمي حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى النظام المالي العالمي ومفاهيم حول الإستقرار المالي العالمي، أما في المبحث الثاني فقد تطرقنا إلى تحليل سلامة الإستقرار المالي العالمي وإجراءات المحافظة عليه، وفي المبحث الثالث تناولنا الابتكارات المالية والاستقرار المالي العالمي.

ويأتي الفصل الثالث: لدعم الدراسة النظرية وذلك بالدراسة التحليلية لأثر استخدام الابتكارات المالية على الإقتصاد الأمريكي، وقد تم تقسيم هذا الفصل كذلك إلى ثلاث مباحث، يعرض المبحث الأول أهمية الابتكارات المالية في الإقتصاد العالمي، أما المبحث الثاني فقد تم تخصيصه لدراسة الإقتصاد الأمريكي كقوة اقتصادية، في حين تناول المبحث الثالث دور الابتكارات المالية في الأزمات التي تعرض لها الإقتصاد الأمريكي والعالمي وبصفة خاصة أزمة 2008.

الدراسات السابقة

1- عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام العالمي، مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع، الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، يومي 15-16 ديسمبر 2010، جامعة الكويت: حيث تناول في بحثه هذا الهندسة المالية من حيث المفهوم، النشأة، أسباب التطور وكذلك مخاطر التطبيق الخاطيء لهذه الأخيرة على النظام المالي، وقد توصل من خلال دراسته إلى النتائج التالية:

-وظيفة الهندسة المالية في الواقع تكاد تنحصر في تخطي الحواجز والتنظيمات التي تفرضها سلطات الرقابة والضبط.

-الهندسة المالية سلاح ذو حدين.

-إن بعض أدوات المشتقات قد تم تصميمها خصيصا لتمكين المؤسسات الإستثمارية من المقامرة.

-النمو المطرد والهندسي لحجم المشتقات المالية فاق نمو أية أصول أخرى، ما يعني أنها صناعة تنمو بشكل مستقل وغير خاضعة للنشاط الحقيقي المنتج.

2-المانسبع رايح، الهندسة المالية واثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2011/2010: قام الباحث من خلال هذا البحث بدراسة موضوع واقع صناعة الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، والذي قام بعرضه من خلال إبراز أهم جوانب الهندسة المالية التي تعتبر عملية تطويرية في عالم المال نظرا لمختلف الأدوات والتقنيات التي ساهمت في مساعدة المنشآت الاستثمارية، فضلا عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الإستراتيجي للمؤسسات المالية والمصرفية وظهور المراكز المالية العالمية.

كما قام بدراسة الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي اعتبرها نتاج مشكل الرهن العقاري في أمريكا بعد تطرقه إلى تصنيف أهم الأزمات المالية السابقة، ليتوصل في آخر الأمر إلى تخصيص واقع وحقيقة صناعة الهندسة المالية في السوق الثانوية للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية مع التركيز بنوع على تقنية التوريق، ومن ثم استنتاجه لتقييم أثر هذه الصناعة مع صياغته بعض أهم الحلول والتدابير المقترحة لإصلاح النظام المالي العالمي كسبيل للخروج من الأزمة.

3-سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، رسالة ماجستير، تخصص مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012/2011: قامت الباحثة من خلال هذه الدراسة بالتطرق إلى مفاهيم المشتقات المالية وتطورها التاريخي، بالإضافة إلى أهم أنواعها ومخاطر التعامل بها، كما تطرقت إلى دراسة التوريق وأهم منتجاته إضافة إلى قيامها بتحليل الأزمة المالية العالمية 2008 مراحلها وأسبابها.

وقد توصلت إلى أن سوء استخدام هذه المنتجات والتماذي في نشرها وعدم دراية المتعاملين بمدى تعقيدها وخطورتها، إضافة إلى استخدامها لأغراض المضاربة جعلها بدلا من أن تكون أدوات تحافظ على استقرار الأسواق المالية من خلال توزيعها على كافة المتعاملين أصبحت أداة تساعد على تركيز المخاطر وتساهم بشكل كبير في زيادة الفجوة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، مما جعلها من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في تفجير الأزمة العقارية التي تمثل البداية الأولى لهذه الأزمة والتي أدت إلى انهيار الأسواق المالية بشكل خاص والنظام المالي بشكل عام بفعل انتقال العدوى المالية.

4-بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية-دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية 2006-2010- مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011 : في هذه الدراسة قام الباحث بتعريف المشتقات المالية، أهم أنواعها، أوجه استعمالها وحجم المخاطر الناجمة عند استخدامها، كما سلط الضوء على الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الإقتصاديات العالمية والعربية وسبل علاجها، إضافة إلى دراسته تأثير استخدام المشتقات المالية في إحداث الأزمات من خلال توضيح مدى تأثيرها بالأزمة المالية العالمية من جهة، ومدى



تأثير استخدامها للمشتقات المالية في إحداث أزمة داخل السوق من جهة أخرى، وقد أسقط دراسته على سوق الكويت للأوراق المالية.

وقد توصل من خلال دراسته إلى أن المشتقات المالية التي كان هدفها الرئيسي التقليل من المخاطر هي من عظمت المخاطر وعمدت على تحويلها من مستثمر لآخر، كما بينت الدراسة أن سوق الكويت للأوراق المالية لم يتأثر بشكل كبير وأن تأثيرها جاء متأخراً، كما أن تداولات المشتقات المالية في السوق وذلك راجع إلى محدودية حجم التعامل بهذه الأدوات.

الفصل الأول: الإطار النظري للابتكارات المالية

المبحث الأول: مدخل مفاهيمي للابتكارات المالية

المبحث الثاني: المشتقات المالية

المبحث الثالث: التوريق

تمهيد

أدى ظهور الهندسة المالية إلى توفير مجالات ابتكار متعددة في أسواق المال، ويعد الابتكار المالي من أهم المجالات التي تهتم بها إدارة المؤسسات المالية الناجحة، لأن الابتكار المالي يجعل المؤسسة المالية أو البنك متواجد بشكل فعال في السوق المصرفية والمالية، لما فيه من تجديد لمنتجاته المالية لتلبية الاحتياجات التمويلية المعاصرة كالأدوات المالية المشتقة وعمليات التوريق، والتي تتميز بالتعقيد وارتفاع درجة مخاطر استعمالها وكذلك ارتفاع الطلب عليها.

كما يفترض أن يؤدي الابتكار المالي إلى تخفيض تكاليف المعاملات وبالتالي تسهيل تبادل السلع والخدمات مما يساعد على جعل الأسواق أكثر تكاملاً وكفاءة وأكثر سيولة وأكثر عمقا.

وسنحاول في هذا الفصل دراسة الابتكارات المالية في إطارها النظري والذي قسم إلى ثلاث مباحث

كالتالي:

المبحث الأول: مدخل مفاهيمي للابتكارات المالية.

المبحث الثاني: المشتقات المالية.

المبحث الثالث: التوريق.

المبحث الأول: مدخل مفاهيمي للابتكارات المالية

إن من الأمور المهمة التي تحتاج إلى الكثير من العناية من قبل المؤسسات بشكل خاص والحكومات بشكل عام الابتكار، ونظرا للمشاكل التي تمس أنشطة ومجالات كثيرة ومنها المجال المالي الذي يمثل عصب الاقتصاديات الحديثة، فقد عرف الابتكار المالي نموا ملحوظا وقفزات نوعية خاصة في الدول الغربية معلنة ميلاد صناعة جديدة في عالم الاقتصاد.

المطلب الأول: تطور الابتكارات المالية وعوامل ظهورها

الفرع الأول: نشأة الابتكارات المالية

عمليات الابتكار المالي ترجع إلى العصور القديمة، فأول أشكال الابتكار المالي في العصور البدائية هو عملية القروض الأحادية من شخص لآخر، وهناك أدلة على أن القروض استخدمت في الحضارات القديمة وأنها تطور طبيعي لاقتسام المخاطر، وفي روما القديمة تطورت الأعمال المصرفية إلى مدى بعيد فقد عرفت قبول الودائع وإقراض النقود وظهور الصيرافة لم تكن من المسائل التي تحتاج إلى إقامة الدليل على صحتها، فمن الثابت من الوثائق التاريخية للعصور الوسطى أن الكنائس كانت تدخر مكتنزات من النقود المعدنية والحلي والذهب والفضة، وكان يجري إقراضها للأمرء والحكام الذين كانوا في حاجة إلى النقود إما للقيام بالحروب أو التخفيف من آثار المجاعات¹.

ومن وجهة نظر ميرتون نيلر أن الفترة من منتصف الستينات إلى غاية منتصف الثمانينات كانت فترة فريدة من نوعها، فقد شهدت العديد من الابتكارات المالية أكثر من أي فترة فقد طورت الأسواق المالية العديد من المنتجات المالية الجديدة لنقل المخاطر وتجارة تبادل الأموال، ويرى بأن الابتكار المالي هي القوة الدافعة للنظام المالي العالمي لرفع مستوى الكفاءة الاقتصادية من خلال اقتسام المخاطر وتخفيض تكاليف الخدمات².

أما الأدوات الماليتان المهمتان وهما الأسهم والسندات فكلاهما اقتزن ظهورهما بظهور شركات المساهمة وتقدم الفن الإنتاجي وتم تطويرهما في القرن السادس عشر³، وبذلك توسع سوق الطرح الأولي بعد الحرب العالمية الثانية إلى القدرة على تمويل التصنيع على نطاق واسع فظهرت أسواق جديدة في العديد من

¹ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار الجامعات للنشر، مصر، 2004، ص 87.

² سهام عيساوي، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال-دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي-أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص 42.

³ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 87.

المجالات كالطيران والسيارات والترفيه... مما جعل الولايات المتحدة تدفع بنموها الاقتصادي نحو الاستثمارات الرأسمالية الضخمة¹.

الفرع الثاني: تطور الابتكارات المالية

يشير داركر إلى أن العقدين مابين 1950 و1970 قد شهد العديد من الابتكارات مثلت طفرة في تاريخ الابتكار المالي، اليورودولار وسندات اليوروبوند كانتا مجرد اثنين من هذه الابتكارات، إضافة إلى أنه كانت هناك المؤسسات الاستثمارية والتي بدأت بابتكار أول صندوق استثمار وهو في عام 1950 والذي تبعه ازدهار عظيم في صناديق استثمار الشركات.

أما الستينات فقد شهدت ابتكار بطاقات الائتمان وهو الأمر الذي بعث الحياة في البنوك التجارية للبقاء على الرغم من القروض التجارية التي كانت من الأعمال التقليدية للبنوك. وهناك قناعة لدى كافة دوائر البحث والابتكار أن المعرفة التي أسفرت عنها البحوث العلمية والابتكارات وعمليات الإبداع تمثل المدخل الأساسي لتنمية القدرات الذاتية وتوليد التكنولوجيا.

ليس مفاد ما تقدم أن الابتكار المالي وليد اليوم، ذلك أن العديد من الابتكارات رغم ما أعلن عن حدوثها لم تكن جديدة مطلقا وهناك العديد من الأمثلة على ذلك، فعقود الخيار والعقود الآجلة والمستقبلية ليست أدوات مستحدثة فإذا عدنا بالتاريخ إلى الوراء فسوف نكتشف أن أسواقا منظمة للعقود المستقبلية وجدت في القرن الثامن عشر، وأن بورصات العقود المستقبلية في فرانكفورت أنشأت عام 1867، وتم التعامل في عقود الخيار على السلع في بورصة شيكاغو للتجارة عام 1920 وبدأ التعامل في مصر في العقود الآجلة عام 1907.

وإذا ما كانت عقود الخيار والعقود المستقبلية ليست جديدة كلية فإن تكاثر ونمو الأسواق المنظمة للأسهم والأوراق المالية ذات الدخل الثابت خلال العقود الثلاثة الماضية ليس مسبوقا، ولعل تطور هذه الأسواق التقليدية كان ضروريا للغاية لخلق منتجات مالية متنوعة لمواجهة احتياجات المستثمرين ومصدري الأوراق المالية الخاصة بالشركات.

وإذا ارتفعت مستويات كفاءة الأسواق أصبح من الصعب بالنسبة للاستثمار التقليدي واستراتيجيات الإدارة المالية أن تجني أرباحا مقبولة، فما كان بالأمس ابتكارا أصبح اليوم سلعا منتشرة في الأسواق².

¹ سهام عيساوي، مرجع سبق ذكره، ص42.

² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص ص82-85.

الفرع الثالث: عوامل ظهور الابتكارات المالية

لقد ساهمت العديد من العوامل في ظهور مفهوم الابتكارات المالية ومن أبرز تلك العوامل نذكر:

أولاً: العوامل غير المباشرة

أ. ظهور احتياجات مختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل¹: تقوم الوسائط المالية (البنوك، شركات تأمين، وسماسرة...) عموماً بتسهيل تمويل الأموال من وحدات الفوائض المالية لوحدة العجز المالي، ويمكن القول بأن هذه المهمة كان من الممكن للأفراد القيام بها بأنفسهم على الأقل نظرياً من دون الحاجة إلى هذه المؤسسات والوسائط المالية، ولكن أصبح من المسلم به الآن أن قيام الأفراد بهذا العمل يؤدي إلى شيء كثير من عدم الفعالية وقلة في الكفاءة.

وعلى الرغم من ذلك فإن ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق، جعل من العسير على هذه الوسائط المالية بصورتها التقليدية ومهامها القديمة من إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموماً، ولذلك ظهرت الحاجة لابتكار وابتداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.

ب. تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض²: مما لا شك فيه أن تقنية الحاسوب قد أثرت في القطاع المالي بصورة كبيرة سواء حدوده ومفهومه أو طريقة عمله، فقد أثر الحاسوب في أشياء أساسية في هذا السوق مثل ماهية النقود نفسها وعلى أشياء فرعية مستحدثة مثل كيفية عمل التحويلات النقدية بين العملاء، ولكن ظهور شبكات الاتصال بالذات ساعد على تمويل الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير تتعدم فيه الحواجز الزمانية والمكانية ويصل مداه إلى مدى وصول المعلومة المرسله. ونظراً لأن هناك احتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات فقد أصبح من السهل تصميم الاحتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذا السوق العالمي الكبير، وبالطبع كلما زاد عدد المشاركين في هذه الأسواق كلما تمكن مبتكرو ومصممو الأوراق والأدوات المالية من العمل بصورة اقتصادية مقبولة، أي أنهم يجدون مساحة واسعة للحركة وكلما صمموا أو ابتكروا أداة جديدة وجدوا من يطلبها ويقبلها.

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، دار الوراق، 2008، ص 23.

² زينب بوشن، الهندسة المالية ودورها في إدارة المخاطر - دراسة حالة البنك الفرنسي **bapparibas** - مذكرة ماستر في علوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2014/2015، ص 8.

ب. ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية: يعني مفهوم الفعالية في سوق المال مدى قدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفرات ملحوظة وبسرعة ودقة عاليتين، وهذان المعياران (الكفاءة والفعالية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين وتوجه الأسواق عموماً نحو درجات عالية من تجويد وتقديم الخدمات للعملاء، ولذلك نجد في هذا الجو أدوات أو وسائل مالية (مثل تبادل أسعار الفائدة) تحل محل طرق تمويل قديمة نسبياً (مثل إعادة تمويل القروض)¹.

ج. الحاجة إلى إدارة المخاطر: نتيجة للمخاطر التي يتعرض لها المستثمرون (أسعار السلع، أسعار الفائدة أسعار العملات وأسعار الأوراق المالية)، كان لا بد من وجود آلية تعمل على تدنية تلك المخاطر أو تفاديها، ومن هنا مكنت الابتكارات المالية من إعادة توزيع المخاطر المالية طبقاً لتفضيلات المستثمرين².

ثانياً: العوامل المباشرة

هناك العديد من النظريات حول أسباب وجود ونشوء الابتكار المالي، لكن يمكن تلخيصها في أنها استجابة لقيود معينة تعوق عن تحقيق الأهداف الاقتصادية كالريح والسيولة وتقليل المخاطرة. هذه القيود قد تكون قانونية مثل منع عقود أو تعاملات معينة قانوناً، أو قيود تقنية مثل صعوبة نقل منتجات معينة، أو تحويل مواد إلى أخرى، أو قيود اجتماعية مثل تفضيل نوع معين من المنتجات على أخرى، وبكلمة وجيزة "الحاجة أم الاختراع" فالحاجة لتجاوز هذه القيود لتحقيق الأهداف الاقتصادية هي التي تدفع المتعاملين للابتكار والاختراع كما هو شأن النشاط البشري في سائر أوجه الحياة الإنسانية³.

وما أدى إلى ظهور مفهوم الابتكارات المالية وساعد على إنزاله إلى أرض الواقع عدة أسباب منها:

- أ. انهيار اتفاقية بريتن وودز: وهو الأمر الذي ترتب عليه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف فكانت سبب لتطور عقود الصرف الآجل والبحث عن آلية للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف.
- ب. زيادة حدة التضخم في بداية الثمانينات وما صاحبها من زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 24.

² نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، 2014/2015، ص 46.

³ عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، بحث مقدم إلى مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، من 15-16 ديسمبر، الكويت، ص 4.

ج. انهيار أسواق الأوراق المالية العالمية المتتالية: حيث دفعت المستثمرين للبحث عن حماية لأصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات المالية.

د. المنافسة الشرسة فيما بين المؤسسات المالية والمصرفية إذ دفعت بهذه المؤسسات إلى استنفار دوائر البحث والابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر، وتقديم حلول لمشاكل التمويل والقفز فوق القيود التي تفرضها السياسات النقدية¹.

المطلب الثاني: ماهية الابتكارات المالية

يأتي الاهتمام بالابتكار المالي في القطاع المصرفي في ظل الضغوط التنافسية الحادة التي تفرضها التغيرات الجذرية في العالم بفضل ثورة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات.

الفرع الأول: مفهوم الابتكارات المالية

تعددت المفاهيم واختلفت حول مصطلح الابتكارات المالية نظرا لما يتخلله من معاني نابذة بالأساس من المجال الذي تدور حوله.

أولاً: تعريف الابتكار المالي

أ. لغة و اصطلاحاً:

يعني الابتكار لغة: المبادرة إلى الشيء والإسراع إليه أي الإقدام على فعل يسبق به صاحبه بقية الناس والتفكير الابتكاري يعني الوصول إلى نتائج إبداعية.

أما الابتكار اصطلاحاً: فيعني عملية خلق أو إنتاج شيء جديد على أن يكون أصيلاً وملائماً للواقع كذلك مضمون ويحل مشكلة من المشكلات، ويحضر بالقبول الاجتماعي فعرّفه تورانس: "بأنه قدرة الفرد على تجنب الطرق التقليدية في التفكير مع إنتاج أصيل وجديد يمكن تنفيذه"².

ب. اقتصادياً:

هو عملية فكرية منفردة تساهم في إحداث نقلة نوعية في المجالات المالية على المستويين الكلي و/أو الجزئي، تجمع بين المعرفة والعمل القائم على الأفكار الجديدة، يقودها أشخاص متميزون بحيث تتحقق النفع للمجتمع ككل أو المنظمة التي يعملون فيها من خلال إيجاد الحلول لمختلف المشكلات المالية أو المشكلات

¹ موسى بن منصور، الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الأصالة والتقليد، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية¹، يومي 5 و6 ماي، جامعة سطيف 2014، الجزائر، ص 5.

² ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية -دراسة حالة ماليزيا والسودان - مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص 24.

التي تعرقل التطور في المجالات المالية، من خلال تلبية وإشباع الحاجيات القائمة و/أو استغلال الفرص أو الموارد المعطلة¹.

يعرف كذلك على أنه: هو عدم التقيد بحدود معينة فلا يجب تقييده بتعريف محدد والابتكار المالي هو ببساطة كل ما هو جديد وغير معروف في الأساليب المالية أو الأدوات أو المؤسسات أو الأوراق والتي تضع بدائل جديدة لمتخذي القرارات².

وإذا ما تحدثنا عن الابتكار المالي فليس بوسعنا أن نتجاهل واحدا من أبرز الاقتصاديين الذين ساهموا في إثراء علم الاقتصاد، ويقترن باسمه مصطلح الابتكار وهو الاقتصادي الأمريكي النمساوي جوزيف شومبيتر صاحب نظرية التنمية الاقتصادية والذي دعا إلى الابتكار. والابتكار عند شومبيتر يقصد به:

- أن يجلب إلى السوق منتج جديد متميز عن غيره وله وزنه في الأهمية.
- تقديم فن إنتاجي متقدم.
- فتح أسواق جديدة³.

بينما يرى فرنكلين ألين و غالين ياغو بأن: "الابتكار المالي هو أي تطور جديد في نظام مالي وطني أو دولي"⁴.

مما سبق يمكننا القول أن الابتكار المالي هو: القيام بدراسة مستمرة لاحتياجات العملاء الفعلية ومن ثم العمل على تصميم وتنفيذ المنتجات المالية المناسبة لهذه الاحتياجات.

ثانيا: مراحل عملية الابتكار المالي: تتم عملية الابتكار المالي على المراحل التالية⁵:

أ. وصف المشكلات التي تواجهها المنظمة (المؤسسة المالية) وأنواعها، وذلك من خلال تقييم النظام المعمول به ومدى تحقيقه لأهدافه بغية تحديد الفجوة بين ما تقوم به المؤسسة وما يفترض أن تقوم به.

ب. إدراك المشكلة عن طريق ما تحتاجه من فعل لمجابهتها أو بلورتها.

ج. توصيف الحلول التي يمكن تطبيقها.

د. انتقاء البديل الأمثل والعمل على تطبيقه.

¹ موسى بن منصور، مرجع سبق ذكره، ص 4-5.

² ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص 24.

³ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 78.

⁴ ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص 24.

⁵ موسى بن منصور، مرجع سبق ذكره، ص 5.

هـ. متابعة نتائجه ومدى التجديد الذي ينبغي إضافته في كل مرة.

ثالثا: أنواع الابتكارات المالية:

ازداد الابتكار المالي تعقيدا وأصبح من الصعب فهم ما يحدث من وقت لآخر غير أنه لا يخرج من الأبعاد الثلاثة التالية¹:

أ. تحويل الأصول المالية إلى منتجات أكثر تطورا أو أقل وفقا لاحتياجات المستخدمين النهائيين من حيث المخاطر والإستثمار ضمن مدة معينة (مثل إيداع أدوات مالية مبتكرة وبسيطة وأدوات إدارة المحافظ الفردية أو الجماعية).

ب. إيجاد آليات لتسعير الأدوات المالية (في السوق المنظم أو غير المنظم).

ج. تطوير التكنولوجيا اللازمة لتداول هذه الأدوات وتوفير جميع المعلومات ذات الصلة.

رابعا: تصنيف الابتكارات المالية²: في سنة 1986 وضع بنك التسويات الدولية نظاما لتصنيف الابتكارات المالية ثم جاء لولين وصنف الابتكار المالي في كتابه "الابتكارات المالية في الخدمات المعرفية والشركات"، وبقي هذا إلى أن جاء بيريز سنة 2002 وقدم تصنيفا آخر.

أ. التصنيف الأول: وهو تصنيف بنك التسويات الدولية مع إضافات لولين:

- ابتكارات نقل المخاطر: هي الابتكارات التي تقلل من المخاطر الكامنة أو تمكن حاملها من التحوط ضد خطر معين ، مثل عقود مبادلة التعثر عند السداد CDS.
- ابتكارات تعزيز السيولة: هي ابتكارات لديها القدرة على زيادة سيولة الأوراق المالية والأصول، مثلا الأصول المورقة تجعل من الممكن بيع القروض في السوق الثانوية مما يوفر لمؤسسات الإقراض القدرة على تغير هيكل محفظتها.
- ابتكارات توليد الأسهم: هي أدوات تمنح خصائص الأسهم للموجودات، حيث أن طبيعة خدمة الديون فيها محددة سلفا كما يتم تحديد معدل العائد لأصل مالي بناء على أداء الجهة المصدرة مثل مبادلة الديون بالأسهم.
- ابتكارات التأمين: مثل عقود CDS حيث يدفع المشتري للبائع جزء من أقساط التأمين مقابل أن يتعهد البائع بتعويض المشتري في حال حدوث خلل ما.

¹ ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص 24.

² المرجع نفسه، ص 25-26.

- ابتكارات إدارة الأصول والخصوم: وذلك من خلال تقديم إدارة المخاطر وتوسيع فرص الإقراض أو تغيير هيكل الخطر في الميزانية العامة للبنك.
 - الابتكارات التمويلية للمؤسسات المالية: مثل الرهون العقارية.
 - ابتكارات توليد الائتمان: مثل توريق البنك لبعض قروضه.
- ب. التصنيف الثاني: اقترح بيريز سنة 2002 تصنيفا بديلا للابتكارات المالية وهو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم(1-1):تصنيف الابتكارات المالية

أمثلة	نوع الابتكار المالي
قروض البنوك، رأس المال الاستثماري، وشركات المساهمة.	أدوات ابتكارية لمساعدة الأنشطة الحقيقية.
السندات.	أدوات لمساعدة الشركات على النمو والتوسع.
التحويلات البرقية، فحص الحسابات الشخصية، أجهزة الصراف الآلي، الخدمات المصرفية الإلكترونية.	تحديث الخدمات المالية.
صناديق الاستثمار، السندات والاكتتابات، المشتقات وصناديق التحوط.	أدوات هادفة للربح ونشر الإستثمار والمخاطر.
المبادلات، العقود الآجلة، عمليات الدمج وعمليات الإستحواذ.	أدوات لإعادة تمويل الإلتزامات أو تعبئة الأصول.
مراجعة العملات الأجنبية، الملاذات الضريبية، العمليات خارج الميزانية.	ابتكارات مشكوك فيها (محل تساؤل).

المصدر: ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص26.

الفرع الثاني: الهندسة المالية

إن الهندسة المالية بمفهومها الواسع قديمة قدم المعاملات المالية والتنظيم المالي للشركات، على الرغم من أنها تبدو في بعض مجالات تطبيقها من المواضيع الحديثة نسبيا.

أولاً: تعريف الهندسة المالية

الهندسة المالية هي مجموعة متعددة وواسعة من الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتقييد والاندماج وإعادة الهيكلة المالية للشركة وغيرها من الأنشطة المالية، وتنشأ الحاجة إلى الهندسة المالية إما استجابة لفرص استثمارية تحتم على المستثمر أو الشركة عدم تضيقها، أو التعامل مع ظروف

المنافسة الدولية وتزايد المخاطر الملازمة للأنشطة الاستثمارية، وبذلك تعتبر الهندسة المالية من أدوات ووسائل التحوط المالي التي لا يمكن لأي مؤسسة أو مستثمر الاستغناء عنها¹.

وتعرف كذلك بأنها: "تصميم، تطوير والتزود بتقنيات مالية مبتكرة وصياغة حلول عملية للمشاكل المالية"، وكذلك: "هي التطبيق العملي لمبادئ رياضية أو علمية لحل مسائل أو لتصميم منتجات وخدمات مفيدة"².

وهناك من عرفها على أنها: "توليد أدوات أو أوراق مالية جديدة لمقابلة احتياجات المستثمرين أو طالبي التمويل المتجدد للأدوات التمويل التي تعجز الطرق الحالية عن الإيفاء لها"³.

من خلال التعاريف السابقة نجد الهندسة المالية تهتم بثلاث أنواع من الأنشطة⁴:

أ. ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقة ائتمان.

ب. ابتكار آليات تمويلية جديدة، من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التبادل التجاري من خلال التجارة الإلكترونية.

ج. ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الدين ، وإعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.

ثانيا: أهمية الهندسة المالية

تكتسي الهندسة المالية أهميتها بالنسبة للشركات من خلال كونها تقدم الحلول المبتكرة للإشكاليات التي يمكن أن تواجهها وتؤثر على وجودها و استمراريتها مثل غياب التفاهم في الهيئات الاجتماعية، عدم التناسق بين المساهمين والصراع بين الأغلبية والأقلية أو في حالة سيطرة المصالح الذاتية الفردية على المصلحة الجماعية فيها، ومن هنا يظهر الدور الأساسي الذي تلعبه الهندسة المالية في تحليل سلوك مختلف الأطراف والقوى الحاضرة في المؤسسة والإشكاليات التي تطرحها، ومن ثم تقديم الحلول لهذه الإشكاليات من خلال تصميم منتجات وتقنيات مبتكرة ومفصلة على مقياس كل طرف، وهذه المنتجات والتقنيات يمكن أن تكون ذات طبيعة مالية، قانونية، ضريبية، وتنظيمية⁵.

¹ محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، والاستراتيجيات، مفاهيم أساسية، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، 2011، ص 245-246.

² هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 22.

³ المرجع نفسه، ص 23.

⁴ نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 45.

⁵ عمر قبيرة، الهندسة المالية وإدارة مخاطر تجميع رأس المال في المؤسسات الاقتصادية-دراسة حالة شركات مؤشر CAC40-

أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف-1، الجزائر، 2018/2017، ص 65-66.

ثالثا: مجالات الهندسة المالية: تغطي الهندسة المالية المجالات التالية¹:

- أ. الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الادخار والإقراض.
- ب. تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي القانوني.
- ج. نشاط الإستثمارات، مدير محفظة الأوراق المالية والمحلل المالي القانوني.
- د. تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الإستثمار والتأمين ومكاتب التأمين.
- هـ. إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية والتجارية-الخاصة والعامة-المحلية والدولية-لغرض الربح أو لغير ذلك.

رابعا: أهداف الهندسة المالية: تسعى الهندسة المالية إلى تحقيق الأهداف التالية²:

- أ. خفض حجم المخاطر المالية من خلال إيجاد و تطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة، والتي يمكن من خلال تنظيمها أو هندستها بتوليفات معينة تحديد مراكز التعرض للمخاطر وإدارتها بأفضل صورة ممكنة أو نقل المخاطر من وحدة اقتصادية إلى أخرى، وذلك عن طريق عقود مناسبة بما يساهم في السيطرة بدقة على المخاطر المالية التي تتعرض لها المنشآت.
- ب. إعادة هيكلة التدفقات النقدية من أجل تحقيق إدارة مالية أفضل، كاستخدام عمليات مبادلات سعر الفائدة وذلك من أجل تحويل معدلات الفائدة المتغيرة على القروض إلى معدلات ثابتة لأغراض ضريبية، أو من أجل تحقيق مقدرة أفضل على التنبؤ بالتدفقات المالية.
- ج. تحقيق الكفاءة الاقتصادية بتخفيض تكاليف المعاملات من خلال إيجاد معاملات معينة والدخول فيها، بحيث تكون هذه المعاملات كبيرة الحجم ومنخفضة التكلفة نسبيا فتكاليف المعاملات من خلال أدوات الهندسة المالية عادة ما تكون أقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية.
- د. تعزيز فرص تحقيق الربح من خلال إيجاد أدوات مالية جديدة يمكن استخدامها في عمليات الاستثمار و/أو التحوط و/أو المضاربة، وتكون مخاطرها أقل من سواها من الأدوات.
- هـ. تحسين سيولة الأسواق المالية بشكل عام والمتعاملين فيها بشكل خاص، وذلك من خلال إتاحة الفرصة للتعامل مع مجموعة متنوعة من الأدوات المالية التي تتميز بالسيولة المرتفعة نسبيا.

خامسا: علاقة الهندسة المالية بالابتكار المالي

¹ فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، دون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 125.

² محمد عبد الحميد عبد الحي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، سوريا، 2014، ص 11-12.

عادة ما يتم التعبير عن الابتكار المالي بالهندسة المالية، ولعل الباحث عن الفرق بين المصطلحين لا يكاد يجد فرقا بينهما.

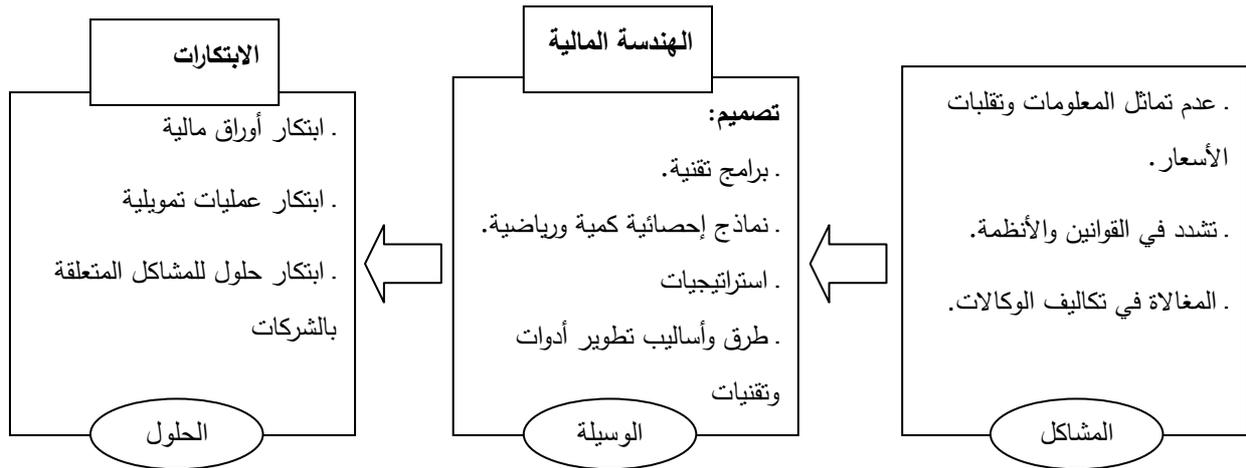
فالهندسة المالية تقوم على تحفيز عمليات الابتكار المالي من أجل إيجاد الحلول الملائمة لمشاكل التمويل والتي تتمثل في خلق منتجات جديدة وتطوير الاستراتيجيات القائمة وبناء المحافظ الاستثمارية، ومن هنا يظهر لنا الدور الهام الذي تلعبه الهندسة المالية، فالابتكار المالي والذي يمثل الركيزة الأساسية لها قد أحدث خلال العقدین الأخيرین تغييرات جذرية في الأدوات والعمليات المالية¹.

ويجب مبروتون على العلاقة بين الهندسة والابتكار فيقول أن الهندسة هي وسيلة لتنفيذ الابتكار وهي منهج مصوغ في صورة نظام أو مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدمه مؤسسات أو شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها، فالهندسة المالية والابتكار المالي هما عمليتان متكاملتان تعتمد كل واحدة منهما على الأخرى، فالحاجة تدفع للابتكار والابتكار المالي يعتمد على الهندسة المالية لتوظيف النماذج، ثم تتم عملية طرحها أخيرا في الأسواق في صورة أدوات مالية وخدمات لها فضل الأسبقية، فالهندسة المالية هي مبادئ واستراتيجيات لتطوير الحلول المالية المبتكرة².

أما ماسون يرى بأن الإبتكار المالي يجب أن يساهم في تحسين الأداء الاقتصادي من خلال ثلاث مداخل: "تحقيق الكمال للسوق، تخفيض تكلفة المعاملات، وتحسين السيولة وتخفيض تكلفة الوكالة"³.

وعلى هذا الأساس نلخص العلاقة بين الهندسة والابتكار المالي كما يلي:

الشكل رقم (1-1): علاقة الهندسة المالية بالابتكارات المالية



المصدر: ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص 27.

¹ محمد عبد الحميد عبد الحي، مرجع سبق ذكره، ص 10.

² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 83.

³ ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص 27.

المطلب الثالث: استراتيجيات الابتكارات المالية

يقصد باستراتيجيات التعامل بالابتكارات المالية الأهداف التي يسعى المتعاملون إلى تحقيقها باستخدام منتجات الابتكارات المالية ونذكر منها:

الفرع الأول: المضاربة

أولاً: تعريف المضاربة: تعتبر المضاربة: "عملية تداول الأوراق المالية بهدف تحقيق الربح من توقع الأسعار في المستقبل، اعتماداً على المعلومات التي يجمعها المضارب ويحللها أو في بعض الأحيان التي يصنعها"¹.
أوهي: "بيع أو شراء صوريين لا بغرض الاستثمار، ولكن للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، إذ ينخفض بشدة معامل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية وبين القيمة الحقيقية من الناحية الأخرى"².

ويختلف المضاربون باختلاف توقعاتهم بشأن أسعار الأصول المالية المتداولة، فنجد المضارب على الصعود وهو المضارب الذي يعتقد أن الأسعار تأخذ اتجاهاً تصاعدياً، فيقوم بشراء أوراق مالية في الوقت الحاضر على أن يبيعها بسعر مرتفع مستقبلاً محققاً ربحاً من الفرق بين السعرين، أما المضارب على الهبوط فهو الذي يعتقد أن الأسعار تتجه نحو الانخفاض، فيقوم ببيع الأوراق المالية في الحاضر على أمل شرائها بسعر أقل في المستقبل³، فهذه العملية تختلف تماماً عن أنشطة وعمليات التغطية أو التحوط حيث يختلف المتحوطون عن المضاربين في كونهم يتفادون التعرض للتقلبات والتحركات السريعة في السوق ويتخلون عن أي شكل من أشكال المراهنة حول ارتفاع أو انخفاض السعر وبالتالي يمكن استنتاج بعض الخصائص المميزة للمضاربين كما يلي⁴:

- استعدادهم لتحمل مخاطر عالية.
- تحقيق الربح العالي.
- يقومون بعملية المضاربة اعتماداً على تنبؤاتهم.
- يعتمدون على الأجل القصير.

¹ أمال معلم، لمياء حمر العين، دور الهندسة المالية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية-دراسة حالة التجربة السودانية- مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2018/2017، ص 37.

² أمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية-دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية- رسالة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012/2011، ص 72.

³ أمال معلم، لمياء حمر العين، مرجع سبق ذكره، ص 37.

⁴ زينب بوشن، مرجع سبق ذكره، ص 27.

- يقومون بالبيع والشراء المستمرين للعقود وعدم الاحتفاظ بها لفترة طويلة.
- **ثانياً: استراتيجية المضاربة:** وجدت المضاربة عندما ظهرت طبقة من المتعاملين في الأسواق المالية هدفهم شراء أوراق مالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع أسعارها والحصول على فارق السعر كربح رأسمالي وتحقيق هذا الهدف يتوقف على:
- وجود فروق الأسعار بين البيع والشراء.
- زيادة عدد الصفقات التي تتم وسرعتها مع زيادة كمية الأوراق المتعامل بها.

بما أن معرفة المتعاملين بفروق الأسعار أمر تقديري يدخل في عدم اليقين والمخاطرة والمجازفة¹، فإن استخدام العقود المشتقة في المضاربة يتم عن طريق محاولة استغلال التقلبات السوقية المتوقعة في الأسعار ومعدلات الصرف والفائدة والتأثير المرتبط بذلك على بعض الأصول أو الالتزامات بما يسمح بتحقيق مكاسب نتيجة حدوث زيادات سعرية في قيمة عقود المشتقات المرتبطة بتلك الأصول والالتزامات².

الفرع الثاني: التحوط

أولاً : تعريف التحوط: عموماً التحوط هو الحماية من خسائر محتملة ففي الأسواق المالية يركز التحوط على تقليل أو منع المخاطر (الخسائر المحتملة) نتيجة التقلبات السعرية، فإن القيام بالتغطية (أو التحوط) يعني اتخاذ مركز موازنة بعض أنواع المخاطر، فهي ليست سلوك أو تصرف في أرباح شاذة متوقعة بل هي تغيير الخطر المتأصل أو الملازم للأصل المراد امتلاكه، أو هي نقل وترحيل مؤقت لخطر محتمل في السوق لدى المتعامل في أسواق أخرى حيث يكون الهدف من هذه العملية الحفاظ على الحصة السوقية لموجود معين أو تثبيت الكلفة القائمة لالتزام معين أو الحد من الخسائر التي تتطوي عليها مخاطر الاستثمار خلال مدة محددة³.

ثانياً: استراتيجية التحوط: هناك عدد من الاستراتيجيات التي يتم استخدامها للتحوط ضد المخاطر أو لتقليلها إلى أدنى حد ممكن، ولعل أهم تلك الاستراتيجيات تلك اللتان يتم توظيفهما في التمييز بين التحوط الذي ينطوي على مركز قصير، والتحوط الذي ينطوي على مركز طويل⁴:

¹ زينب بوشن، مرجع سبق ذكره، ص 28.

² تقي الدين حميدان، لطفي بلعيد، دور الهندسة المالية في تطوير منتجات المصارف الإسلامية-دراسة عينة منتجات مالية إسلامية مبتكرة لبعض المؤسسات المالية الإسلامية خلال الفترة 2010-2012- مذكرة ماستر في العلوم التجارية، جامعة العربي التبسي، تيسة، 2016/2015، ص 33.

³ زينب بوشن، مرجع سبق ذكره، ص 28.

⁴ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 321.

أ. استراتيجية التحوط باستخدام مركز قصير: حيث تسمح هذه الاستراتيجية للمستثمر بأن يبيع أصلاً مالياً أو سلعة معينة وفق عقد ينفذ مستقبلاً، فيتجنب مخاطر انخفاض الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز قصير في السوق المستقبلي، ويحقق ذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل أثناء التنفيذ (السعر المنخفض) وسعر البيع المتفق عليه في العقد (السعر المرتفع)، ومثال ذلك البيع على المكشوف*¹.

ب. استراتيجية التحوط باستخدام مركز طويل: وتسمح هذه الاستراتيجية للمستثمر بأن يشتري أصلاً مالياً أو سلعة وفق عقد ينفذ مستقبلاً، فيتجنب مخاطر ارتفاع الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز طويل في السوق المستقبلي، ويحقق بذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل أثناء التنفيذ (السعر المرتفع) وسعر البيع المتفق عليه في العقد (السعر المنخفض)².

الفرع الثالث: استراتيجية المراجعة

المراجعة: تعتبر المراجعة من بين العمليات التي تمكن بعض المستثمرين من الحصول على أرباح لا يمكن لأي كان أن يحصل عليها وذلك بسبب عدم التوازن في السوق، حيث يقوم المستثمر بشراء السلعة ذات السعر المنخفض في السوق ويبيعها في سوق آخر تكون فيه هذه السلعة مرتفعة الثمن وهو بذلك يستفيد من الفرق بين السعريين، وهذه كفيلاً بإرجاع السوق إلى حالة التوازن بسبب حدوث ارتفاع في الأسعار المنخفضة وانخفاض في الأسعار المرتفعة³. ويتم من خلالها كذلك تقييد أو تثبيت ربح عديم المخاطرة عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات في سوقين أو أكثر، حيث تكون المجازفة ممكنة عندما يصبح هناك عدم توافق (أو عدم توازن) بين سعر عمليات التسليم الآجل لأصل ما والسعر النقدي⁴.

* البيع على المكشوف: يعرف على أنه بيع أصول مالية مثل الأسهم أو العملات وغيرها دون امتلاك هذا الأصل ومن ثم إعادة شرائه عند انخفاض السعر والاستفادة من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.

¹ أمال معلم، لمياء حمر العين، مرجع سبق ذكره، ص 36.

² أمال لعش، مرجع سبق ذكره، ص 71.

³ المرجع نفسه، ص 72.

⁴ مختار بونقاب، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية، دراسة نماذج لمنتجات مالية

إسلامية مبتكرة لعينة من المؤسسات المالية الإسلامية خلال الفترة 2007-2012، مذكرة ماستر في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011، ص 38.

المبحث الثاني: المشتقات المالية

المشتقات المالية بأنواعها المختلفة إحدى أهم الابتكارات المالية التي ميزت الساحة المالية الدولية باعتبارها أبرز مظاهر العولمة المالية، حيث بدأ التعامل بها منذ أوائل السبعينات لمواجهة التقلبات الحادة التي شهدتها الأسواق المالية، ورغم وجود أشكال المشتقات في الأسواق منذ قرون إلا أنها تطورت بشكل كبير وتزايد استخدامها مما جعلها تحوز على مكانة بالغة نظرا لسرعة انتشارها.

المطلب الأول: مفاهيم حول المشتقات المالية

الفرع الأول: مفهوم المشتقات المالية

إن مصطلح المشتقات المالية يشير إلى فئة واسعة من الأدوات المالية التي تتركز في الخيارات والعقود المستقبلية الأكثر تداولاً، والتي ليست لديها قيمة خاصة بها بل تستمد قيمتها من قيمة الأصول المالية الأخرى وعليه يمكن تعريف المشتقات على أنها: "وسيلة لجني الشيء من شيء آخر"¹.

هذا وقد عرفها بنك التسويات الدولية على أنها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب استثمار أصل مالي في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساساً لأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمر غير ضروري"².

كما عرفت صندوق النقد الدولي بأنها: "أدوات مالية مرتبطة بأداة مالية معنية أو مؤشر أو سلعة، والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد"³.

بناء على ما سلف ذكره يمكن حوصلة الخصائص المميزة لهذه المشتقات كالاتي⁴:

أ- **طبيعة العمليات خارج الميزانية:** يجري التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية الأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدها وتتبع تغيراتها، أما الأدوات المالية المشتقة فتقتضي طبيعة التعامل في تداولها بقيم ضئيلة بصورة لا تعكس ما

¹ جليل كاظم مدلول العرضي وآخرون، إدارة المشتقات المالية: مدخل نظري وتطبيقي متكامل، الطبعة الأولى، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 24.

² مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008-دراسة تحليلية، مذكرة لنيل درجة الماجستير، كلية متتوري قسنطينة، السنة الجامعية، 2011-2012، ص 11.

³ Financial Derivatives, Eleventh Meeting of the IMF Committee on Balance of payments Statistics Washington, D.C., October 21-23, 1998, p2.

⁴ ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص 70.

تتضمنه من قيم نقدية كامنة، وهذا ما يجعل المجال معرض لمخاطر عدم الإفصاح ومخاطر ضعف الرقابة.

ب-**التعقيد**: غالبا ما يتم تصميم هذه المشتقات من أجل الوفاء لأغراض خاصة، هذا ما يجعل وجود غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها، وكيفية تقييمها والمحاسبة عنها.

ج-**السيولة**: عادة ما تتميز المشتقات بسيولة عالية غير انه في الوقت نفسه قد يصعب أحيانا تسوية بعض عقود المشتقات في الأسواق المشتقة مما يصعب عملية تقييمها.

د-**عدم وضوح القواعد المحاسبية**: إن التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة، والذي لا تواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من اجل الرقابة على تلك الأدوات، إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس وتنشط فيه تلك الأدوات وبين الاستجابة المحاسبية الناتجة عنها.

الفرع الثاني: منافع استعمال المشتقات المالية

تتلخص منافع استعمال المشتقات المالية فيما يلي:

أولاً- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في الحاضر: من أكثر وظائف المشتقات بروزا هي أنها تزود المتعاملين بالمعلومات عما يكون عليه سعر الأصل الذي ابرم عليه العقد، في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، لذا يقال أنها أداة جيدة لاستكشاف السعر أي المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، فعلى فرض أن الظروف الاقتصادية تتضمن احتمال التعرض إلى الكساد، فالتوقع يكون هبوط أسعار الأوراق المالية ومن ثم التفاضل فيما بين التعامل في السوق الحاضر من خلال البيع على المكشوف، أو التعامل في سوق المشتقات ببيع عقد مستقبلي أو عقد خيار على مؤشرات السوق ومن المتوقع تفضيل السوق الذي يحقق أكبر عائد على الاستثمار وهو بطبع سوق المشتقات¹.

ثانيا: إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية: حيث يستطيع طرفي التعاقد تخطيط تدفقاتهما المستقبلية بدقة، طالما أن البائع يدرك أن حصيلة بيع الأصل تكون على أساس سعر العقد، كما يدرك المشتري أن مدفوعاته لشراء هي أيضا على أساس سعر العقد.

ثالثا- تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية: تعد عقود المشتقات أداة جيدة لتغطية ضد هذه المخاطر أي نقل تلك المخاطر إلى طرف آخر، دون الحاجة إلى شراء مسبق لأصل محل التعاقد.

¹ جليل كاظم مدلول العرضي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص2.

رابعاً: إتاحة فرص استثمارية للمضاربين: يحاول المضارب تحقيق الأرباح من خلال توقعاته بشأن الأسعار، إلا أن سعيه لتحقيق الربح بدخوله طرفاً في العقد يقدم خدمة اجتماعية وإن كان لا يقصدها ذلك أنه الطرف الذي تنتقل إليه المخاطر التي لا ترغب فيها الأطراف الأخرى¹.

خامساً: سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية: تتجلى هذه المنفعة من خلال مرونة المشتقات وسيولتها المميزة والعالية.

سادساً: تحقيق سمة التكامل للسوق: حيث يتحقق التكامل في السوق إذا توفرت الأصول المالية للمتعاملين التي تتناسب وأهدافهم سواء من حيث العائد أو المخاطر².

المطلب الثاني: عقود المستقبلات والعقود الآجلة

الفرع الأول: العقود المستقبلية

تعد العقود المستقبلية من أقدم العقود، إذ تعود إلى دولة مصر القديمة التي كان التعامل فيها بداية يتركز في المحاصيل الزراعية الغذائية الأساسية مثل القمح و الذرة، وفيما بعد ظهرت العقود في الولايات المتحدة الأمريكية في الأسواق المالية وفي بداية سنة 1972م اهتمت العقود المستقبلية بأدوات الخزينة و العملات الأجنبية ثم حضت أسعار الفائدة بهذا الاهتمام عام 1975م³.

أولاً: تعريف العقود المستقبلية

"هي التزام يعطي الحق لمشتريه في شراء أو بيع كمية من الأصول المالية أو العينية بسعر محدد وقت إبرام العقد والتنفيذ يكون في تاريخ لاحق وتداول في السوق المالية المنظمة، عكس العقود الآجلة التي لها نفس خصائص المستقبلات لكن تتداول في الأسواق الغير منظمة"⁴.

كما يمكن تعريف العقود المستقبلية على أنها: "عقود يتم الاتفاق فيها على الشيء المبيع، وسعره، وكميته، عند إبرام العقد على أن يتم تسليم المبيع ودفع الثمن في المستقبل ولذا وصف العقد بأنه مستقبلي"⁵.

¹ مريم سرارمة، مرجع سبق ذكره، ص 66.

² جليل كاظم مدلول العرضي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 31، 32.

³ المرجع نفسه، ص 41.

⁴ جمال معتوق، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية - دراسة مقارنة بين سوقين ماليين، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيل، 2015-2016، ص 113.

⁵ هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي

للنشر، الإسكندرية، 2011، ص 247.

وفي تعريف آخر: "يعتبر العقد المستقبلي اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد, يحدد هذا العقد نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يتم تداولها، التاريخ الذي يتم فيه التداول بين الأصل والمبلغ، السعر الواجب دفعه للأصل المعني، تعرف الأصول التي يتم تداولها بالأصول الفورية أو الأصل المعني، أما تاريخ التبادل فيسمى تاريخ الاستلام، والسعر الذي وافقت عليه الأطراف يسمى السعر المستقبلي المتعاقد عليه أو سعر المستقبلية، أما الطرف الذي تعاقد على الشراء فهو المالك للعقد المستقبلي ويطلق عليه صاحب المركز الطويل والطرف الذي تعاقد على تسليم البضاعة بائع العقد المستقبلي ويطلق عليه صاحب المركز القصير"¹.

ثانياً: خصائص العقود المستقبلية

تتميز العقود المستقبلية بعدة خصائص هي²:

أ- في العقود المستقبلية يوجد طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع ومن ثم ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني.

ب- إن طرفي التعامل غالباً لا يعرفان بعضهما البعض بل يدخلان مباشرة في التعامل عن طريق غرفة المقاصة، التي تعمل كمشتريّة أو كبائعة من دون أن تتنافس المتعاملين بل تعمل على توازن الحسابات.

ج- إن هذه العقود منمطة من حيث الشكل والحجم ولا يمكن لمالكها الأصلي تعديلها أو إلغائها بسهولة قبل وقت التسليم.

د- يتطلب المتاجرة بالمستقبلية إيداع هامش مبدئي لدى غرفة المقاصة كضمان لإيفاء الأطراف بالتزاماتهم يحدد بحسب ظروف السوق و سلوكيات المستثمر.

ثالثاً: أركان العقود المستقبلية

تتطلب التعاملات بالعقود المستقبلية أركان أساسية هي³:

أ- **قيمة في المستقبل**: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل

ب- **تاريخ التسليم (التسوية)**: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.

¹ مريم سرارمة، مرجع سبق ذكره، ص 24.

² جليل كاظم مدلول العرضي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 45,46.

³ جمال معتوق، مرجع سبق ذكره، ص 113.

ج- محل العقد: يقصد به الشيء المتفق على بيعه وشرائه بين طرفي العقد الذي قد يكون (بضائع، أوراق، مالية، مؤشرات، عملات... الخ).

د- مشتري العقد: هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه لطرف الثاني البائع في التاريخ المحدد في المستقبل.

هـ- بائع العقد: هو الطرف الملتزم بتسديد الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول المشتري في التاريخ المحدد في المستقبل.

رابعاً: أنواع العقود المستقبلية

تتعدد أنواع العقود المستقبلية حسب الأصل محل التعاقد، ومن أبرز أنواعها ما يلي¹:

أ- العقود المستقبلية على السلع: وتتضمن بيع وشراء مختلف السلع والبضائع على أن يتم التسليم مستقبلاً أهمها السلع الغذائية (الكاكاو، السكر... الخ) المعادن (الذهب، البلاتين، الفضة... الخ) القطن، الغاز الطبيعي، الأخشاب... الخ.

ب- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: وهي أدوات مالية عالية السيولة إذ يستطيع المستثمرون الدخول مباشرة إلى أسواقها وشراء تلك العقود ومؤشرات الأسهم، تمثل التزام لتسليم كمية من النقد في تاريخ التسوية ولا يوجد تسليم فعلي لأي أسهم للمشتريين.

ج- العقود المستقبلية على العملات الأجنبية: وهي احد أنواع العقود المستقبلية التي يتم التعاقد فيها على بيع وشراء كمية محدودة من العملات الأجنبية، ظهرت هذه العقود في 1972، و توفر هذه العقود مرونة عالية لتقليل المخاطر الناتجة عن التغيرات المستمرة في أسعار صرف العملات.

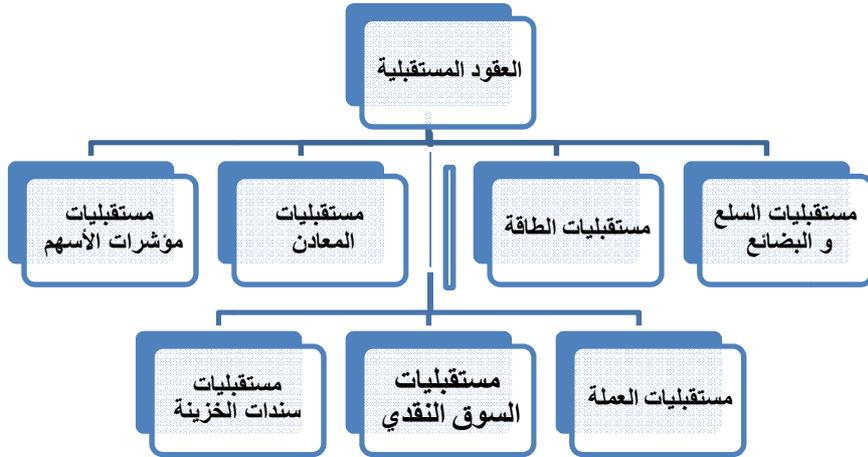
د- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة: هي عقود تبرم على الأصول المالية ذات الدخل الثابت، أي يكون موضوع التعامل فيها هو معدل الفائدة على الودائع السندات قروض معينة... الخ، واغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن تلك التي تم الاتفاق عليها في البداية، وضمن هذه العقود نجد²:

• عقود مستقبلية على أوراق مالية لمعدلات فائدة قصيرة الأجل، مثل العقود المستقبلية على الودائع عقود مستقبلية على أوراق مالية لمعدلات فائدة طويلة الأجل، مثل العقود المستقبلية على سندات الخزينة.

¹ شوقي طارق، محاسبة التغطية عن المشتقات المالية في ظل معايير المحاسبية الدولية و النظام المحاسبي المالي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف 1، 2018/2017، ص 87.

² مريم سرارمة، مرجع سبق ذكره، ص 33.

الشكل رقم (1-2): أنواع المستقبلات



المصدر: محمد فاضل اليساري، آليات تدقيق الأدوات المالية المشتقة وبيان مخاطرها استعمالها بالتطبيق على البنك العربي الأردني، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بغداد، 2010، ص32.

الفرع الثاني: العقود الآجلة

أولاً: تعريف العقود الآجلة

يقصد بالعقود الآجلة تلك "العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلع محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، وفي مثل هذه العقود قد ينص على دفع قيمة العقد وقت الاتفاق". كما قد ينص: "على دفع جزء صغير على أن يؤجل الباقي حتى تاريخ التسليم ومن الأمثلة على العقود الآجلة عقود الإقراض لشراء العقارات وعقود التصدير والاستيراد، ففي هذه العقود يحدد الطرفين (النوعية، تاريخ الاستحقاق، معدل الفائدة في حالة القروض، والجودة في حالة السلع، كما يحدد الكمية ومكان التسليم وطريقة التسوية)"¹.

وعليه فإن العقود الآجلة تتمتع بمجموعة من الخصائص التي يمكن أن نوضحها في النقاط التالية²:

- أ- عقود شخصية تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين بما يتلاءم وظروفهما الشخصية.
- ب- عقود ليس لها شكل نمطي حيث يتم الاتفاق على شروطها.
- ج- عقود نهائية حيث بمجرد التوقيع عليها لا يمكن لأي من الطرفين إلغاؤها أو تعديلها.
- د- عقود يتم التعامل بها في الأسواق الموازية فقط وليس لها سوق ثانوية لذلك فإن أحجامها تواريخها تكون مرنة وغالبا ما تكون قيمها كبيرة.

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص ص81، 82.

² مريم سرارمة، مرجع سبق ذكره، ص22.

هـ-تصعب المضاربة بهذه العقود حيث أن الغرض الأساسي منها هو الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل، والمضاربون لا غرض لهم من السلعة محل التعامل بل يهتمهم اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوموا بالبيع أو الشراء بهدف الربح. و-يتم تنفيذ العقد في تاريخ التنفيذ وليس قبله.

ثانياً- أركان العقود الآجلة: يتضمن العقد الآجل أركان أساسية لا يمكن إبرام العقد في حال غياب أحدها وهي¹:

- أ. الطرف الأول (مشتري العقد): وهو الطرف الذي يقوم بدفع المبلغ المتفق عليه في العقد إلى الطرف الثاني في مقابل حصوله على الموجود الأساس (الأوراق المالية)، ويتم ذلك في تاريخ التنفيذ والمحدد في العقد.
- ب. الطرف الثاني (بائع العقد): وهو الطرف الذي يلتزم بتقديم الموجود الأساس (الأوراق المالية) في التاريخ المتفق عليه والمحدد في العقد مقابل حصوله على المبلغ المتفق عليه من الطرف الأول المشتري.
- ج. السعر الآجل: وهو السعر الذي يتفق عليه البائع والمشتري في العقد الآجل لإكماله الصفقة محل التعاقد يسمى سعر التنفيذ أو سعر الممارسة.
- د. الموجود الضمني محل التعاقد: الذي يتمثل في أوراق مالية أو أسهم أو عملات إذ يتفاوض عليه طرفا العقد من حيث الكمية والتصنيف والسعر.
- هـ. تاريخ التنفيذ والتسوية: يتمثل في التاريخ الذي يتفق عليه طرفا العقد لإتمام الصفقة وتسوية العقد تحصل في تاريخ التنفيذ المتفق عليه في العقد ولا يمكن أن تتم التسوية قبل هذا التاريخ ولا يمكن معرفة الربح والخسارة إلا في هذا التاريخ.

ثالثاً: أنواع العقود الآجلة: هناك نوعين رئيسيين للعقود الآجلة هما²:

- أ-العقود الآجلة لأسعار الفائدة: وهي العقود التي يتم ربطها بأدوات الدين التي تنطوي على بيع/شراء مستقبلاً كصك الدين، يتم الاتفاق على سعر فائدة الصك ويتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت بعدها سعر الفائدة من تاريخ العقد الأجل وحتى تاريخ التنفيذ
- ب-العقود الآجلة لأسعار الصرف: وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ اجل وبسعر يتم الاتفاق عليه في العقد ويتم تثبيته في تاريخ التنفيذ، تستخدم

¹ جليل كاظم مدلول العرضي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 95.

² سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 21.

هذه العقود للحماية ضد أسعار صرف العملات الأجنبية إلا انه يؤخذ عليها عدم قابليتها لتحويل والتنازل عنها.

الفرع الثالث: الفرق بين العقود الآجلة و المستقبلية

يمكن تناول أهم الاختلافات في الخصائص ومزايا التعامل بالعقود الآجلة والمستقبلية من خلال:

الجدول رقم(1-2): الفرق بين العقود الآجلة والمستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقود	-شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد	-نمطية وتتداول في السوق المنظمة البورصة
ضمانات تنفيذ الالتزامات الواردة في العقد	-نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها -عادة ما تبرم هذه العقود بين مؤسسة مالية واحد عملائها -لا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه إلا بموافقة الطرفين	-غرفة المقاصة أو التسوية تكون هي الطرف الآخر من في أي عقد مستقبلي فأى مشتري في العقد تكون غرفة المقاصة هي البائع له والعكس صحيح
تسليم الأصل	-يتم إنهاء العقد بالتسليم عادة	-لا يتم انتهاء العقد بالتسليم الفعلي فأغلب فأغلب حاملي العقد يفتلون مراكزهم قبل الاستحقاق
التسوية المكاسب	-تتم التسوية النهائية للعقد في تاريخ التنفيذ	-تتم بتسوية يومية إذ تتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية اليوم
المزايا	-مرونة في التفاوض على أي شروط مرغوبة من طرفي العقد -سهولة الاستخدام	-تتطوي على مخاطر ائتمان قليلة بالمقارنة بالعقود الآجلة -تكون أكثر سهولة من العقود الآجلة إذا رغب في تصفية موقفه يستطيع أن يدخل في مركز معاكس لمركزه الأول
العيوب	-يتعرض أطراف العقد الأجل إلى مخاطر الائتمان التي تنتج عن عدم قدرة أحد أطراف العقد عن الوفاء بالتزاماته -اقل سيولة حيث لا يتمكن أي طرف الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر يحل محله	-لا يمكن تغييرها لخدمة أطراف العقد كونها عقود نمطية محددة الشروط بواسطة البورصة
ثبات السعر المحدد في العقد	-يظل السعر ثابت خلال فترة العقد ويتم دفع المبلغ الإجمالي في نهاية مدة العقد	-تتم مراقبة الأسعار بصفة يومية مما يعني تعديل سعر العقد بصفة مستمرة بحسب تغيرات سعر الأصل محل العقد

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم-إدارة المخاطر المحاسبية)، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الجزائر، 2001 ص ص112,114.

المطلب الثالث: عقود المبادلة وعقود الخيارات

الفرع الأول: عقود المبادلة

يعرف عقد المبادلة على أنه "عقد أو التزام بين طرفين لتبادل تدفقات نقدية وغير نقدية (حق ملكية، أو أسهم عادية، سلع، عقارات... الخ) في مدة محددة يتفق الطرفان عليها في عقد المبادلة وبطريقة يستفيد منها جميع أطراف العقد".

مما سبق يتحدد لنا شروط عقد المبادلة بعدة عناصر رئيسية كالآتي¹:

أ- طرفي العقد.

ب- الالتزام أو (الأصل) المشمول بعقد المبادلة.

ج- قيمة المدفوعات أو (المقبوضات) محل المبادلة.

د- العملة التي تسدها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات.

هـ- السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليها.

و- مدة سريان العقد.

وعليه نلخص أهم أنواع عقود المبادلة في ما يلي:

أ- **عقود المبادلة على أسعار الفائدة**: ظهرت مقايضات سعر الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية بسبب الحاجة المتزايدة إليها من أجل استخدامها للقضاء على مخاطر أسعار الفائدة، يتم الاتفاق بين طرفين على تبادل المدفوعات حسب معدل الفائدة الثابت أو المتغير، حيث أن الطرف الذي يدفع بسعر فائدة ثابت ويتلقى بسعر فائدة متغير مشتري المبادلة يسمى صاحب المركز الطويل، والطرف الذي يدفع بسعر فائدة متغير ويتلقى بسعر فائدة ثابت يسمى صاحب المركز القصير².

ب- **عقود مبادلات العملات**: يمكن تعريفها على أنها اتفاق بين بنكين مركزيين لتبادل التدفق النقدي بعملة واحدة مقابل التدفق النقدي بعملة أخرى وفقا لشروط والإحكام المحددة مسبقا، تسمح للبنك المركزي بالحصول على سيولة العملات الأجنبية من البنك المركزي الذي يصدرها لأنها بحاجة لتوفيرها للبنوك التجارية المحلية³.

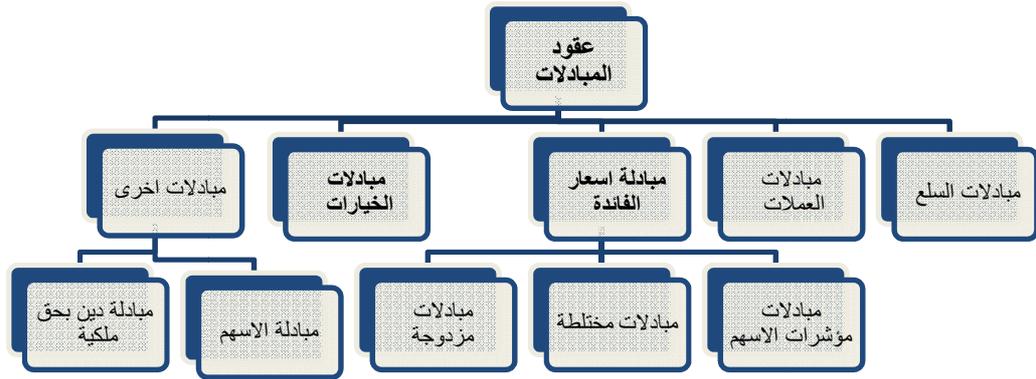
¹ جليل كاظم مدلول العرضي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 50، 51.

²Wiley and Sans stephens,j.2002 **Managing interest Rate Risk-using financial derivatives**, England, Economic Analysis (2014.vol.47, NO.3-4) ,25 october2012,p71.70.

³Thirtieth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, **The treatment of currency Swaps Between Central, Banks**: Egypt Experience.paris,France,october24-26,2017,p4.

ج- عقود مبادلات السلع: تبادل السلع هو اتفاق ينطوي على تبادل سلسلة من مدفوعات أسعار السلع الأساسية (المبلغ ثابت) مقابل مدفوعات أسعار السلع المتميزة (سعر السوق)، مما ينتج عنه حصريا التسوية النقدية (مبلغ التسوية) يكتسب مشتري سلعة المقايضة الحق في الحصول على مبلغ التسوية (تعويض)¹. والشكل في أدناه يوضح عقود المبادلات المتداولة بين المؤسسات المالية:

شكل رقم (1-3): أنواع عقود المبادلات



المصدر: جليل كاظم مدلول العرضي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص52.

الفرع الثاني: عقود الخيارات

أولاً: مفهوم عقود الخيار

ويعرف عقد الخيار بأنه اتفاق بين طرفين يمنح الحق لأحد الطرفين في شراء أو بيع أصل معين أو أداة مالية بسعر محدد خلال فترة معينة من الطرف الثاني قد تكون الأداة المالية سهم أو سعر فائدة أو سعر عملة أو عقد مستقبلي

وعليه فان عقد الاختيار يتضمن عددا من العناصر لا بد من النص عليها²:

أ- الأصل محل الإختيار: الذي يجب بيان نوعه وكميته سواء أكان أسهما أم سلعا أم عملات أم مؤشرات أم غير ذلك

ب- سعر التنفيذ: ويسمى سعر الممارسة وهو السعر الذي يحق لمشتري الاختيار أن يبيع أو يشتري لأسهم به إذا رغب في ذلك أو تتم على أساسه التسوية بين طرفي العقد في تاريخ التنفيذ

¹Unaccredited bank Czech republic and. Slovakia, commodity SWAPS AND commodity options with cash SETTLEMENT , (commodity futures TRANSACTIONS) www.unicredity bank.dz visité le 13/03/2019 11:30

² ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص94.

ج-تاريخ التنفيذ: وهو التاريخ الذي ينتهي بانتهاه حق المشتري في لاختيار على انه قد لا يحق للمشتري تنفيذ العقد إلا في هذا التاريخ و هو ما يسمى بالاختيار الأوروبي وقد يحق له تنفيذه في أي وقت خلال الفترة الممتدة وهو ما يسمى بالاختيار الأمريكي.

ثانيا: أطراف عقود الخيار وأنواعه

أ-أطراف عقد الخيار: يبرم عقد الخيار بين طرفين هما:

• الطرف الأول: وهو مشتري عقد الخيار ويسمى أيضا حامل الخيار أو صاحب المركز الطويل

مما يعطيه الحق فيما يلي:

- شراء أو بيع كمية محدودة من أصل محدد في عقد الخيار.

- شراء أو بيع هذه الكمية بسعر محدد مسبقا يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ.

- شراء أو بيع هذه الكمية في تاريخ محدد أو قبل تاريخ محدد يختاره هو وذلك حسب شكل عقد الخيار أكان أوروبيا أو أمريكيا.

• الطرف الثاني: وهو بائع أو محرر العقد الخيار أو كما يسمى أيضا صاحب المركز القصير وهذا

الطرف يكون ملزما ببيع أو شراء الأصل موضوع التعاقد وبسعر التنفيذ المتفق عليه وذلك مقابل حصوله على علاوة يدفعها مشتري الخيار.

ب-أنواع عقود الخيارات: يوجد عدة أنواع لعقود الخيار تصنف كما يلي:

• التصنيف على أساس تاريخ التنفيذ¹

-الخيار الأمريكي: إذ يسمح لحامله الحق في شراء عدد محدد من الأوراق المالية وبيعها بسعر يتم الاتفاق عليه مقدما على أن يتم تنفيذ العقد في إي وقت خلال المدة ما بين إبرام العقد حتى الوقت المحدد لانتهائه.

-الخيار الأوروبي: ويشبه عقد الخيار الأمريكي إلا في موعد التنفيذ إذ لا يتم إلا في تاريخ المحدد لانتهائه ويعطي الحق لصاحبه في شراء أو بيع الموجودات الأساسية في تاريخ تنفيذ العقد.

-خيار بيرمودا: خيار بيرمودا هو نوع من الخيارات الغربية التي لا يمكن ممارستها إلا في تواريخ محددة مسبقا غالبا في 2 يوم واحد كل شهر، خيارات بيرمودا هي مزج بين الخيارات الأمريكية والأوربية يتم ممارستها في تاريخ انتهاء الصلاحية وفي بعض التواريخ المحددة التي تحدث بين تاريخ الشراء وتاريخ انتهاء الصلاحية².

¹ جليل كاظم مدلول العرضي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 60.59

• التصنيف على أساس نوع الصفقة¹:

- خيار الشراء: هو عقد بين طرفين يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع لطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقاً في العقد، ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى بالعلوة أو سعر الخيار، وبطبيعة الحال فإن المشتري سوف يدفع العلوة للحصول على حق الاختيار كما أنه سوف ينفذ العقد ويشترى الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

- خيار البيع: هو عقد بين طرفين يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو (البائع) للطرف الآخر (المشتري) الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم البيع وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقاً في العقد، بمقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى بالعلوة للحصول على حق الاختيار كما أنه سوف يبيع الأصل محل العقد إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

• التصنيف من حيث التغطية²:

- عقود خيار الشراء المغطاة: هي عقود يمتلك فيها محرر العقد (البائع) لأصول موضوع العقد أي أنه يستطيع أن يغطي التزامه بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذ العقد.

- عقود خيارات الشراء الغير المغطاة: هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد (البائع) لأصول موضوع العقد ذلك إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه للمشتري.

• التصنيف من حيث نوع الأصل: وينقسم إلى:

- عقد خيار أسعار الفائدة: هو عقد يلتزم بمقتضاه بائع الحق بضمان الحد الأقصى لمعدل الفائدة في حالة الإقراض أو الحد الأدنى في حالة الاستثمار أو بالجمع بينهما مقابل مكافأة أو علوة يحددها محرر العقد.

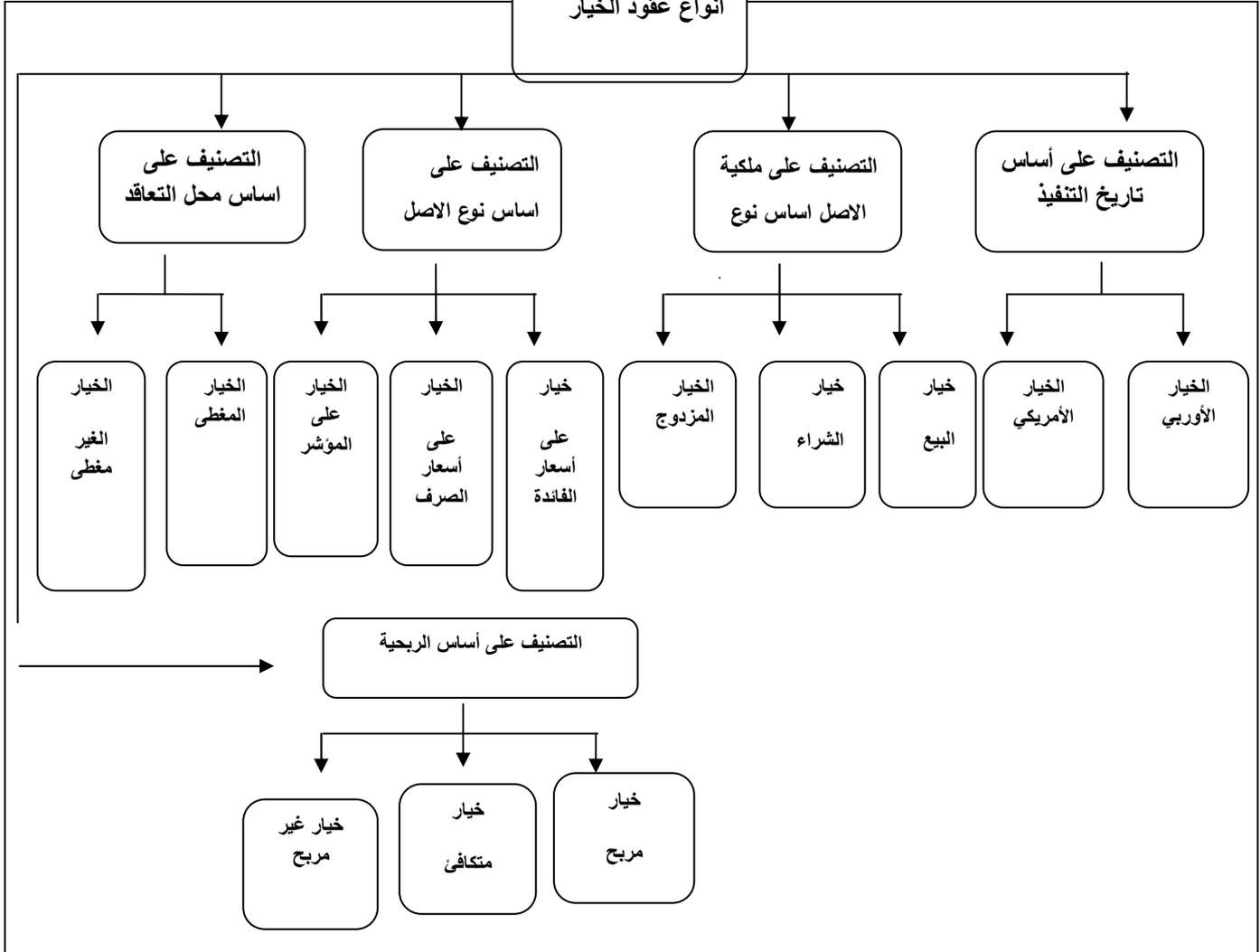
- عقد خيار أسعار الصرف: عقد خيار أسعار الصرف يعطي الحق للمشتري في إتمام عملية بيع شراء كمية من عملة معينة في تاريخ محدد في المستقبل مقابل دفع علوة للمحرر.

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص ص44,43.

² المرجع نفسه، ص 45.

- عقد خيار المؤشرات: هو عقد يكون موضوعه مؤشر ما لسوق المال ويمثل تشكيلة من الأوراق المالية التي يتم تسليمها.

الشكل رقم (1-4): أنواع عقود الخيار



المصدر: مريم سرا رمة، مرجع سبق ذكره، ص50.

المبحث الثالث: التوريق

تعتبر تقنية التوريق إحدى النتائج الأساسية لمجموعة التطورات التي مست الأسواق المالية العالمية والتي في مقدمتها التحرير المالي والتحول في نمط التمويل على المستوى الدولي من صيغة القرض البنكي إلى صيغة الأوراق المالية، إلى جانب تنامي ظاهرة الابتكار المالي.

المطلب الأول: مفاهيم حول التوريق

سنحاول في ما يلي التعرف على التطور التاريخي للتوريق، تعريفه، أركانه ومنافعه.

الفرع الأول: مفهوم التوريق

أولاً: تاريخ تطور التوريق (التسديد)

لقد شهدت أسواق التمويل الدولي تغيرات جذرية خلال العقدين الماضيين تمثلت في وجود مصادر ومؤسسات تمويلية مبتكرة ومتجددة تواكب المتطلبات الاقتصادية المحلية والدولية، خصوصاً في نهاية السبعينات من القرن الماضي من هذه المصادر التوريق الذي يعد فناً تمويلياً يقوم على جعل أداة من أدوات سوق المال في صورة ورقة مالية يسهل تسويقها¹.

كانت بداية عملية توريق الدين أثناء الأزمة الاقتصادية الكبرى عام 1929، عندما لجأت كل من بريطانيا وفرنسا بأخذ معظم مستحققاتها المالية مواد خاماً أو أسهماً أو سندات، وبعد الحرب العالمية الثانية فرضت الدولتان الكبيرتان في العالم الاتحاد السوفيتي والولايات المتحدة الأمريكية شروطها على الدول المنهزمة منها تسوية الديون التي فرضت على كل من ألمانيا الشرقية وألمانيا الغربية بمبادلة الديون المستحقة بأسهم وسندات وأصول عقارية، وعليه بدأت الدول الأخرى بتسوية ديونها المستحقة على الغير بواسطة و توريق الدين².

وبذلك ظهرت آلية التوريق لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال وكالتي مؤسسة مرهونات القروض الداخلية الفيدرالية **Fédéral National Mortgage Association** التي يشار لها باختصار **Freddie Mac** التي تأسست في 1938، والهيئة الفيدرالية القومية للرهونات **Fédéral Home Loan Mortgage**

¹ داود لخفاجي، عقد التوريق المصرفي - دراسة قانونية مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في القانون الخاص، جامعة كربلاء، العراق، 2015، ص، ص 7,6.

² منى خالد فرحات، مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد الأول، جامعة دمشق، سوريا، 2013، ص 17.

Corporation المسماة باختصار Fanny Mae التي تأسست في 1970¹، الضامنتان لسيولة في سوق الرهن العقاري عن طريق شراء القروض من المصارف².

ثم انتقلت عملية التوريق إلى باقي دول العالم حيث يعود السبب الرئيسي لظهور عملية التوريق لأزمة السكن التي بسببها عجزت المؤسسات المالية عن الوفاء باحتياجات السوق من القروض العقارية حيث كان التوريق يقتصر على التوريق العقاري ثم أصبح يشمل توريق الديون غير العقارية كالسيارات وبطاقات الائتمان، أصبحت عملية التوريق عملية واضحة المعالم في بداية الثمانينات من القرن العشرين حتى أطلق عليها وصف جنون الثمانينات لشدة تسابق المصارف على توريق ديونها³.

ومن أهم الأسباب التي دفعت بنوك مختلف الدول للقيام بعملية التوريق ما يلي⁴:

-تنويع مصادر إعادة تمويل البنك والتي تقتصر عادة على اللجوء للسوق النقدي.

-الحصول على السيولة المالية من خلال إخراج الأصول غير سائلة من الذمة المالية للبنك -الحصول على عوائد في المدى القصير عوض انتظار مدة اهتلاك القرض.

- توجيه السيولة الناتجة عن التوريق لاستثمارات أخرى تعود على البنك بالربح عوض تركها مجمدة.

مع عقد التسعينات ظهر تحول حقيقي في عملية التوريق نتيجة عدة عوامل التوجه نحو ما يطلق عليها مصطلح عولمة الأسواق.

ثانياً: مفهوم التوريق

بهدف توضيح مفهوم التوريق وتبسيطه سنحاول عرض أهم التعريفات المقدمة للتوريق:

أ-تعريف مصطلح التوريق:

التوريق أو كما يطلق عليه أيضا التسديد هو: "ترجمة لكلمة Securitization التي تعني عملية تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول وخاصة سندات الدين، والمشتقة من كلمة Security أي ورقة مالية

¹ نايف بن جمعان جريدان، بابر مبارك عثمان الشيخ : التمويل عبر توريق الديون من وجهة نظر مالية و إسلامية، عن الموقع:

https://journals.iugaza.edu.pn> visité le 12/04/2019 14 :35.

فالتوريق من ناحية اللغة العربية مشتق من الورق الذي يكتب عليه وليس كما يقول البعض من الورق أي الفضة فالمقصود به هو إخراج الورق¹.

في تعريف ثاني: "يعتبر نشاط التوريق أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي يمكن عن طريقها لإحدى المؤسسات المالية المصرفية أو الغير مصرفية أن تقوم بتحويل الحقوق المالية (غير قابلة 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 لتداول في سوق الأوراق المالية"². ويعرف الدكتور عبيد على احمد الحجازي التوريق على انه: "تحويل القروض وأدوات الديون الغير سائلة إلى أوراق مالية سائلة (أسهم، سندات) قابلة لتداول في أسواق المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين"³.

ب- أركان الأساسية للتوريق: تتمثل أركان التوريق الأساسية في النقاط التالية⁴:

- وجود علاقة مديونية بين بنك مقرض ومدين مقترض.
- رغبة البنك (المقرض) في التخلص من القروض الموجودة تحت يده و تحويلها إلى جهة أخرى.
- قيام الجهة المحال إليها القرض بإصدار سندات جديدة قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية.
- استناد الأوراق المالية الجديدة إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة.
- أن يوجد لدى المستثمر الرغبة في شراء السندات التي تصدرها المؤسسة المتخصصة ويقوم بتحصيل العائد الذي تدره السندات في تواريخ الاستحقاق.

ثانيا: **منافع التوريق**: توجد هناك مجموعة من المنافع الاقتصادية التي يوفرها التوريق بالنسبة للبنوك والمؤسسات المالية من أهمها⁵:

- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها عن طريق تحويل الأصول غير سائلة الأصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.

¹ مريم سرارمة، مرجع سبق ذكره، ص ص75، 76.

² عمار بطوك، **دور التوريق في نشاط البنك - حالة بنك التنمية المحلية**، مذكرة مقدمة كجزء لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، بنوك وتأمينات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007/2008، ص2.

³ سميرة مصطفى، **البنوك في مواجهة آلية التوريق**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون، القانون الدولي للأعمال، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2016/2017، ص7.

⁴ عمار بطوك، مرجع سبق ذكره، ص4.

⁵ المرجع نفسه، ص ص15، 16.

-تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهونات العقارية وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول.

-تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات السيارات.

-تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة وتنويع المعروض فيها من المنتجات المالية وتنشيط سوق تداول السندات.

-التوريق أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.

-توزيع مختلف المخاطر على أكبر عدد من المستثمرين لان عملية توريق الديون المتشابهة تؤدي إلى تخفيض مستوى مخاطر عدم القدرة على السداد من خلال توزيعها على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة¹.

الفرع الثاني: ركائز التوريق

أولاً: الأطراف الفاعلة في عملية التوريق

التوريق كأي عقد له أطراف ينشئ لها حقوقاً وأخرى يترتب عليها التزامات وهي الأطراف الأصلية في عملية التوريق، كما إن له أطراف أخرى دورها خدمة العملية بعقود منفصلة ومنه فان أطراف عملية التوريق تتمثل أساساً في:

أ-الأطراف الأصلية الداخلية: تشمل هذه الفئة الأطراف التالية²:

• **المتنازل (المقرض الأصلي):** الذي يأخذ شكل مؤسسة قرض وهو ليس حصراً على البنوك التجارية فقط ففي معظم الدول تضع السلطات الرقابية قائمة لأنواع المؤسسات المخول لها ممارسة هذه العمليات قد تكون (بنك، شركة تمويل، شركة تأمين...)، وعليه فالمقرض الأصلي هو المؤسسة المتخصصة في منح القرض التي تريد توريق أصولها فتقوم بتجميع ديونها المتجانسة في محفظة مالية، ثم تقوم بتحويلها إلى شركة التوريق بعد تقييمها من طرف أحد بيوت التقييم المعترف بها أي شركة التصنيف الائتماني.

• **شركة التوريق (المصدر):** شركة ذات غرض خاص دورها يتمثل في تحويل القروض المحولة إليها والمضمونة بأصول، أي تقوم بإصدار أوراق مالية تكون مضمونة بحصيلة هذه الحقوق المالية و الأصول

¹ نور الدين كروش، مريم سرارمة، **التصكيك الإسلامي والتسديد - دراسة مقارنة**، مجلة الدراسات المالية المحاسبية والإدارية، العدد الثامن، 2017-12-04، ص 58.

² عمار بوطوكوك، مرجع سبق ذكره، ص ص 19, 20.

الضامنة لها، يمكن لشركة ذات الغرض الخاص إن تكون تابعة أو شقيقة لشركة المنشئة لهذه القروض، أي بمعنى آخر إذا لم تكن مثل هذه الشركات المتخصصة متاحة فإن البنك ينشئ هذه الشركات خصيصاً لتوريق قروضه و تعتبر تابعة له لكن لها ميزانية و ذمة مالية مستقلة.

• **المستثمرون:** يكون المستثمرون في الغالب مؤسسات كشرركات التامين المؤسسات المالية صناديق الاستثمار صناديق التأمينات، حيث يقومون بشراء السندات من شركات التوريق والاحتفاظ بها من اجل إعادة بيعها في الوقت المناسب فهي تمثل ديونا مرهونة من الدرجة الأولى¹.

ب- الأطراف الخارجية لعملية التوريق

وتتمثل هذه الفئة في الأطراف الذين يتم الاتفاق معهم لتأدية خدمات خاصة لعملية التوريق من اجل ضمان نجاحها وهم كالاتي²:

• **وكالات التصنيف أو التقييم الائتماني العالمية:** تمثل بيوت الخبرة التي تقوم بعملية تقييم المخاطر الائتمانية للأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق لتبيان درجة الجدارة الائتمانية والمالية لهذه الأوراق، وما تتمتع به من ضمانات وتحديد نسبة المخاطر التي تتصوي عليها ومساعدة مختلف المتدخلين على اتخاذ قراراتهم، من خلال تقديم النشرات التحليلية وإتاحة المعلومات المالية عن تلك الأوراق المالية.

• **القائم على خدمة الدين:** تتطلب عملية التوريق وجود جهة معينة تتولى عملية خدمة الدين حيث تقوم باستلام المتحصلات من المدينين الناشئة عن الأوراق المالية وتسليمها إلى شركة التوريق لتقوم بسداد حقوق المستثمرين وغالباً ما يكون الممول هو نفسه المسؤول عن خدمة الدين.

• **مؤسسات تعزيز الائتمان:** لدعم الجدارة الائتمانية لنشاط التوريق و بهدف الحصول على تصنيف مناسب يمكن اللجوء إلى احد أو بعض وسائل الدعم المتمثلة في خطاب ضمان مصرفي أو بوليصة تأمين من شركة التأمين.

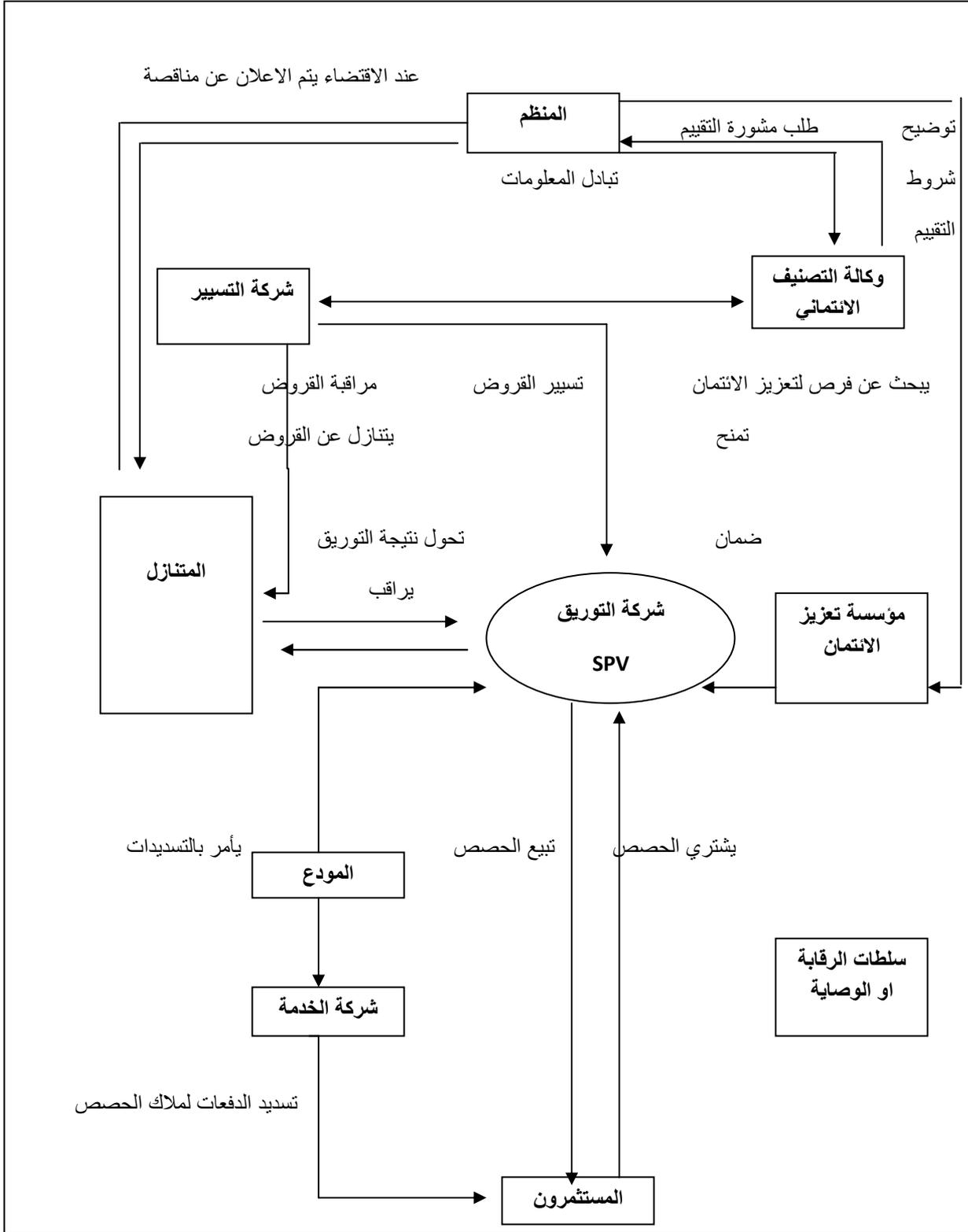
• **أمين المحفظة (أمين الحفظ):** يسعى أمين الحفظ إلى زيادة فعالية عملية التوريق، مثال ذلك مؤسسة الائتمان أو المصرف أو شركة من الشركات العاملة في الأوراق المالية، يأتي دوره بعد المرحلة التي تقوم بها الشركة في شراء الأصول المضمونة وتقوم بإيداع الممتلكات المتعلقة بها لدى أمين الحفظ، حيث تتلخص مهام أمين الحفظ في الإحتفاظ بكافة الممتلكات والأوراق المالية وما يتبعها من ضمانات تشجع المستثمر على الشراء، كذلك تقديم الحماية للمستثمر في حال امتناع المقترض عن السداد.

¹ مراد لمين، الإطار القانوني لضمان مخاطر الائتمان في البنوك التجارية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في كلية الحقوق، كلية الحقوق -مسيلة، 2016/2015 ص 140.

² مريم سرارمة، مرجع سبق ذكره، ص 91.

- **وكيل السداد:** هو مؤسسة مالية وسطية ذات غرض خاص تتولى عملية الإصدار وتقوم باتخاذ جميع إجراءات الإصدار وتكون العلاقة بين المصدر وكيل الإصدار على أساس عقد الوكالة بأجر.

الشكل رقم (1-5): أدوار مختلف المشاركين في عملية التوريق



ثانياً: آلية التوريق: تتم عملية التوريق في أبسط أشكالها في خطوتين رئيسيتين¹:

في الخطوة الأولى يكون الطرف الأول فيها شركة لديها قروض أو غيرها من الشركات المدرة للدخل تحدد الأصول التي تريد إزالتها من ميزانيتها وتجمعها في ما يسمى محفظة المرجعية، التي تعبر عن مجموعة من الأصول المالية المقسمة إلى شرائح كل منها لديه مستوى مختلف من المخاطر المرتبطة به، يباع بشكل منفصل يتم تخصيص عائد الاستثمار الذي يتمثل في أصل القرض وسداد الفوائد وكذا الخسائر بين مختلف الشرائح وفقاً لأقدمية الشريحة الأقل خطورة، ثم تقوم ببيع مجموع الأصول هذه لمصدر كشركة ذات الأغراض الخاصة SVP، كيان تم إعداده عادة بواسطة مؤسسة مالية على وجه التحديد لشراء تلك الأصول وتحقيق معاملاتها خارج ميزانيتها القانونية والمحاسبية.

الخطوة الثانية يقوم المصدر بتمويل الاستحواذ على الموجودات المجمعة عن طريق إصدار أوراق مالية قابلة لتداول بفائدة تباع للمستثمرين في سوق المال.

الفرع الثالث: أنواع التوريق و أساليبه

أولاً: أنواع التوريق

أ- التصنيف بحسب الأصول محل التوريق: تتمثل هذه الأنواع في²:

- توريق القروض أو الديون: خاصة القروض التي تمنحها المؤسسات الائتمانية لعملائها لشراء أو حيازة عقارات أو ما يسمى بالرهن العقاري أضف ديون بطاقات الائتمان وتمويل شراء السيارات.
- توريق تدفقات الفوائد المستقبلية: هذا النوع من التوريق باستعمال الفوائد المقررة على القروض دون أصل القرض أو الدين، ويكون حق حملة الأوراق المالية هو قبض هذه الفوائد تباعا عند استحقاق حق نهاية اجل استحقاق القرض.
- توريق مستحقات متوقعة: يتعلق الأمر بعقود تصدير بمبالغ كبيرة والتي يستمر تنفيذها لسنوات أين يتلقى الطرف المتعاقد (التاجر) مستحقاته تباعا فيتفق مع مؤسسة التوريق على نقل (بيع) هذه المستحقات المتوقعة وإصدار أوراق مالية بها.

¹Andreas Jobst is an Économiste in IMF, Capital Markets Département, Finance Développement, Septembre, 2008, p48

² عمار بطوكوك، مرجع سبق ذكره، ص 22.

- **توريق الموجودات العينية:** يشمل هذا النوع توريق الأصول المؤجرة أين يتم الاتفاق مع مؤسسة توريق إلى إصدار أوراق مالية بقيمتها وطرحها للاكتتاب العام ليشتريها المستثمرون.
- **توريق أدوات التمويل:** وهو توريق حصة المؤسسة البادئة للتوريق (بنك أو مؤسسة مالية) في رأس مال أدوات تمويل من مشاركات ومضاربات ويتم الاتفاق مع مؤسسة التوريق التي تقوم بطرح قيمة التمويل في صورة أوراق مالية التي يشتريها المستثمرون الذين من حقهم الحصول على حصة من الفائدة المحققة.

ب- **التصنيف بحسب الضمانات:** تم تقسيم التوريق بحسب الضمانات إلى الأنواع التالية¹:

- **التوريق بأصول ثابتة:** هذا التوريق يتم فيه رهن العقار للمقرض كضمان للحصول على القروض وينتقل هذا الرهن قانونا بالتوريق عندما يتم التنازل عن القرض بحوالة الحق أو اتفاق عن طريق التجديد.
- **التوريق بضمان متحصلات آجلة:** هي الأصول التي تضمن أن تدر عائدا مستقبليا لفترات طويلة ومنتظمة مثل متحصلات بيع السلع التصديرية.
- **التوريق بضمان حكومي:** هذا النوع يكون في حالة ضمان جهة حكومية.

ج- **التصنيف بحسب المدة:** بالاعتماد على المدة يمكن تقسيم التوريق إلى الأنواع التالية:

- **التوريق القصير الأجل:** يسمح هذا لشركات بالحصول على التمويل لفترات تقل عن سنة واحدة وتستخدم أساسا في تمويل رأس المال العامل للمنشآت التجارية مثل شراء المواد الخام.
- **توريق متوسط وطويل الأجل:** يسمح هذا النوع للشركات بالحصول على التمويل لفترات تزيد عن سنة وعادة ما تصل إلى 20 سنة، وهو يشمل أصول مؤسسات الائتمان وشركات التامين التي توجه لنوع خاص من.

ثانيا: **أساليب التوريق:** تتم عملية التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية²:

- أ- **استبدال الدين:** إن تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب يسمح باستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، غير أنه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كليا أو جزئيا إلى ورقة مالية.

¹ نور الدين كروش، مريم سرارمة، مرجع سبق ذكره، ص 644.

² نايف بن جمعان جريدان، بابكر مبارك عثمان الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 53.

ب-التنازل: أي التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقترضين ويشيع هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها، ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الاستمرار في دفع الإقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات المتفق عليها عند التعاقد.

ج-المشاركة الجزئية: تباع الذمم الدائنة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها ولا يتحمل بائع الدين أية مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد كما يجب على مشتري دين أن يتأكد من الأهلية والجدارة الائتمانية.

المطلب الثاني: منتجات التوريق الحقيقية والاصطناعية

الفرع الأول: منتجات التوريق الحقيقية

أولاً: الأوراق المالية المضمونة بالأصول¹ Asset-Backed Securities (ABS): التي تعتبر ضمان مالي مضمون بمجموعة من الأصول مثل القروض والإيجارات أو ديون الائتمان أو الأتاوات أو الذمم المالية المدعومة بأصول بديلاً عن الاستثمار في ديون الشركات.

ويشار إليها أحياناً بالأوراق المالية الغير عقارية وهي الأوراق التي تصدر من أوراق غير قروض الرهن العقاري، مثل قروض الاستهلاك وقروض السيارات وغيرها، وتتميز بأنها تستند إلى محفظة أصول متجانسة تتشابه هذه الأدوات المالية مع نوع آخر من منتجات التوريق يسمى التزام الدين المضمون. ويندرج تحت الأوراق المالية المضمونة بأصول نوعان آخران من الأوراق المالية هما²:

أ-التزام السندات المضمونة Collateralized Bond Obligation (CBO): تمثل ورقة مالية مضمونة بمحفظه من السندات.

ب-التزام القرض المضمون Collateralized Loan Obligation (CLO): تمثل ورقة مالية مضمونة بمجموعات قروض تقرضها مختلف الشركات من المصارف.

ثانياً: الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري Mortgage-Backed Securities (MBS): إن الضمان المدعوم بالرهن العقاري هو وسيلة بنك إقليمي أصغر لإقراض القروض العقارية لعملائه دون الحاجة إلى القلق بشأن القرض يعمل البنك كوسيط بين مشتري المنزل والمشاركين في سوق الاستثمار هذا النوع من

¹ متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.investopedia.com> visité le 21/04/2019 14 :20

² نايف بن جمعان جريدان، بالبكر مبارك عثمان الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص54

الأمن يستخدم عادة من قبل مجموعة من القروض العقارية للمساهمين، هذه المدفوعات يمكن تقسيمها إلى فئات مختلفة من الأوراق المالية ما يوقع المستثمر في مخاطر الرهون العقارية المختلفة¹.

وتشتمل هذه الأوراق على الأنواع التالية²:

أ- الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري تجاري **Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)**: تسمى أيضا بالأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية التجارية.

ب- الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري سكني **Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS)**: تسمى أيضا بالأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية السكنية.

ثالثا: **التزام الدين المضمون: Collateralised Debt Obligation (CDO)**: تستخدم البنوك والمؤسسات المالية CDO لتتنوع مصادر تمويلها وإدارتها لمخاطر المحفظة والحصول على رأس المال التنظيمي و CDO في الأساس هو مجموعة متنوعة من الأصول يمكن أن تكون السندات أو القروض هذه السندات عادة ما تكون السندات ذات العائد المرتفع³.

CDO هو منتج مشتق مخاطر الائتمان المعقدة كما قد تسمى CDOs الاصطناعية حيث يتكون CDOs الاصطناعي من مجموعة من CDS الذي يعبر عن الائتمان مشتق المخاطر مع السند كأصل أساسي يمكن اعتباره بمثابة تامين ضد خسائر السندات⁴.

يتضمن التزام الدين المضمون الأنواع التالية⁵:

أ- التزام السند المضمون **Collateralised Bond Obligations (CBO)**: يقصد به الأصول المالية المضمونة بمحفظة تشمل سندات الشركة.

ب- التزام القرض المضمون: **Collateralised Loan Obligation (CLO)**: يقصد به الورقة المالية المضمونة بمحفظة القروض التي تفرضها الشركات من قبل مؤسسات الإقراض، وعادة ما تكون من البنوك التجارية

ج- التزام الرهن المضمون **Collateralised Mortgage Obligation (CMO)**: يقصد به الورقة المالية المضمونة بمحفظة من القروض المضمونة بواحد أو مزيج من الرهون العقارية وأوراق الوكالة المالية.

<http://www.investopedia.com>

visité le :15/04/2019 11 :25

¹ متوفر على الموقع الإلكتروني:

² مريم سرارمة، مرجع سبق ذكره، ص 102.

³ Moor ad Choudhry , Aaron Nenatnejadm, AN introduction to Collateralized Debt Obligations, p2,3

⁴ Optimal Structuring of Collateralized Debt Obligation, journal of Credit Risk, Volume.8 Number4, winter13/2012, p136

⁵ مريم سرارمة، مرجع سبق ذكره، ص 103

د-التزام الدين المضمون المهيكل Structured Finance الأوراق المالية المضمونة بمجموعة من المنتجات المهيكلة.

الفرع الثاني: منتجات التوريق الاصطناعية

تشمل هذه المجموعة مختلف مشتقات الائتمان التي يمكن توضيح أهمها فيما يلي :

أولاً: مبادلة الائتمان المعيبة Credit Default Swap (CDS): تسمى أيضا مقايضة التخلف عن السداد CDSs هي الأكثر استخداما في مجموعة كبيرة من المشتقات الائتمانية المصممة لإدارة مخاطر التداول لأنها تعبر عن تبادل بين طرفين مقابل رسوم في مقابل الدفع في حالة التخلف عن السداد¹. ويعتمد التعامل ب CDS مجموعة من القواعد الأساسية هي²:

- الأصل المرجعي: والأصل الذي يتم شراء الحماية عليه سند الشركة المصدرة في CDSs المرجع الأصل هو قرض أو سند أو حتى سلة من هؤلاء يجب أن تكون مصممة بشكل جيد.
 - نضج المبادلة: هي الفترة التي تكون فيها الحماية نافذة إذا لم يحدث أي تقصير حتى تاريخ الاستحقاق فلن يتحمل بائع الحماية أي التزام.
 - الأحداث الائتمانية: هي الأحداث التي تعني التقصير من الرجوع الكيان، مثال ذلك إفلاس الكيان المرجعي أو فشله في تلبية عدد من المتطلبات المجدولة المرتبطة بالأصل المرجعي.
 - مدفوعات القسط: أو رسوم الحماية هي المدفوعات التي يدفعها المشتري لبائع الحماية.
- ثالثاً: التزام الدين الاصطناعي أو التركيبي³ Synthetic CDO (CDOs): هي عبارة عن أوراق مالية مضمونة بمحفظة مالية تتضمن أنواع مختلفة من الديون.
- CDO of CDO (CDO²): هي نوع من التزامات الدين المضمونة المحفظة المالية الضامنة لها تشمل شرائح من مختلف التزامات الدين المضمونة الأخرى.

¹ متوفر على الموقع الإلكتروني: 15: 21 /16/04/2019: <https://trauslat.google.dz> visité le

²Michal AnthropelosSpring.2010, A short Introduction To Credit Default Swaps,p2

³ مريم سرارمة، مرجع سبق ذكره، ص104.

خلاصة الفصل

يعتبر الابتكار والتطوير عصب الاقتصاد فمن دونه لا يمكن إشباع الحاجات الاقتصادية المتزايدة للفاعلين الاقتصاديين من حكومات وأفراد ومؤسسات على اختلاف أنواعها، هذا إضافة إلى التقدم التكنولوجي والعولمة الاقتصادية والمالية وتكامل الأسواق المالية والتقلبات والتغيرات التي شهدتها القطاع المالي، كل هذا أدى إلى تسريع وتيرة الابتكارات المالية والبحث عن أدوات ومنتجات مالية مبتكرة، والابتكار المالي ببساطة هو جلب منتج جديد إلى السوق يكون متميز عن غيره ويكون له وزنه في الأهمية، وتعتبر الهندسة المالية وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي وقد ظهرت في صورة أدوات وآليات مالية جديدة تمثل حلولاً إبداعية لمشاكل الإدارة، ويجري توظيف الابتكارات المالية في مجال التحوط، المضاربة، والمراجحة.

وتعد المشتقات المالية من أبرز الابتكارات المالية وهي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، وهي منتجات تمتاز بالمرونة والتعقيد ورغم وجود أشكال المشتقات المالية في الأسواق منذ قرون إلا أنها تطورت بشكل كبير وتزايد استخدامها بتطور أدواتها بما يتناسب مع الأسواق المالية، زهو ما جعل المشتقات المالية تحوز على مكانة بالغة نظراً لسرعة انتشارها، وتتمثل عقود الخيار، العقود المستقبلية، والعقود الآجلة أهم أنواعها، إضافة إلى المشتقات المالية يعتبر التوريق كذلك من أدوات الابتكار المالي، وهو أداة مالية مستحدثة تتمثل في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول أي تحويل الديون من المقرض الأساس إلى مقرضين آخرين، وعادة ما يتم ذلك عن طريق شركات التوريق وهي شركات ذات أغراض خاصة.

الفصل الثاني: تحقيق الاستقرار المالي العالمي بين

الرهانات والتحديات

المبحث الأول: النظام المالي العالمي، الاستقرار المالي

العالمي، مدخل مفاهيمي

المبحث الثاني: تحليل الاستقرار المالي وإجراءات المحافظة

عليه

المبحث الثالث: الابتكارات المالية واستقرار النظام المالي

العالمي

تمهيد

في ظل ما يشهده العالم المعاصر من تغيرات وتحولات ومستجدات عالمية متلاحقة في ظل العولمة في شتى ميادين الحياة، فقد شهد القطاع المالي والمصرفي العديد من التطورات خلال العقد الأخير من القرن العشرين، تمثلت في التقدم التكنولوجي الهائل في الصناعة المصرفية واستحداث أدوات مالية جديدة وانفتاح الأسواق المالية على بعضها البعض في الدول المختلفة بصورة غير مسبوقة.

وفي ظل تشابك الأسواق المالية وترابطها أصبح من الضروري التأكيد على الإستقرار المالي وتحقيقه، كما أدت الإنهيارات والأزمات المالية التي ضربت العديد من دول العالم إلى دراسة وتحليل الأسباب التي تؤدي إلى ظهور عدم الإستقرار في النظام المالي.

وسنحاول من خلال هذا الفصل دراسة موضوع إستقرار النظام المالي في إطاره النظري، وقد قمنا بتقسيمه إلى ثلاثة مباحث كالتالي:

المبحث الأول: النظام المالي العالمي، الإستقرار المالي العالمي: مدخل مفاهيمي.

المبحث الثاني: تحليل سلامة الإستقرار المالي وإجراءات المحافظة عليه.

المبحث الثالث: الإبتكارات المالية واستقرار النظام المالي العالمي

المبحث الأول: النظام المالي العالمي، الإستقرار المالي العالمي: مدخل مفاهيمي

يؤدي النظام المالي العالمي دورا بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول نظرا لروابطه المختلفة مع الكثير من متغيرات النشاط الإقتصادي، و يعتبر العمل على تحقيق استقراره عملية مستمرة تشترك فيها كافة المؤسسات.

المطلب الأول: عموميات حول النظام المالي العالمي

إن وجود نظام مالي فعال يعتبر أمرا ضروريا لأي نظام اقتصادي، فهو الذي يعمل على توفير الموارد المالية لسير النشاط الاقتصادي من خلال توفير الأدوات والمنشآت والأسواق القادرة على تجميع المدخرات اللازمة للاستثمار.

الفرع الأول: مفهوم النظام المالي العالمي

أولاً: تعريف النظام المالي العالمي

"إن النظام المالي العالمي يتكون من عناصر مالية تربطها علاقات مالية خاصة بتكوين واستخدام الموارد المالية، أما العناصر فهي عبارة عن شبكة من الأسواق المالية والمؤسسات المالية التي تضم وتضبط عمليات النظام"¹.

ويقصد بالنظام المالي العالمي على أنه: "مجملة الوحدات التي تقوم بالعمليات المصرفية وخاصة تلك المتعلقة بمنح الإئتمان، ويشمل الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية المتخصصة والسلطات المسؤولة عن رسم وتنفيذ السياسة النقدية"².

كما يقصد به كذلك "الأسواق والأفراد والمؤسسات والقوانين والإجراءات التنظيمية والتقنيات التي يتم من خلالها تداول الأصول النقدية والمالية، ويكون دور النظام المالي محوريا في المجتمعات المعاصرة فهو يؤمن انتقال الموارد المالية الفائضة من المدخرين إلى المقترضين من أجل الإستثمار أو الاستهلاك، وبمعنى آخر يجعل الأموال المعدة للإقراض والإقتراض متاحة ويقدم الوسائل والأدوات المالية التي تسهم في تعزيز التنمية الإقتصادية للبلد وبالتالي يرفع مستوى المعيشة التي يتمتع بها مواطنيه"³.

¹ أشواق بن قدور، تطور النظام المالي والنمو الإقتصادي، الطبعة الأولى، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 33.

² أمير بولعراوي، فيصل دياب، دور حوكمة المؤسسات المالية في تحقيق الإستقرار المالي-دراسة حالة الدول العربية- مذكرة ماستر في علوم التسبير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جبيل، 2017/2018، ص 52.

³ محمد أحمد السريتي، محمد عزت مجيد غزلان، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة رؤية للنشر والتوزيع، 2010، ص 107.

ثانيا: هيكل النظام المالي العالمي: يعتبر النظام المالي العالمي جزءا هاما في النظام الإقتصادي للدولة، إذ يتكون من ثلاثة عناصر هي:

أ-المؤسسات المالية: القطاع المالي وباعتباره يحتل مكانة هامة بين القطاعات الأخرى المكونة لأي اقتصاد، يتشكل من جملة من المؤسسات المختلفة من حيث الأهداف والوظائف التي يتم تجميعها في قطاعات تضم وحدات متكاملة الخصائص¹.

والمؤسسات المالية منظمات قادرة على إنشاء التزامات على نفسها، ومنح حق للغير من خلال بيع أصول مالية مقابل موارد مالية سائلة تستخدمها في شراء أصول مالية من الغير، لذلك يظهر التمييز بين المؤسسات المالية وغيرها من المؤسسات غير المالية في طبيعة الأصول التي تستحوذ عليها².

وعليه يتلخص دور المؤسسات المالية في³:

- تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها.

- خلق الفرص الإستثمارية.

- التقارب بين العرض والطلب في عمليات السوق المالي.

ب-الأسواق المالية: هي عبارة عن أسلوب أو أداة يتبادل من خلالها أو بواسطتها بائع الأوراق المالية مع المشتري لهذه الأوراق مقابل النقد، وتساهم هذه الأداة في تحويل الأموال بكفاءة بين القطاعات الإقتصادية من وحدات الفائض إلى تلك التي تعاني من العجز⁴، وتنقسم إلى أسواق نقدية وأسواق رأس المال وكل سوق تختلف عن الأسواق الأخرى من حيث المدة الزمنية والأدوات المتداولة وأيضا قواعد التعامل فيها⁵.

•أسواق النقد: هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات الإستثمارية قصيرة الأجل والتي تتميز بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة مخاطرها، أي أنها تحقق الأمان للمستثمرين وتوفر لهم حاجاتهم من

¹ محمد أحمد السريتي، مرجع سبق ذكره، ص 34.

² محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2007، ص 47.

³ مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الإقتصاد الوطني-دراسة حالة بورصة ماليزيا- أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص 3.

⁴ دريد كمال آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2012، ص 37.

⁵ مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال-دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014 - مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص 3.

الأدوات قصيرة الأجل بهدف استغلال الفائض النقدي قصير الأجل أو الحصول على تمويل يحقق السيولة اللازمة لتشغيل المشاريع¹.

• **أسواق رأس المال:** هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل والتي عمرها أكثر من سنة، وهي من الأسواق الحاضرة التي من خلالها يتم تداول الأوراق المالية بيعة وشراء مع تنفيذ عمليات البيع والشراء مباشرة بعد عقد الصفقات².

ج- الأدوات المالية: تمثل الأدوات المالية أحد أهم عناصر الأصول غير الملموسة، إذ يمكن من خلالها تحويل الأموال من أولئك الذين يملكون فوائض مالية إلى أولئك الذين يحتاجون الأموال لغرض الإستثمار في الأصول الحقيقية، كما أنها تؤدي إلى إعادة توزيع الخطر الذي لا يمكن تجنبه بين طالبي وعارضي الأموال، و تتنوع الأدوات المالية التي يتم التعامل فيها من خلال الأسواق المالية وتتباين في خصائصها³ من حيث مدة الإستحقاق، القابلية على التسويق، عنصر المخاطرة، السيولة وقابليتها للتجزئة⁴.

• **الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي:** تتميز أدوات الدين قصيرة الأجل التي تتداول في سوق النقد بأنها لا تتعرض لتقلبات ملحوظة في أسعارها، كما أن الإستثمار المالي فيها لا يتعرض لمخاطر تذكر، وهي تعد أكثر أدوات الدين سيولة وأكثرها انتشارا في التداول، وتتحدد أهم أدوات الدين قصيرة الأجل فيما يلي⁵:

- **أذونات الخزينة:** تعتبر أذونات الخزينة أكثر أدوات سوق النقد سيولة ويتم تداولها بكثرة، وهي أدوات دين قصيرة الأجل تستحق كل 3 أو 6 أو 12 شهرا ويتم تداولها بمعدل خصم من القيمة الإسمية لها، ويتم إصدارها لتمويل عجز الحكومات الفدرالية⁶.

¹ دريد كمال آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 40.

² المرجع نفسه، ص 40.

³ عاطف وليم اندراوس، **أسواق الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2005، ص 59.

⁴ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، **النقود والمصارف والأسواق المالية**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2004، ص 99.

⁵ محمد يونس، عبد النعيم مبارك، كمال أمين الوصال، **اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص 88.

⁶ غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، **اقتصاديات النقود والبنوك**، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، ص 43.

- الأوراق التجارية: وهي إصدارات تصدرها عادة الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة وشركات التأمين وبعض الشركات غير المصرفية، حيث أن أجل استحقاق هذه الإصدارات يكون قصيرا وسوق تداول هذه الأوراق ضعيف نسبيا¹.

- إتفاقية إعادة الشراء: يقصد بها الحصول على الأموال عن طريق بيع الأوراق المالية مع إبرام إتفاقية في نفس الوقت، يتعهد فيها البائع بإعادة شراء هذه الأوراق بعد فترة محددة غالبا أو لأجل قصير وبسعر أعلى من سعر البيع الأول المتفق عليه².

- القبولات المصرفية: هي إحدى أدوات الدين تصدرها المصارف لغرض تسهيل عمليات الاستيراد والتصدير، وهي أداة قصيرة الأجل تتصف بدرجة خطر منخفضة بسبب قبولها من قبل البنوك أو البنك المركزي ويمكن بيعها في السوق الثانوي³.

- شهادات الإيداع القابلة للتداول: وهي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية، تشهد فيها أنه قد تم إيداع مبلغ محدد لديها لمدة محددة تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وتنتهي بتاريخ استحقاقها⁴.

- القروض المصرفية قصيرة الأجل: وهي القروض التي تمنح من قبل المصارف وتكون قصيرة الأجل والتي مدتها أقل من سنة، تستخدم أغلبها لتمويل الدورة التشغيلية للمشروع بمبالغ يتفق عليها⁵.

- الودائع المصرفية بعملات أجنبية.

• الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال: تستخدم في أسواق رأس المال أدوات مالية يمكن تقسيمها كالتالي:

- الأسهم⁶: السهم هو عبارة عن ورقة مالية ذات قيمة إسمية محددة قابلة للتداول في السوق المالي الثانوي تصدرها شركات المساهمة في السوق المالي الأولي للاكتتاب فيها من طرف الجمهور، ويمثل السهم جزء من رأس مال الشركة المساهمة، يسمح لحامله بالحصول على نسبة من الأرباح تتوقف على مقدار الأرباح المحققة من قبل الشركة، وعليه فعائد السهم يتغير حسب الأرباح السنوية التي

¹ محمود يونس، عبد النعيم مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003/2002، ص 134.

² ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص: 91.

³ دريد كمال آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 173.

⁴ ماهر كنج شكري، مروان عوض، مرجع سبق ذكره، ص: 74.

⁵ دريد كمال آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 171.

⁶ محمد أمين عبد المولى، المعالجة المحاسبية للأدوات المالية وفق النظام المحاسبي المالي والمعايير المحاسبية الدولية-دراسة

ميدانية بالقرض الشعبي الجزائري، ومجمع صيدال- مذكرة ماستر في العلوم التجارية، جامعة جيجل، 2015/2016، ص ص3، 9.

تحققها الشركة المصدرة للأسهم، ويتمتع السهم بخصائص تميزه عن غيره من الأدوات المالية نذكر منها: التساوي في القيمة، عدم قابلية السهم للتجزئة، قابلية السهم للتداول و تحديد المسؤولية. هذا وتقسم الأسهم بصفة عامة إلى:

أسهم عادية وأسهم ممتازة، أسهم إسمية وأسهم لحاملها، أسهم محددة القيمة وأسهم غير محددة القيمة، حصص التأسيس وحصص الأرباح، أسهم منحة وأسهم تمتع، أسهم نقدية وأسهم عينية.

- **السندات:** هي أداة دين ذات قيمة إسمية وتصدر بمعدل فائدة ثابتة وتاريخ استحقاق محدد، وتصدر من جهات حكومية أو شركات بهدف الحصول على مصادر تمويل طويل الأجل¹. وهي من أدوات الدين المتعارف عليها في السوق، فالسند يعتبر عقد إلتزام من المقترض لدفع مبالغ محددة في مواعيد محددة وتتمتع السندات بدرجة عالية من السيولة حيث تداولها بيعا وشراء في أسواق الأوراق المالية، كما يمكن الحصول على أسعارها في أسواق السندات يوميا². هذا ويمكن تقسيم السندات إلى³:

سندات حكومية وسندات خاصة، سندات لحاملها وسندات إسمية، سندات قصيرة الأجل وسندات متوسطة وطويلة الأجل، السندات الدولية، سندات قابلة للإستدعاء وسندات غير قابلة للإستدعاء، سندات مضمونة وسندات غير مضمونة، سندات قابلة للتحويل وسندات غير قابلة للتحويل.

- **المشتقات المالية:** وهي عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية: أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع... لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وتشمل عقود المشتقات المالية على العقود الفرعية التالية: العقود المستقبلية، العقود الآجلة، عقود الخيارات، عقود المبادلة وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة⁴.

ثالثا: وظائف النظام المالي العالمي

تكمن أهمية النظام المالي العالمي في وظيفته الأساسية ألا وهي الوساطة المالية، هذا بالإضافة إلى جملة من الوظائف الأخرى نذكر منها:

¹ دريد كمال آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 208.

² ماهر كنج شكري، مرجع سبق ذكره، ص 99.

³ محمد أمين عبد المولى، مرجع سبق ذكره، ص: 11، 14.

⁴ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص

أ- **تنويع المخاطر:** أظهر النموذج المقدم من قبل pagano أن الوسطاء الماليين يحفظون الأفراد على الإستثمار في المشاريع الأكثر خطورة والأكثر إنتاجية من خلال تنويع وتقسيم المخاطر، مما يرفع إنتاجية رأس المال وبالتالي يعزز النمو الإقتصادي، كما أكد levine أن النظم المالية يمكن أن تسهل تقاسم المخاطر للقضاء على مخاطر السيولة، كما يمكن للنظم المالية أن تزيد الإستثمار في المشاريع ذات العوائد المرتفعة التي يكون لديها تأثير إيجابي على النمو¹.

ب- **تجميع المدخرات:** يعمل النظام المالي على توفير منافذ لتعبئة الإيدار مما يؤدي إلى تراجع الاستهلاك في الوقت الحاضر والاتجاه نحو الإستثمار، حيث أن وجود النظام يمكن المدخرين من إقراض فائض أموالهم إلى المقترضين والحصول على عائد مقابل ذلك سواء في شكل أرباح رأسمالية أو فوائد مجمعة، وعليه يمكن القول أن النظام المالي يركز على توفير عوائد كبيرة ومغرية في أدائه لهذه الوظيفة من خلال طرح معدلات فائدة مشجعة أو تقديم ضمانات حول الأوراق المالية المصدرة².

ج- **تقديم المعلومات المالية وتحليلها:** إن العديد من الأفراد ليست لديهم المعرفة الكاملة بشؤون الأوراق المالية فلا يمكنهم القيام بجمع وتحليل المعلومات المتعلقة بعدد كبير من الأوراق المالية غير المباشرة خصوصا إذا كانت لديهم مجرد مبالغ نقدية صغيرة يرغبون في استثمارها، ومن هنا يأتي دور الوسطاء الماليين فهم يستطيعون الاستعانة بالخبراء في ميدان التحليل المالي، وستكون تكلفة استخدام هؤلاء الخبراء بالطبع منخفضة جدا إذا ما تم توزيعها على الحجم الكبير والمتنوع من الأصول التي يجمعونها ويحللون المعلومات الخاصة بها، فضلا عن ذلك يدعي بعض الوسطاء الماليين أن الاستعانة بهؤلاء الخبراء يمكنهم من اتخاذ قرارات أفضل بكثير من تلك القرارات التي كان أصحاب المدخرات يصدون اتخاذها بأنفسهم³.

د- **توفير الموارد المالية:** يقدم النظام المالي الموارد المالية اللازمة لكافة الأفراد والمؤسسات من أجل القيام بمدفوعاتهم بطريقة فعالة، بغية شراء السلع والحصول على الخدمات وتمويل الإستثمارات، هذه الأخيرة تؤدي إلى زيادة الإنتاجية للموارد المتاحة للمجتمع ورفع مستواه المعيشي⁴.

¹ أمّنة بن دحمان، **التطور المالي والنمو الإقتصادي في الدول النامية-دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 25 دولة خلال الفترة 1989-2014**، أطروحة دكتوراه في علوم اقتصاد النقدي المالي، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2015/2016، ص 21.

² حسناء العفيون، زينب حرفوش، **دور النظام المالي في تحقيق النمو الإقتصادي-حالة الجزائر دراسة تحليلية للفترة 2000-2015**، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة جيجل، 2016/2017، ص 12.

³ بلقاسم بوشافة، سفيان بوفنار، **أثر إصلاح النظام المالي على النمو الإقتصادي-دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 1990-2012**، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة جيجل، 2013/2014، ص 24.

⁴ حسناء لعفيون، زينب حرفوش، مرجع سبق ذكره، ص 12.

هـ- تسهيل التبادل: إلى جانب تعبئة المدخرات، يمكن للنظام المالي من تعزيز التخصص الذي يعتبر أمر ضروري في عملية التنمية الاقتصادية وذلك من خلال تخفيض تكاليف المعاملات، حيث أكد Adam Smith أن تقسيم العمل -التخصص- هو العامل الأساسي وراء تحسين الإنتاجية، حيث أن زيادة التخصص يتطلب المزيد من المعاملات وبما أن هذه المعاملات مكلفة فالنظم المالية التي تعمل على تخفيض تكاليف المعاملات تشجع على المزيد من التخصص الذي بدوره يعزز الابتكار التكنولوجي وينعكس إيجاباً على النمو الاقتصادي¹.

الفرع الثاني: المخاطر التي تواجه النظام المالي العالمي

يواجه النظام المالي العالمي العديد من المخاطر التي تهدده والتي منها:

أولاً: تراجع النشاط الاقتصادي: يصعب معه قيام المشروعات القائمة بالوفاء بالتزاماتها نتيجة نقص الطلب على منتجاتها، في ظل تراجع القدرة الشرائية وقد يترتب على تراجع النشاط الاقتصادي تقليص الشركات لحجم أعمالها القائمة، وهو ما يفسر عن ارتفاع معدلات البطالة وبالتالي عدم قدرة القطاع العائلي على الإدخار أو حتى الوفاء بالتزاماته تجاه البنوك في حالة الحصول على القروض وبما يسهم في زيادة حجم الديون المتعثرة لدى البنوك².

ثانياً: ديناميكية السوق: حدثت تغيرات هامة في ديناميكية السوق نتيجة عولمة التمويل وتزايد اعتماد كثير من الشركات على أسواق الأوراق المالية بدلاً من البنوك للحصول على الأموال اللازمة للتمويل، فقد انخفضت تكاليف المعاملات إلى الحد الأدنى وأصبح بالإمكان إجراء قدر هائل من المعاملات في وقت وجيز للغاية، ولعل عمليات الشراء أو البيع الضخمة والمتواصلة على غرار ما يحدث فيما يسمى "سلوك القطيع" يمكن أن تؤدي إلى تفاقم حركات الأسعار، وقد يترتب على أثر "سلوك القطيع" كذلك انتشار المشاكل من السوق المضطربة إلى السوق التي لم تتسرب إليها الاضطرابات بعد، وذلك إذا ما اعتقد المستثمرون -عن حق أو عن خطأ- أن ثمة أوجه تشابه بين السوقين³.

ثالثاً: الخطر المعنوي: ينبغي للمشاركين في الأسواق الخاصة أن يعتبروا أوجه الغموض الجديدة في ديناميكية السوق حافزاً لهم على عزل أنشطة أعمالهم وصافي دخولهم وميزانياتهم العمومية عن المخاطر

¹ بن دحمان أمنة، مرجع سبق ذكره، ص 23.

² لبنى كسيس، مريم بوخاري، تقييم فعالية البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي -دراسة حالة البنك الفدرالي الأمريكي، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة جيجل، 2016/2017، ص 53.

³ أمير بولعراوي، دباب فيصل، مرجع سبق ذكره، ص 55.

الناجمة عن التحركات الحادة في الأسعار والتغيرات في حجم السيولة في الأسواق، في حين أن بعض أهم المشاركين في السوق يشكلون جانبا حيويا في نظم الدفع الوطنية والدولية، ومن ثم فإن السماح بإخفاقهم يمكن أن تترتب عليه عواقب وخيمة بالنسبة للنظام المالي بأكمله ولتقادي هذا الخطر عمد صناع السياسات إلى وضع شبكات أمان مالية لتوفير الحماية للمودعين (التأمين على الودائع) والمؤسسات المالية (تسهيلات المقرض الأخير) والأسواق (ممارسات الحكومات لضخ السيولة النقدية) غير أن افتراض تدخل القطاع العام لمنع وقوع الأزمات يضعف من الانضباط وفق شروط السوق ويخلق خطرا معنويا، حيث يضعف الحافز لدى المشاركين في السوق على توخي الحذر في تعاملاته¹.

رابعا: المخاطر النظامية: انتقلت المخاطر التي تهدد النظام بأكمله من القطاع المصرفي إلى أسواق رأس المال، وقد تزداد صعوبة تحديد هذه المخاطر أمام جهات الرقابة الرسمية نتيجة اتساع الفجوة التكنولوجية والمعرفية بين الجهات التنظيمية والكيانات الخاضعة للتنظيم، والجمع بين التقدم التكنولوجي وهياكل الحوافز الخاصة، وازدياد المنافسة في الخدمات المالية من شأنه تشجيع المؤسسات المالية الخاصة على التلاؤم مع المتغيرات الهيكلية بوتيرة أسرع بالمقارنة مع استجابة الأطر الرقابية والتنظيمية².

خامسا: المخاطر الخارجية: حيث يتميز القطاع المالي بالحساسية إزاء الصدمات الخارجية مثل: الكوارث الطبيعية، التغيرات في ميزان التبادل التجاري لبلد ما، الأحداث السياسية، تقلبات أسعار النفط، الابتكارات التكنولوجية، التحولات المفاجئة في توجهات السوق، توقف بلد مجاور عن سداد دين سيادي، أو التغيرات غير المتوقعة في أسعار الصرف، وقد يؤدي انهيار شركة دولية كبرى تمارس نشاطها في السوق المحلي إلى إضعاف الثقة في السوق وخلق اختلالات تؤثر في النظام المالي بأكمله³.

المطلب الثاني: الاستقرار المالي العالمي

إن موضوع الإستقرار المالي أصبح مهما خاصة في العقود الأخيرة بالنسبة للمختصين وسواء كانوا أشخاص أو مؤسسات، وقد احتل مركز الصدارة لكل الجهات الحكومية والمالية والإقتصادية سواء على المستوى المحلي أو الدولي.

¹ غازي شيناسي، **الحفاظ على الإستقرار المالي**، قضايا اقتصادية، منشورات صندوق النقد الدولي، 2005، ص 4، متاح على الموقع: <http://www.imf.org>IMF>issues36>ara> visité le 26/3/2019 16 :20

² سمية بوخونفة، زنون رشيدة، **دور نظام حماية الودائع في دعم استقرار النظام المصرفي -دراسة حالة الجزائر**، مذكرة ماستر في العلوم الإقتصادية، جامعة جيجل، 2013/2014، ص 15.

³ أحمد شفيق الشاذلي، **الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه**، ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد العربي، 2014، ص 8.

الفرع الأول: مفهوم الاستقرار المالي العالمي

أولاً: تعريف الاستقرار المالي العالمي

يعرف الإستقرار المالي العالمي على أنه: "العمل على التأكد من قوة وسلامة عمل جميع مكونات النظام المالي مما ينضوي على غياب التشنجات في هذا الجهاز بما ينعكس سلباً على الاقتصاد"¹. أما سلطة النقد فتعرف الإستقرار المالي في تقريرها السنوي بأنه يعبر عن "الحالة التي يتم فيها تدفق الأموال بسلاسة بين الأسر والشركات والحكومة وبين المواطنين وبقية العالم، ويتطلب هذا المفهوم سلامة وفعالية عملية الوساطة المالية"².

أما من وجهة نظر البنك المركزي الألماني فهو: "حالة التوازن التي يتمكن من خلالها النظام المالي من القيام بوظائفه الاقتصادية الأساسية، التي تتمثل في تخصيص الموارد الاقتصادية وموازنة المخاطر وتسوية المدفوعات بالكفاءة اللازمة والقدرة على الاستمرار في أداء هذه الوظائف بصورة مناسبة، حتى مع وجود بعض الصدمات أو الأزمات أو الحالات التي تستلزم تغييرات هيكلية كبيرة"³.

هذا ويعرف **Alen Wood** عدم الإستقرار المالي: "بالحالات التي يمر فيها عدد كبير من الأطراف سواء كانوا عائلات، شركات، أو حكومات بالأزمات المالية، كما أن تصرفاتهم السابقة لا تبرر حدوث هذه الأزمات والتي ينتج عنها آثار اقتصادية كلية سلبية"⁴.

و يعرف **Mishkin, 2009** حالة عدم الاستقرار المالي بأنها: "عدم قدرة القطاع المالي على القيام بوظيفته بصورة كاملة كوسيط مالي تتدفق من خلاله الموارد المالية من أصحاب الفوائض المالية إلى المستثمرين الراغبين في استغلال الفرص الاستثمارية الممكنة"⁵.

أما مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي فيعرف حالة عدم الاستقرار المالي العالمي بأنها حالة تتسم بوقوع ثلاث ظواهر رئيسية متتالية وهي⁶:

¹ Mohamed M, Beloafi, **Islamic Economics Research Centre**, King Abdul Aziz University, Jeddah, Saudi Arabia, 2001, P96

² المرجع نفسه، ص 18.

³ احمد شفيق الشاذلي، مرجع سبق ذكره، ص 16.

⁴ نسيمه حاج موسى، دور صناديق الثروة السيادية في دعم الاستقرار المالي - دراسة أزمة الرهن العقاري - أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2015/2014، ص 95.

⁵ عزام الشوا، الإستقرار الاقتصادي والمالي النقدي، مفاهيم نظرية وإشكالية العلاقة بينهما في الإقتصاد الفلسطيني، مجلة المرساة المصرفية، العدد السادس عشر، كانون الأول ديسمبر، 2017، ص 18.

⁶ المرجع نفسه.

- أ. انحراف أسعار مجموعة من الأوراق المالية الأكثر أهمية عن أسعارها التي تتلاءم مع مقومات التحليل الأساسي للمؤسسات المالية المصدرة لهذه الأوراق.
- ب. حدوث تشوه في الائتمان على المستوى المحلي والعالمي الذي يؤدي إلى تركيز الائتمان وتزايد احتمالات المخاطر المتعلقة بعدم القدرة على السداد.
- ج. الانحراف الفعلي أو المحتمل لمستويات الإنفاق عن المستوى التوازني بما يقلص فرص النمو الاقتصادي.

ثانيا: شروط الإستقرار المالي العالمي: من خلال ما سبق نستخلص الشروط التالية الواجب توفرها لتحقيق الاستقرار المالي العالمي¹:

- أ. استقرار نقدي، متمثلا في انخفاض نسبة التضخم، واستقرار أسعار الصرف.
- ب. معدلات عمالة أو تشغيل طبيعية.
- ج. ثقة في المؤسسات والأسواق المالية العاملة في الاقتصاد.
- د. عدم وجود تقلبات حادة في أسعار الأصول المالية أو الحقيقية في الاقتصاد: شرط تحقق الاستقرار المالي يتمثل في أن يكون النظام المالي قادر على تحمل الصدمات دون أن يعطي فرصة لتراكم التشوهات التي تعوق تكوين المدخرات لاستثمار الفرص في الاقتصاد، مع توفر القدرة لدى هذا النظام على امتصاص الصدمات عند حدوثها، والاستمرار في أداء وظائفه الأساسية بدرجة عالية من التأكد.
- هـ. من أهم الشروط التي تحافظ على الاستقرار المالي شرط تقوية التشريعات والممارسات وأدوات الرقابة المصرفية، وذلك من خلال تقوية الرقابة على المخاطر والحد من التركزات الائتمانية، على الحكومة الارتقاء بممارساتها لدى مؤسساتها المصرفية من خلال التأكد من استقلالية الإدارة وتحسين الإفصاح المالي².

ثالثا: مبادئ الاستقرار المالي العالمي: و تتمثل هذه المبادئ في³:

¹ لبنى كسيس، مريم بخاري ، مرجع سبق ذكره، ص 45.

² فاضل موسى حسن المالكي، إسراء نظام الدين حسين الطائي، ضوابط الاستقرار المالي في المصارف الإسلامية، مجلة الإدارة والاقتصاد-المجلد الخامس-العدد العشرون، كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة كربلاء، ص 188

³ رشيد بوكساني، مزيان أمينة، الاستقرار المالي رهينة قطاع المحروقات في الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد العاشر، ديسمبر 2011، ص 236، 237.

أ. المبدأ الأول: أن مفهوم الاستقرار المالي مفهوم واسع يضم مختلف مظاهر التمويل و النظام المالي، و باعتبار الترابط الوثيق بين كل من النظام المالي فان الاختلافات التي تصيب أي مكون منها يمكن أن تضعف الاستقرار الإجمالي.

ب. المبدأ الثاني: أن الاستقرار المالي لا يقتضي فقط بان يقوم التمويل بشكل تام بدوره في تخصيص الموارد و المخاطر وتعبئة الادخار، لكنه يقتضي أيضا أن تقوم أنظمة المدفوعات بدورها الاقتصادي السليم.

ج. المبدأ الثالث: أن مفهوم الاستقرار المالي لا يرتبط فقط بغياب الأزمات في الوقت الحاضر ولكن بقدرة النظام المالي على التأقلم مع الأوضاع الاقتصادية المضطربة.

د. المبدأ الرابع: أن يتم صياغة الاستقرار المالي باعتبار النتائج المحتملة على القطاع الحقيقي، فالاختلال في الأسواق المالية أو على مستوى فرادى المؤسسات المالية تحتاج أن يتم اعتبارها تهديدا للنظام المالي إذا لم تشكل خطرا على الأنشطة الاقتصادية بشكل واسع.

هـ. المبدأ الخامس: أن يتم التفكير في الاستقرار المالي كسلسلة مستمرة وليس دراسته في فترة زمنية معينة، ويمكن النظر إلى الاستقرار المالي على أنه يتوافق مع استقرار أجزائه المكونة له مثل سلامة المؤسسات المالية، ظروف الأسواق المالية، و كذا فعالية مكونات البنية التحتية.

الفرع الثاني: عموميات حول الإستقرار المالي العالمي

أولاً: أسس الاستقرار المالي العالمي: يمكن تلخيص أهم أسس الاستقرار المالي على النحو التالي¹:

أ. عادة ما تكون مؤسسات النظام المالي مستقرة، إذا ما توفر لديها درجة عالية من الثقة في قدرتها على الوفاء بالتزاماتها باستمرار دون مساعدة خارجية، وتكون الأسواق المالية مستقرة إذا تمكن المشاركون فيها من التعامل بثقة مع أسعار الأدوات المتداولة فيها.

ب. أن يكون الهدف من الحفاظ على استقرار النظام المالي هو تجنب الاضطرابات فيه والتي من شأنها أن تسبب أضرارا وتكاليف كبيرة في الاقتصاد الحقيقي.

ج. توزيع الموارد الاقتصادية على المناطق الجغرافية توزيعا متكافئا.

د. تنوع العمليات الاقتصادية والمالية (الادخار والاستثمار والإقراض والاقتراض وخلق السيولة وتراكم الثروة...).

¹ نصر عبد الكريم، محمد عابد وآخرون، الدور الاقتصادي لمؤسسات الإقراض المتخصصة وأثرها على الاستقرار المالي في فلسطين، ورقة عمل صادرة من سلطنة النقد الفلسطينية، شباط 2013، ص 13.

هـ. معرفة المخاطر التي تتعرض لها المعاملات المالية وتحديدها ومحاولة التخلص منها أو تقليلها.

و. محاولة مواجهة الصدمات والأزمات لزيادة القدرة على أداء الوظائف المالية بالنظام.

يتضح من خلال ما سبق أن حالة الاستقرار المالي العالمي تتمثل في استقرار جميع مكونات النظام المالي العالمي، وكذلك أسواق المال وكافة الأنشطة المرتبطة بها، وتعتبر البنوك المركزية أهم الجهات المسؤولة عن الاستقرار المالي العالمي من خلال السياسة النقدية والمالية¹.

ثانياً: أهمية الاستقرار المالي العالمي

إن النظام المالي العالمي يلعب دوراً حاسماً في الاقتصاد لأنه يمكن عملية الوساطة المالية من تسهيل تدفق الأموال بين المدخرين والمقترضين، مما يضمن تخصيص الموارد المالية بكفاءة لتعزيز النمو الاقتصادي والتنمية، كما يصف الاستقرار المالي العالمي الحالة التي تعمل فيها الوساطة المالية بسلاسة ومدى توفر الثقة في تشغيل المؤسسات المالية والأسواق الرئيسية في الاقتصاد.

وعليه تكمن أهمية الاستقرار المالي العالمي في:

أ. إن الاضطرابات المالية تقف على رأس المخاطر التي تهدد استقرار الاقتصاد العالمي، فقد أشار تقرير منتدى الاقتصاد العالمي الذي صدر مطلع عام 2008م وحمل عنوان "المخاطر العالمية 2008"، إن النظم المالية المضطربة تمثل تحدياً كبيراً يؤثر على استقرار الاقتصاد العالمي، لهذا فقد طالب التقرير بزيادة التدخل في أسواق المال لتقليل حدة المخاطر وتحسين حوكمة النظام المالي العالمي من خلال شبكة مسؤولين لإدارة المخاطر².

ب. انتشار الاضطرابات المالية على نطاق واسع على مستوى الاقتصاد المحلي وعلى المستوى العالمي، فالاهتزازات المالية تحدث تأثيرات متزايدة على كل من قنوات الائتمان المصرفية وغير المصرفية في الاقتصاديات المتقدمة، ويلاحظ تشديد معايير الإقراض المصرفي في الولايات المتحدة وأوروبا الغربية وتراجع حركة إصدار الأوراق المالية وشدة اتساع فروق العائد على سندات دين الشركات³.

ج. نتائج الاضطرابات المالية كارثية على جميع الأصعدة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وممتدة لسنوات بعد حدوثها، وما الأزمة الآسيوية في نهاية الثمانينات والأزمة التركية عامي 2001 و 2002

¹ فاضل موسى حسن المالكي، إسرء نظام الدين حسين الطائي، مرجع سبق ذكره، ص 182

² ريمه ذهبي، الاستقرار المالي النظامي-بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري خلال الفترة 2003-2011، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة 2، 2012/2013، ص 22.

³ نسيمه حاج موسى، مرجع سبق ذكره، ص 93.

والتي أدت إلى تعثر بيت إخلاص للتمويل الإسلامي وعشرة مصارف تقليدية من بينها ثمانية مملوكة للدولة ثم أزمة الرهن العقاري، إلا نماذج من أمثلة كثيرة ممتدة عبر تاريخ طويل لم تتعدى فيه دورة حدوثها الواحدة تلو الأخرى أكثر من عشر سنوات، كما يذكر مؤرخو ومحللو الأزمات المالية الذين توصلوا إلى نتيجة مفادها أننا نحاول تحقيق الاستقرار لنظام هش بطبيعته وغير مستقر ومعرض للأزمات المالية¹.

د. تكمن ضرورة الاهتمام بقضايا الاستقرار المالي في السرعة والقوة التي تنتشر بها عدوى الأزمات المالية الخارجية إلى النظام المالي المحلي ومنه إلى الاقتصاد الحقيقي وخلال فترات زمنية وجيزة خاصة الأزمات المتعلقة بالقطاع المصرفي².

هـ. كما ينطلق اهتمام العديد من الدول و المؤسسات المالية العالمية بتحقيق الاستقرار المالي من كونه يمثل مسؤولية جماعية للمجتمع الدولي في ظل العلاقات التشابكية فيما بينها³.

ثالثا: أهداف الاستقرار المالي: هناك مجموعة من الأهداف يمكن حصرها فيما يلي⁴:

أ. يهدف الاستقرار المالي إلى التقليل من المخاطر النظامية التي ظهرت أهميتها مع تكرار حدوث الأزمات المالية.

ب. تعزيز الاستقرار المالي على مستوى الجهاز المالي ككل وليس فقط على مستوى المؤسسات الانفرادية للجهاز المصرفي، بهدف تعزيز قدرة الجهاز المصرفي والمالي على تحمل الصدمات من خلال تحليل ودراسة أهم العوامل والقطاعات التي تؤثر على الاستقرار المالي.

ج. الوصول إلى قطاع مالي فعال يسهم في تحقيق النمو الاقتصادي المرتفع والمستدام، وتتناسب مؤشرات الأداء به مع المؤشرات الاقتصادية الكلية، تعمل فيه الأسواق العالمية فيه بكفاءة مع الالتزام بالقواعد الاحترازية لتعاملات المؤسسات المالية ويتمتع ببنية تحتية ذات كفاءة عالية تحظى بثقة المتعاملين.

د. تشجيع اعتماد سياسات وقائية وأخرى علاجية في الوقت المناسب لتفادي عدم الاستقرار المالي، مع تعزيز القدرة على استعادة الاستقرار إلى النظام المالي في حالة فشل التدابير الوقائية والعلاجية في الحد من إمكانية انتقال الصدمات من القطاع المالي الحقيقي والعكس.

¹ نسيمه حاج موسى، مرجع سبق ذكره، ص 94.

² احمد شفيق الشاذلي، مرجع سبق ذكره، ص 1.

³ المرجع نفسه، ص 1.

⁴ لبنى كسيس، مريم بخاري، مرجع سبق ذكره، ص 47.

هـ. تمكين صانعي السياسات ومنتخذي القرارات من الوقوف على مواطن الضعف المحتملة في وقت أبكر قبل حدوث انفجار فقاعة سعرية، يترتب عنها تصحيح جذري للأسعار القائمة للأصول بشقيها العيني والمالي، أو قد يترتب على دورة الأعمال حدوث تصحيحات ذاتية من شأنها أن تسفر عن انخفاضات مفاجئة وكبيرة في الأسعار يترتب عليها حدوث مشاكل داخل المؤسسات المالية.

الفرع الثالث: عدم الاستقرار المالي

أولاً: أسباب عدم الاستقرار المالي: تكمن أسباب عدم الاستقرار المالي فيما يلي¹:

أ. **الفقاعات المضاربة:** التي تعرف على أنها عملية شراء أو بيع أصل بهدف إعادة بيعه أو شرائه في فترة زمنية لاحقة، تتمثل خصائص المضاربة فيما يلي:

- يتحمل المضارب الربح أو الخسارة.
- في اغلب الأحيان رؤوس الأموال التي تساهم في المضاربة مقترضة، لذا يحاول المضارب الحصول على عائد مرتفع مقارنة بمعدل فائدة القرض.
- لا يوجد مقابل لعملية المضاربة في الاقتصاد الحقيقي.

وعليه يمكن أن نتساءل حول دور المضاربة: هل يؤدي إلى الاستقرار أو عدم الاستقرار المالي؟ ففي الحالة الأولى يمكن للمضاربة المساهمة في الاستقرار المالي مثلاً إذا انخفضت قيمة سهم شركة معينة، واعتبر هذا الانخفاض مؤقتاً فسيعمل المضارب في هذه الحالة على شراء الأسهم بهدف إعادة بيعها عندما ترتفع قيمتها، بذلك فهو يساهم في الاستقرار المالي.

في الحالة الثانية تؤدي المكاسب الرأسمالية دوراً مسيطراً وحاسماً، وتصبح التصرفات والاستجابات غير محسوبة وغير رشيدة مما يؤدي على عدم الاستقرار المالي.

ب. **عدم استقرار الاقتصاد الكلي:** ذلك بفعل التقلبات التي تحدث في شروط التبادل التجاري، فعند انخفاض شروط التبادل يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الدين، كما تعتبر التقلبات في أسعار لفائدة العالمية وأسعار الصرف الحقيقية من مصادر الاضطرابات على المستوى الكلي والتي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر في حدوث العديد من الأزمات.

¹ نسيمه حاج موسى، مرجع سبق ذكره، ص ص 100 - 102.

ج. **عدم تناظر المعلومات:** يشير هذا المصطلح إلى الموقف الذي يكون فيه احد المتعاملين في السوق لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يترتب على ذلك أن الطرف الثاني لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة كما يترتب عليه تزايد المخاطر المعنوية.

د. **مشكلات التكوين:** حيث إن الأنواع الثلاثة لعدم الاستقرار المالي حالات الذعر المالي حالات الانهيار في أسواق الأوراق المالية وعدم الاستقرار في مستوى الأسعار كلها تتضمن مشكلات التكوين وتكون لها انعكاسات كلية¹.

هـ. **المخاطر الكثيفة:** بما في ذلك القروض الضعيفة المر دودية مما يجعل البنك يتحمل المسؤولية عن كل الخسائر².

و. **سياسات سعر الصرف:** يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة لصدمات الخارجية، ففي ظل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور الملاذ الأخير للاقتراض بالعملات الأجنبية مما يؤدي إلى فقدان السلطة النقدية احتياطياتها من النقد الأجنبي وحدث أزمة³.

ز. **المشتقات المالية:** حيث أن تزايد استخدام المشتقات المالية شكل مصدرا آخر لعدم الإستقرار المالي المرتبط بتحرير أسواق رأس المال، إذ وبالرغم من الفوائد التي توفرها المشتقات المالية والمتعلقة بالتحوط ضد المخاطر المالية، وبالرغم من أن عدم الإستقرار الجزئي قد انخفض مع تطوير سوق المشتقات المالية نظرا لما توفره كأداة تحوط جديدة تسمح للأفراد بتغطية مخاطر الإقتصاد الجزئي لكنها أنتجت انخفاض في الشفافية التي هددت استقرار النظم المالية⁴.

ثانيا: مظاهر عدم الإستقرار المالي

أولا: الذعر المالي: ويقصد به تلك الظاهرة التي ينتج عنها حدوث التهافت على سحب الودائع من البنك و الذعر المالي سيكون لو أن كل المطالبين بحقوقهم رغبوا في تسيلهم في وقت واحد، ولا توجد أمام المؤسسات المالية المصرفية إمكانية للتشكيك ولا يمكن تلبية الحقوق، ويتمثل المثال الأساسي لذلك في التدهور في التهافت على سحب الودائع من أحد البنوك، يكون ذلك بسبب مشكلات لدى البنك في تراجع

¹ لبنى كسيس، مريم بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 51.

² المرجع نفسه، ص 51

³ نسيمه حاج موسى، مرجع سبق ذكره، ص 104.

⁴ أمنة بن دحمان، مرجع سبق ذكره، ص 145.

المودعين واندفاعهم لسحب أموالهم وعندما تتلاشى الإحتياطات لا يستطيع البنك بعد ذلك أن يفي بوعوده الخاصة بالسيولة، ولا يتحتم عليه إفلاسه أو يتخذ مسلكا لتخطي هذه العقبات¹.

ثانيا: الإنهيار المالي: وهو ما يتعلق بانهيار سوق الأوراق المالية، حيث توفر الأسواق الثانوية السيولة لحاملي الأوراق المالية المباشرة، وتشبك السوق الثانية لمبيعات أولئك الراغبين في تسهيل حقوقهم مقابل مشتريات أولئك الذين يرغبون في حيازة الحقوق، وكما هو الحال في البنوك إذا رغب أحد الأفراد في تسهيل أمواله في الحال يصبح التسهيل مستحيلا، عندما يحدث هذا في السوق الثانوية تهبط أسعار الأوراق المالية باندفاع شديد وبذلك تكون هذه العمليات من مسببات الإنهيار في سوق الأوراق المالية².

ثالثا: عدم استقرار الأسعار:³ يمكن أن يأخذ مستوى استقرار الأسعار الشكلين التاليين:

- الإرتفاع المستمر في الأسعار والذي يعرف بالتضخم.

- الهبوط المستمر والمتواصل والذي يعرف بالتقلص والإنعكاس في الأسعار.

في كل من التضخم والتقلص تأثيرات سلبية على الإقراض، حيث يخفض التضخم قيمة المال المعد لعملية الإقراض من طرف المؤسسات المالية، بينما يزيد التقلص في الأسعار من قيمة الأموال المودعة للإقراض، وينتج التضخم غير المتوقع آثار سلبية على المقرضين وتكون إيجابية للمقترضين، والتقلص غير المتوقع له تأثير عكس ما يعمل التضخم غير المتوقع، إن عدم التأكد حول المستقبل المتوقع للتضخم، والتقلص يجعل القروض أكثر خطورة بالنسبة للمقرضين للمقترضين، وذلك يجعل الإقراض أقل جاذبية.

المطلب الثالث: محددات الإستقرار المالي العالمي وعلاقته بالإستقرار الإقتصادي والنقدي

الفرع الأول: محددات الاستقرار المالي

يمكن تصنيف محددات الاستقرار المالي إلى ثلاث مجموعات هي⁴:

أولا: الشروط ماكرو اقتصادية: إن المحافظة على الاستقرار المالي تتطلب تعزيز سياسة الاقتصاد الكلي والسياسات الهيكلية الملائمة، حيث تتأثر مؤسسات الائتمان بالتغيرات التي تطرأ على البنية الاقتصادية الكلية التي تنشط بها.

¹ سمية بوخنوفة، رشيدة زنون، مرجع سبق ذكره، ص 13.

² لبنى كسيس، مريم بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 52.

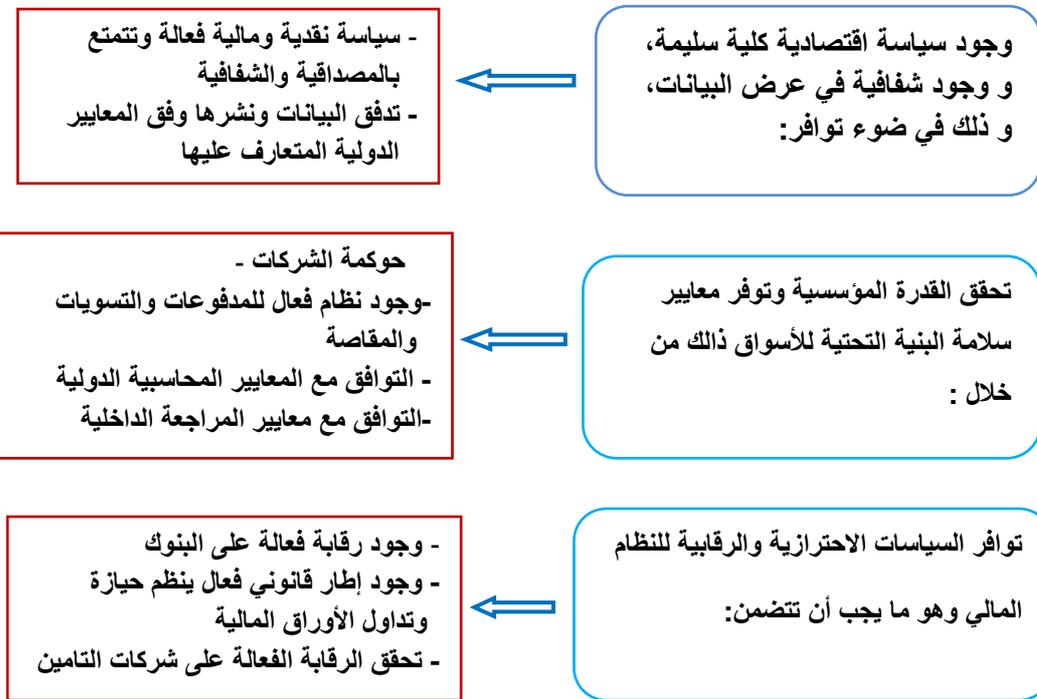
³ أمير بولراوي، فيصل دباب، مرجع سبق ذكره، ص 51.

⁴ ريمه ذهبي، مرجع سبق ذكره، ص 23

ثانيا: الجهاز الداخلي لتسيير المخاطر في المؤسسات المالية والأسواق: من أجل الحفاظ على استقرار النظام المالي لابد من توفر الإطار المؤسسي والتنظيمي الملائم، لتأطير كل من مستويات، طبيعة، وإدارة المخاطر في المؤسسات التي يتكون منها.

ثالثا: فعالية الجهاز التنظيمي والرقابي للمؤسسات المالية ولنظم الدفع : إن فعالية وكفاءة الإطار المؤسسي وقدرة النظام على التكيف مع الابتكارات والتغيرات في البيئة المالية، تعتبر أيضا من الشروط اللازمة للحفاظ على الاستقرار المالي.

الشكل رقم (2-1): محددات الإستقرار المالي



Source : The Reserve Bank of Australia, Financial stability report, 2003. p 185.

[http:// www .rab. gov. Au/ fin- stability/ about. Html](http://www.rab.gov.au/fin-stability/about.html) visité le 20/04/2019 15 :35

الفرع الثاني: علاقة الاستقرار المالي بالاستقرار الاقتصادي والنقدي

تسعى الدول بشكل عام إلى تحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية والمتمثلة في أربعة أهداف رئيسية وهي: تعزيز معدلات النمو الاقتصادي واستدامته، توفير فرص العمل والتشغيل وصولا إلى تحقيق التوظيف الكامل، تحقيق استقرار الأسعار، والحفاظ على التوازن الخارجي وهذه الأهداف يتم تحقيقها من خلال إتباع منظومة متكاملة من السياسات الأساسية (السياسة المالية ، والسياسة النقدية ، والسياسة التجارية)¹.

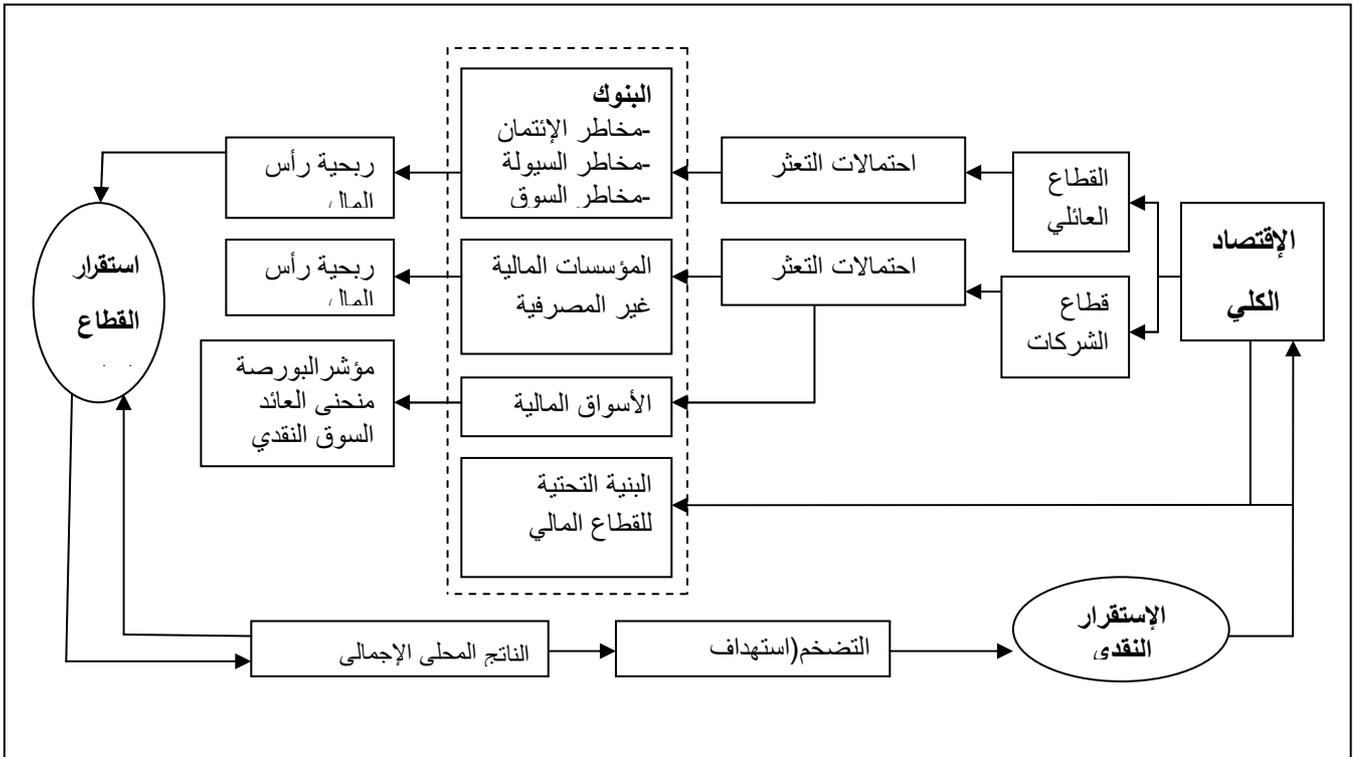
¹عزام الشوا، مرجع سبق ذكره، ص17.

الفصل الثاني: تحقيق الاستقرار المالي بين الرهانات والتحديات

حيث يتطلب تحقيق الاستقرار الاقتصادي المستدام بالضرورة وجود قطاع مالي متطور ومستقر وقادر على توجيه المدخرات لتمويل فرص الاستثمار المنتجة القادرة على توفير المزيد من فرص العمل، ورفع مستويات الإنتاجية للمستويات القصوى الممكنة، ومن ثم فإن تحقيق الاستقرار المالي العالمي يمكن اعتباره نقطة الانطلاق نحو تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وتعكس سلامة القطاع المالي قدرته على امتصاص الصدمات والحد من تداعياتها على الاقتصاد الحقيقي¹.

من جهة أخرى يتطلب الاستقرار النقدي استقرار للمستوى العام للأسعار، استقرار سعر الصرف، وتوفير هيكل أسعار فائدة ملائم ينسجم مع التطورات الاقتصادية المحلية وتطورات أسواق المال العالمية. وتشرف البنوك المركزية على هذا الاستقرار من خلال مجموعة من الأدوات منها تنظيم حجم السيولة المحلية في الاقتصاد الوطني بما يتناسب وتمويل النشاط الاقتصادي الحقيقي وتحقيق التناغم بين السياسة النقدية والمالية و الاقتصادية العامة.

الشكل رقم (2-2): العلاقة بين الإستقرار المالي والإستقرار النقدي



المصدر: أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سبق ذكره، ص 18.

¹ أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سبق ذكره، ص 17 .

المبحث الثاني: تحليل سلامة الإستقرار المالي العالمي وإجراءات المحافظة عليه

أصبح الحفاظ على استقرار النظام المالي العالمي هدفا متزايد الأهمية في أعقاب الأزمات المالية، وقد تضافرت الجهود لاستحداث مجموعة من المعايير لتحليل استقرار وسلامة النظام المالي، وكذلك وضع نماذج لأفضل الممارسات والتي تصب في نهاية الأمر في تحقيق الإستقرار المالي.

المطلب الأول: تحليل سلامة الإستقرار المالي العالمي

الفرع الأول: تحليل السلامة في إطار كاملز

لقد اتجهت بعض الدول إلى تطوير أنظمة الرقابة لتكفل فعالية الرقابة المصرفية، وهو ما يعرف برقابة التقييم بالمؤشرات وهو نظام موحد تم تطبيقه منذ 1980، وهو يستند إلى نتائج الفحص الميداني ويطلق عليه نظام CAMEL ، ويقوم على معايير رقابية تغطي خمسة مناطق رئيسية في البنك، ثم أضيف إليه عنصر سادس يغطي تحليل الحساسية لمخاطر السوق ليصبح بذلك اسم النظام ب¹ CAMELS.

ويتمثل نظام كاملز في مجموعة من المؤشرات التي يتم من خلالها تحليل الوضعية المالية لأي مصرف ومعرفة درجة تصنيفه، تعتبر هذه الطريقة إحدى وسائل الرقابة المباشرة التي تتم عن طريق التفتيش الميداني حيث عملت السلطات الرقابية في أمريكا على الأخذ بنتائج نظام CAMELS والإعتماد عليها في اتخاذ القرارات²، وعناصره التي يبنى عليها هي³:

أولاً: كفاية رأس المال: يعبر مؤشر الملاءة عن صلابة المؤسسات المالية في مواجهة الصدمات التي تواجه بنود الميزانية، وتكمن أهمية المؤشر في كونه يأخذ بعين الإعتبار المخاطر المتوقعة مثل الإئتمان، السوق، الصرف، وغيرها من المخاطر غير المتوقعة إلى جانب اعتماد هذا المؤشر بالمخاطر ضمن مخارج الميزانية العمومية للبنك.

¹ عباس بوهريرة، عبد اللطيف مصيطفي، تحليل مؤشرات السلامة المصرفية في الجزائر-دراسة حالة بنك(CPA,AGB)، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 07، ديسمبر 2017، الجزائر، ص 110.

² محمد الأمين قاسمي، قياس كفاءة البنوك التجارية الجزائرية باستخدام نموذج CAMELS-دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري BEA ورقة خلال الفترة 2010-2014 - مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2016/2015، ص13.

³ حمزة عمي سعيد، دور التنظيم الإحترازي في تحقيق الإستقرار المصرفي ودعم التنافسية، دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2013/2003، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2016/2015، ص 97.

ثانيا: جودة الأصول: تعتبر ذات أهمية خاصة في نظام التقييم لأنها الجزء الحاسم في نشاط البنك الذي يقود عملياته نحو تحقيق الإيرادات، لأن حيابة البنك على أصول جيدة يعني توليد دخل أكثر وتقييم أفضل لكل من السيولة والإدارة ورأس المال.

ثالثا: سلامة الإدارة: وتختلف عن غيرها في كونها مؤشرات نوعية وليست كمية وتتعلق في الغالب بمخاطر العمليات، كما تعطي هذه المؤشرات صورة جزئية عن البنك المستعمل لها ويصعب أخذها على شكل مؤشرات تجميعية، ومنه فهي تعطي صورة عن سلامة الإجراءات الإدارية والتسييرية في البنك على المستوى الجزئي لتمكن المساهمين والجهات الوصية من أخذ صورة عن حالة المؤسسة المصرفية.

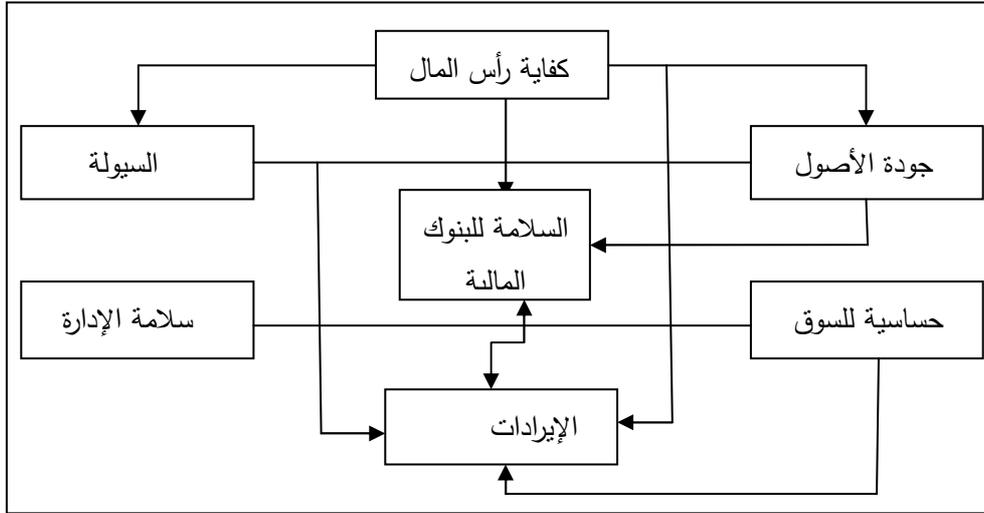
رابعا: الإيرادات والربحية: تنظر إدارة البنك إلى الأرباح كأحد العناصر الهامة لضمان استمرارية أداء البنك، فهي تتأثر بمدى جودة الأصول، فيعبر انخفاض هذه النسبة عن وجود مشكلة في البنك أما ارتفاعها فيدل على إتباع البنك لسياسة محفوفة بالمخاطر.

خامسا: السيولة: يعتبر نقص السيولة من العوامل الأساسية لنشوء الأزمات المالية، ويرجع ذلك إلى ظروف السوق أو سوء إدارة السيولة، وتشكل هذه المؤشرات جانبي الأصول والخصوم، فمصادر السيولة في جانب الخصوم كالإقراض فيما بين البنوك ومن البنك المركزي، وعليه يجب أن يكون هناك تطابق من حيث الإستحقاق في ميزانية البنك بين الأصول والخصوم.

سادسا: الحساسية لمخاطر السوق: يتزايد اشتراك البنوك في عمليات متنوعة وفي حالة تعرضها لخطر السوق وخاصة في تحديد سعر الفائدة وتنفيذ صفقات العملة الأجنبية، وفي البلدان التي تسمح للبنوك بالتجارة في أسواق الأوراق المالية أو تبادل السلع يكون من الضروري رصد مؤشرات مخاطر أسعار الأسهم والسلع، وكثيرا ما تستخدم المؤشرات الخاصة بمفاهيم السوق لاستكمال المعلومات التي يتم الحصول عليها في إطار كاملز¹.

¹ لبنى كسيس، مريم بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص: 58.

الشكل رقم (2-3): هيكل المؤشرات الإحترازية الجزئية



المصدر: تقرير مؤشرات السلامة المالية في الدول العربية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي 2017، عن الموقع:
<https://www.amf.org.ae> Visité le : 20/04/2019 11 :40

الفرع الثاني: مؤشرات السلامة المالية¹

إن تحليل الاستقرار المالي يتوافق إلى حد ما مع تحليل السلامة المالية فهو يعتمد على بيانات ومؤشرات قياسية مثل بيانات الميزانية العمومية والسيولة وجودة الأصول ودراسة القروض المتعثرة، وتتطوي هذه المؤشرات في الغالب ضمن مؤشرات السلامة المالية الكلية مجمعة على مستوى الإقتصاد الكلي، وبالتالي ينبغي النظر إلى أهمية أن توزع المخاطر ضمن هذه المجالات.

و لتقييم استقرار النظام المالي بأكمله يتعين الاستعانة بمجموعة أكبر من المؤشرات ضمن فئتين: المؤشرات الأساسية والمؤشرات المحبذة، وضمن الجهود الدولية أعد صندوق النقد الدولي بيانا أساسيا يشمل المؤشرات السابقة ضمن المجموعة الأساسية والمحبذة لمؤشرات السلامة المالية المبينة في الجدول التالي:

¹ لبنى كسيس، مريم بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 58.

الجدول رقم (2-1): مؤشرات السلامة المالية

المؤشرات الأساسية	
شركات تلقي الودائع كفاية رأس المال	نسبة رأس المال المقررة من الأجهزة الرقابية إلى الأصول المرجحة بالمخاطر نسبة رأس المال الأساسي المقرر من الأجهزة الرقابية إلى الأصول المرجحة بالمخاطر نسبة القروض المتعثرة ناقص المخصصات إلى رأس المال
جودة الأصول	نسبة القروض المتعثرة إلى مجموع القروض الإجمالية
الإيرادات والربحية	العائد على الأصول العائد على أسهم رأس المال نسبة هامش الفائدة إلى إجمالي الدخل نسبة المصروفات غير الفوائد إلى إجمالي الدخل
السيولة	نسبة الأصول السائلة إلى مجموع الأصول نسبة الأصول السائلة إلى خصوم قصيرة الأجل
الحساسية لمخاطر السوق	نسبة صافي المركز المفتوح بالعملة الصعبة الأجنبية إلى رأس المال
المؤشرات المحبذة	
شركات تلقي الودائع	نسبة رأس المال إلى الأصول نسبة الانكشاف الكبيرة إلى رأس المال نسبة التوزيع الجغرافي للقروض إلى مجموع القروض نسبة مركز الأصول الإجمالية في المشتقات المالية إلى رأس المال نسبة مركز الخصوم الإجمالية في المشتقات المالية إلى رأس المال نسبة مكاسب (خسائر) تداول النقد الأجنبي إلى مجموع الدخل نسبة المصروفات على العاملين إلى المصروفات غير الفوائد الفرق بين سعر الفائدة المرجعي على القروض وعلى الودائع الفرق بين أعلى سعر وأدنى سعر الفائدة بين البنوك نسبة ودائع العملاء إلى مجموع القروض (غير القروض بين البنوك) نسبة القروض المقومة بالعملة الأجنبية إلى مجموع القروض نسبة الخصوم المقومة بالعملة الأجنبية إلى مجموع الخصوم نسبة صافي المركز المفتوح في أسهم رأس المال إلى رأس المال
الشركات المالية الأخرى	نسبة الأصول إلى مجموع أصول النظام المالي نسبة الأصول إلى إجمالي الناتج المحلي
الشركات غير المالية	نسبة مجموع الدين إلى أسهم رأس المال العائد على أسهم رأس المال نسبة الإيرادات إلى مصروفات الفائدة وأصل الدين نسبة معاملات العملات الأجنبية إلى أسهم رأس المال عدد طلبات الحماية من الدائنين

الأسر المعيشية	نسبة دين الأسر إلى إجمالي الناتج المحلي نسبة مدفوعات خدمة الدين والأصل في قطاع الأسر إلى الدخل
حجم السيولة في السوق	متوسط الفرق بين سعري الشراء والبيع في سوق الأوراق المالية النسبة المتوسطة لحجم التعاملات اليومية في سوق الأوراق المالية
سوق العقار	أسعار العقارات نسبة قروض السكنات العقارية إلى مجموع القروض نسبة قروض السكنات التجارية إلى مجموع القروض
أو في الأسواق الأخرى وثيقة الصلة بحجم السيولة في البنوك، مثل أسواق النقد الأجنبي.	

المصدر: غازي شيناسي، مرجع سبق ذكره، ص 9.

الفرع الثالث: مؤشرات الحيطة الكلية¹

هي مؤشرات تدل على مدى سلامة واستقرار النظام المالي، وتساعد على تقييم مدى قابلية القطاع المالي للتأثر بالأزمات المالية والاقتصادية وهي أيضا تعمل كأداة للإنذار المبكر في حالات تعرض الجهاز المصرفي للخطر، حيث تكمن أهميتها في:

- تسمح بأن يكون تقييم سلامة النظام المالي مبني على مقاييس كمية موضوعية.
 - تساعد على تكريس مبدأ الشفافية والإفصاح وإتاحة كافة المعلومات لعملاء السوق والجمهور.
 - هي مقاييس تسمح بمقارنة الأوضاع (من خلال المؤشرات) عبر الدول.
 - تعمل على كشف مخاطر انتقال عدوى الأزمات المالية والعمل على التقليل من حدتها.
- وتشمل مؤشرات الحيطة الكلية كلا من مؤشرات الحيطة الجزئية ومتغيرات الإقتصاد الكلي المرتبطة بسلامة النظام المالي العالمي، كما هو مبين في الجدول أدناه:

¹ لبنى كسيس، مريم بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 60-61.

الجدول رقم (2-2): مؤشرات الحيطة الكلية

مؤشرات الحيطة الكلية	مؤشرات الحيطة الجزئية	
<p>1. النمو الإقتصادي</p> <p>-مجموع معدلات النمو</p> <p>-تدهور القطاعات</p> <p>2. ميزان المدفوعات</p> <p>-عجز الحساب الجاري</p> <p>-كفاية الاحتياطي من النقد الأجنبي</p> <p>-الدين الخارجي(بما في ذلك هيكل الإستحقاق)</p> <p>-معدل التبادل التجاري</p> <p>-تكوين واستحقاق تدفقات رأس المال</p> <p>3. التضخم</p> <p>4. أسعار الفائدة والصرف</p> <p>-مستوى أسعار الفائدة الحقيقية المحلية</p> <p>-التقلب في أسعار الفائدة والصرف</p> <p>-ضمانات سعر الصرف</p> <p>5. ازدهار الإقراض وسعر الأصول</p> <p>-نويات ازدهار الإقراض</p> <p>-نويات ازدهار أسعار الأصول</p> <p>6. آثار العدوى</p> <p>-العلاقة المتبادلة بين الأسواق المالية</p> <p>-الآثار الجانبية للتجارة</p> <p>7. عوامل أخرى</p> <p>-الإقراض والإستثمار الموجه</p> <p>-لجوء الحكومة إلى النظام المصرفي</p> <p>-التزامات متأخرة السداد في الإقتصاد</p>	<p>7. السيولة</p> <p>-تسهيلات البنك المركزي للبنوك التجارية</p> <p>-التجزئة في معدلات الإقراض بين البنوك</p> <p>-نسبة القروض إلى الودائع</p> <p>-هيكل استحقاق الأصول والخصوم</p> <p>-تدابير سيولة السوق الثانوية</p> <p>8. الحساسية بالنسبة لمخاطر السوق</p> <p>-مخاطر سعر الصرف الأجنبي</p> <p>-مخاطر سعر الفائدة</p> <p>-مخاطر أسعار الأسهم</p> <p>-مخاطر أسعار السلع</p> <p>9. مؤشرات خاصة بالسوق</p> <p>-أسعار السوق للأدوات المالية</p> <p>-مؤشرات على العوائد المفرطة</p> <p>-تصنيف الائتمان</p> <p>-هوامش العائد السيادي</p>	<p>1. كفاية رأس المال</p> <p>-نسب رأس المال التجميعية المعلة بالمخاطر</p> <p>-التوزيع التكراري لمعدلات رأس المال</p> <p>2. جودة الأصول</p> <p>3. مؤشرات المؤسسة المقرضة</p> <p>-تركيز الائتمان القطاعي</p> <p>-الإقراض المقيم بالعملة الأجنبية</p> <p>-القروض غير العاملة</p> <p>-القروض للمؤسسات العامة الخاسرة</p> <p>-مخاطر الأصول</p> <p>-مؤشرات الرفع المالي</p> <p>4. مؤشرات المؤسسة المقرضة</p> <p>-نسبة الديون إلى حقوق الملكية</p> <p>-ربحية الشركات</p> <p>-مؤشرات أخرى لظروف الشركات</p> <p>-مديونية القطاع العائلي</p> <p>5. سلامة الإدارة</p> <p>-معدلات الإنفاق</p> <p>-نسبة الإيرادات لكل موظف</p> <p>-النمو في عدد المؤسسات المالية</p> <p>6. الإيرادات والربحية</p> <p>-العائد على الأصول</p> <p>-العائد على حقوق الملكية</p> <p>-معدلات الدخل والإنفاق</p> <p>-المؤشرات الهيكلية</p>

المصدر: تقرير مؤشرات السلامة المالية في الدول العربية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي 2017، عن الموقع:

<https://www.amf.org.ae> Visité le : 21/04/2019 17 :40

نظرا لتعقيدات تحليل الاستقرار المالي المتمثلة في العلاقات غير الخطية والحاجة إلى التركيز على الأحداث الإستثنائية وإن كانت ممكنة الحدوث، غالبا ما تتضح ضرورة النظر في توزيعات المتغيرات وتحليل ما يحدث في حالة ظهور المخاطر على نحو متزامن، ومن هذا المنطلق نجد أن اختبارات الضغط تشكل أداة مفيدة لقياس قدرة قطاعات الإقتصاد على الصمود في الظروف القاسية، ولكن على الرغم من احتمال تنفيذ اختبارات الضغط بالنسبة لفرادى المؤسسات المالية وربما للجهاز المصرفي بأكمله وحتى لفرادى القطاعات المالية، فإن استخدام اختبارات الضغط بالنسبة للنظام المالي بأكمله لا يزال محدودا لا سيما في النظم التي يمتزج فيها التمويل بين تمويل مصرفي وآخر موجه نحو السوق ويرجع ذلك جزئيا لنقص البيانات والنماذج التجريبية، ويتمثل التحدي الراهن في إعداد اختبارات ضغط على مستوى النظام بالكامل بحيث تأخذ بعين الإعتبار الروابط بين القطاعات المالية والآثار المتأخرة التي تخلفها المؤسسات المالية على بعضها البعض وعلى الإقتصاد الحقيقي¹.

المطلب الثاني: الإجراءات التي تساهم في تحقيق الإستقرار المالي العالمي

هناك مجموعتين من الإجراءات التي تستعمل في تصحيح اختلالات النظام المالي العالمي وعدم دخوله في مرحلة عدم الإستقرار المالي، هذا بالإضافة إلى إجراءات أخرى.

الفرع الأول: الإجراءات الوقائية²

ينظر إلى هذه الإجراءات على أنها جزء من الهيكل المالي تقوم بتدليل خطر عدم الإستقرار المالي وهذا بغض النظر عما إذا كانت هذه الإجراءات تشير إلى مشاكل المؤسسات المالية أو لا تشير إليها. **أولا القوانين:** تبين القوانين على سبيل المثال الإجراءات الواجب إتباعها في حالات معينة، كما تشجع القوانين على إتباع تصرف حذر قد يؤدي في بعض الأحيان إلى كبح الإستثمارات وعليه يجب أن يؤخذ الإستقرار المالي بعين الإعتبار في مرحلة وضع القوانين.

ثانيا: الوكالات الرسمية وتشريعاتها: أنشئت في عدة دول وكالات عديدة كلفت برقابة الإستقرار المالي وتتمتع هذه الوكالات باستقلالها عن البنك المركزي ويكمن دورها الرئيسي في تنظيم نشاط المؤسسات المالية مثل (صندوق النقد الدولي الذي يؤدي دورا رقابيا على القطاع المالي العالمي).

ثالثا: نشر المعلومات العمومية: تكمن هذه الوسيلة في إصدار مجلات وتقارير شهرية تظهر الأوضاع الإقتصادية الكلية وكذلك الإحتياطات المتخذة من طرف الحكومة والبنك المركزي، وتهدف هذه المعلومات

¹ غازي شيناسي، مرجع سبق ذكره، ص 10.

² لبنى كسيس، مريم بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 66، 68.

المقدمة إلى تبرير التوجه المتبع في مجال السياسة الضريبية أو السياسة النقدية، كما تهدف أيضا إلى تقديم مختلف التقديرات المتعلقة بالمخاطر الرئيسية المحيطة بالاستقرار المالي ومن ثم محاولة التأثير على تصرفات القطاع الخاص وتسليط الضوء على بعض الأخطار.

رابعا: اتفاقية السوق: تهدف هذه الإتفاقيات إلى تجنب حالات سوء التفاهم كما يمكن تغييرها حسب الأوضاع والتشريعات السائدة، وتقتض هذه الاتفاقيات احترام القواعد والتصرفات الصحيحة المطورة من طرف كل الفاعلين في السوق.

الفرع الثاني: الإجراءات التصحيحية¹

عادة ما تظهر حالة عدم الاستقرار المالي أو تهدد بالظهور إذا فشلت الإجراءات الوقائية في أداء دورها، وتخص إجراءات التدخل المتعلقة بالمؤسسات المالية دور المقرض الأخير وهنا يجب أن نميز بين دعم السيولة ودعم الملاءة.

أولا: دعم السيولة: يتم اللجوء إلى هذه الإجراءات في حالة عدم عمل نظام الـ IT (إعلام وتكنولوجيا) لبنك ما بشكل صحيح، حيث تقود العمليات الكلاسيكية للمقرض الأخير إلى ضخ السيولة في البنوك التجارية ولكن ما نلاحظه هو أن الدول التي تتبع نظام **currency board** تسجل صعوبات في القيام بدور المقرض الأخير.

ثانيا: دعم الملاءة: يكون المشكل أقل خطورة وتهديدا إذا فقدت إحدى المؤسسات مالية كانت أو غير مالية ملاءتها، ويجب على الحكومة في هذه الحالة أن تقرر إذا كان من الضروري أن تمنح هذه المؤسسات مساعدة فورية وتقوم الحكومة بمساعدة هذه المؤسسات من أجل تجنب تشوه النشاط الإقتصادي وحماية الدائنين والقضاء على خطر العدوى، كذا تخلف هذه المساعدات تراكم الديون لدى المؤسسات المستفيدة منها كما تحمل أيضا المال العمومي مخاطر كبيرة.

الفرع الثالث: إجراءات أخرى²

أولا: إجراءات إدارة الأزمات: يتم اتخاذها في حالة ما إذا فشلت الإجراءات المتخذة عند اندلاع الأزمة المالية وتتفق إجراءات إدارة الأزمات على تحليل متوازن للوضع وعلى تحديد الموارد المتاحة اللازمة للخروج من الأزمة، كما عادة ما تخص الإجراءات المتخذة عدة مؤسسات سواء من نفس الدولة أو من دول مختلفة.

ثانيا: تشخيص التكلفة الاقتصادية والاجتماعية للأزمة: يجب القيام بتحليل أثر الأزمة وتشخيص فئات الأعوان الإقتصاديين المعنيين بالاستفادة من المساعدة حتى يتم الخروج من الأزمة.

¹ لبنى كسيس، مريم بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 67.

² المرجع نفسه، ص 68.

ثالثا: تشخيص التكلفة المؤدية إلى ظهور الأزمات وتقليل أثرها في المستقبل: إن عوامل ظهور الأزمة عديدة وتتطور باستمرار ما يحتم ضرورة إعادة النظر في الإجراءات الوقائية لا سيما في التشريعات وعمل بعض المؤسسات .

تعد إجراءات المجموعة الأولى أي الإجراءات الوقائية أهم الإجراءات وأكثرها فعالية فهي تركز بشكل أساسي على نشاط تنظيم ومراقبة النظام المالي وعلى الإطار المؤسسي للرقابة وفي محاولتها لتشخيص العوامل التي تضمن الإستقرار المالي أشار كل من سيماس ودونات إلى الشروط التي يجب أن تتفد لبلوغ نظام مالي مستقر وليس الإجراءات التي اتخذها، وهي كالاتي:

- أوضاع اقتصادية محفزة للسياسات الهادفة إلى تحقيق النمو الإقتصادي واستقرار الأسعار.
- أوضاع هيكلية مناسبة مدعومة بنظام ضريبي يشجع على المبادرة وبأسواق مالية تنافسية وفعالة.
- بنية تحتية من الأسواق المالية تسمح بإظهار حقوق وواجبات كل أطراف الصفقات المالية.

المطلب الثالث: واقع الإستقرار المالي العالمي

أصبح الاهتمام بكيفية الحفاظ على الاستقرار المالي واضحا وخاصة في العقود الأخيرة، والسبب وراء ذلك العواقب الوخيمة الناتجة عن الأزمات المالية.

الفرع الأول: رهانات الإستقرار المالي العالمي¹

أولا: الإستقرار المالي سلعة عامة: غالبا ما ينظر إلى أنشطة التمويل الحديثة باعتبارها أنشطة خاصة محضة، يجني ثمارها أساسا إن لم يكن بصفة حصرية الأفراد والمؤسسات من القطاع الخاص، غير أن هناك روابط بالغة الأهمية تربط بين الأسواق المالية في أي بلد بنفوذ الثقة و الإقتصاد الحقيقي فيه قامت عديد الدراسات النظرية بإثبات أن الاستقرار المالي الدولي هو عبارة عن سلعة عامة دولية، وهو ما استوجب تنسيق العمل الجماعي على المستوى العالمي من أجل ضمان هذا الاستقرار، في حين أن هذا الطرح اصطدم بعدة اعتراضات ولكن لاشك من أن عواقب و ردود الاستقرار المالي الدولي على الإقتصاد العالمي والنمو كفيلا بدعم هذا الرأي.

ثانيا: الاستقرار لا يعني الجمود: يجب التأكيد على أن الاستقرار المالي ليس مرادفا للجمود، يجب على المؤسسات المالية أن تتطور و أن يواكب أداءها الضغوط التنافسية كما يجب عليها أن تتكيف والتغيرات

¹ ريمه ذهبي، مرجع سبق ذكره، ص 29،30.

المفاجئة في البيئة الإقتصادية الكلية، التحدي هو بالضبط السماح لآلية السوق لعب دورها مع منع ظهور أي خلل في النظام المالي الذي من شأنه أن يؤثر على الإقتصاد ككل.

ثالثا: الاستقرار المالي العالمي والنمو الإقتصادي: إن الاستقرار المالي هو شرط ضروري للنمو الإقتصادي، وذلك ضمن علاقات متبادلة مع الاستقرار النقدي، الواقع أن فعالية السياسة النقدية تتطلب نظام مالي قوي ومستقر لضمان انتقال آثارها على الإقتصاد الحقيقي، كما أن سياسات الإقتصاد الكلي تساعد على ضمان استقرار النظام المالي .

غير أن مسألة تحديد المستوى الكفء للاستقرار المالي لا تزال قائمة، كان الجواب إيجابيا للذين آمنوا بإمكانية المفاضلة بين الاستقرار المالي والنمو الإقتصادي لا سيما في الأسواق الناشئة، على هذا المستوى ينبغي للبلدان الناشئة الاختيار بين تعزيز الاستقرار المالي وتطوير كفاءة النظام المالي .

رابعا: الاستقرار المالي العالمي والخطر النظامي: نظرا لأن النظام المالي العالمي يتسم بحالة من المد والجزر التي لا تنته، فإن مفهوم الاستقرار المالي لا يشير إلى موقف أو مسار زمني واحد وثابت يمكن للنظام المالي العالمي العودة إليه بعد صدمة ما، وإنما يشير إلى نطاق ممتد أو سلسلة متصلة الأحداث وتتصف هذه السلسلة بأنها متعددة الأبعاد فهي تحدث عبر العديد من المتغيرات التي يمكن استخدامها في التحديد الكمي (وإن كان غير دقيق) لمدى كفاءة النظام المالي في أداء وظائفه التسييرية.

بحيث تعددت محددات الاستقرار المالي حاليا لتشمل إضافة للسلامة والمتانة محددات أخرى ممثلة في الاستقرار الإقتصادي الكلي، الصدمات الخارجية، وحتى البيئة السياسية والأمنية، وبالتالي فإن تقييم مدى الاستقرار المالي يستلزم اعتماد مفهوم نظمي شامل، بتعبير آخر حاليا لا يكفي تتبع الاستقرار المالي فقط بل تلح الضرورة إلى تتبع الاستقرار المالي النظامي

الفرع الثاني: تحديات الإستقرار المالي العالمي¹

أولا: تراجع الشفافية: يعتبر غياب الشفافية من بين أهم الأسباب وراء العديد من الأزمات المالية نتيجة لعدم توافر المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار الإستثماري السليم والعدالة والموضوعية في تسعير الأصول أو الحد من التأثيرات السلبية للممارسات غير المشروعة من جانب المسؤولين بالمؤسسات في ضوء ما يتاح لهم من معلومات لا تتاح للمستثمرين الآخرين، كما يسهم التشابك بين مختلف الأنشطة الإقتصادية في جعل النظم المالية أكثر عرضة لعدوى الأزمات وفي ظل التأثيرات المتبادلة بين مكونات القطاع المالي وكون حدوث أي اختلال بأحد هذه المكونات ينعكس بصورة مباشرة وغير مباشرة في أداء المكونات الأخرى، فإن عدم الكشف

¹ أحمد شفيق الشاذلي: مرجع سبق ذكره، ص ص 20، 21.

عن الاختلال نتيجة التعقيم وعدم الشفافية يمثل تحدياً أمام تحقيق الإستقرار المالي ولا يمكن المسؤولين من معرفة المخاطر المحتملة بصورة صحيحة وبالتالي لا يتم اتخاذ الإجراءات الإحترازية المناسبة للتحوط ضد تداعياتها والتعامل معها حال حدوثها.

ثانياً: زيادة درجة التوسع والتعقيد بالنظام المالي العالمي: أدت زيادة درجة التوسع والتعقيد في النظام المالي العالمي فيما يتعلق بالأدوات المالية المتداولة وتنوع الأنشطة والمخاطر المرتبطة بها إلى صعوبة مواكبة التطورات في أسعار الأصول المالية المتداولة، وخاصة في ظل التوسع الكبير في حجم هذه الأصول في العديد من الاقتصاديات المتقدمة ليشكل أكثر من ضعف إجمالي الناتج المحلي السنوي في بعض الأحيان، وعلى الرغم من أن هذا التطور في الأدوات المالية قد أدى إلى تعزيز الكفاءة الإقتصادية وعزز من عمق النظم المالية، إلا أنها أسفرت عن نشوء أنواع جديدة من المخاطر مثلت تحدياً أمام تحقيق الإستقرار المالي في ضوء تسارع وتيرة حدوثها بما يصعب معه متابعتها وقياسها والتحوط ضد تداعياتها في بعض الأحيان.

ثالثاً: زيادة مستويات تطور ديناميكية الأسواق: تعد زيادة درجة ديناميكية السوق ظاهرة صحية في الاقتصاديات حيث تؤدي إلى سرعة انتقال أثر استخدام أدوات السياسة النقدية للاقتصاد وظهور نتائج التغييرات في هذه الأدوات على الأداء الإقتصادي خلال فترات وجيزة، وبما يمكن المتعاملين في الأسواق من اتخاذ القرارات بناء على توقعات موثوقة كما أنه في ضوء ارتفاع ديناميكية الأسواق فقد بات من الممكن إجراء قدر هائل من المعاملات خلال وقت قصير للغاية، وهو ما ترتب عليه زيادة هائلة في تحركات الأسعار بما يتطلب إمكانيات تقنية وفنية عالية لمتابعتها، وعلى الرغم من الجوانب الإيجابية المنوه عنها ديناميكية الأسواق، إلا أن الجانب السلبي والذي لا يزال يمثل تحدياً في سبل تحقيق الاستقرار المالي يتمثل في سرعة انتقال المشكلات من سوق مضطربة لسوق أخرى بسرعة كبيرة.

رابعاً: المخاطر المعنوية: تسارع السلطات المالية عند حدوث الأزمات في توفير قدر أكبر من الأموال للحيلولة دون إخفاق المؤسسات المالية كذلك التي يقدمها البنك المركزي لدعم برامج التأمين على الودائع وتقديم تسهيلات للبنوك كمقرض أخير، كما قد تقوم بعض الحكومات بضخ السيولة في السوق ويسهم توقع المؤسسات المالية لهذه الإجراءات بصورة شبه مؤكدة في إضعاف الانضباط المالي أدى تلك المؤسسات وعدم فعالية آليات السوق وتراجع الحافز لدى المشاركين في الأسواق على توخي الحذر في معاملاتهم وهو ما يمثل تحدياً، حيث تتفاعل قدرة الحكومات على الاستمرار في تقديم الدعم للمؤسسات أو الشركات عند حدوث الأزمات لفترة طويلة وتتوقف هذه الفترة على حجم الأزمة وتداعياتها وكذلك على الموقف المالي

والاقتصادي للدولة وقت حدوثها، وإذا لم تتوافر لدى المؤسسات القدرة الذاتية لمواجهة الأزمات والجد من تداعياتها فإن ذلك يندرج بكارثة على مستوى الاقتصاد ككل .

خامسا: الفجوة التكنولوجية والمعرفية: قد توجد فجوة تكنولوجية ومعرفية بين المؤسسات أو الشركات أو الأسواق وبين الجهات الرقابية والإشرافية وذلك نظرا لما يتطلبه لمواكبة التطورات التكنولوجية المتسارعة من تكلفة عالية لا تتحملها ميزانيات هذه الجهات في ظل اعتمادها على المخصصات الحكومية التي يتم تحديده بصورة مسبقة ويحتاج تعديلها لإجراءات مطولة ومعقدة كما أن الاستثمارات الخارجية الداخلة غالبا ما تتوافق مع تطور هائل للتكنولوجيات الحديثة والوسائل المعرفية، وقد تنعكس الفجوة التكنولوجية من حيث الأدوات المستخدمة أو المعاملات التي قد لا تكون موجودة في النظم المالية المستقبلية لتلك الإستثمارات فبعدم قدرة الجهات الإشرافية أو الرقابية على القيام بدورها بكفاءة وفعالية.

الفرع الثالث: الجهود المبذولة لمواجهة التحديات التي تواجه النظام المالي العالمي¹

أولا: تعزيز الشفافية والإفصاح: والتي تلعب دورا بالغ الأهمية في تحقيق انضباط الأسواق، فمن المسلم به أن توافر المعلومات الموثوقة وفي الوقت المناسب يسهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة من جانب المتعاملين بالأسواق المالية، وكما تم التنبؤ مسبقا أن عدم شفافية البيانات المالية الصادرة عن بعض المؤسسات المالية الكبرى كانت في طليعة الأسباب وراء حدوث الأزمات المالية وتفاقم تداعياتها .

ثانيا: تسليط الضوء على قضايا تحرير حساب رأس المال : حيث أثارت قضايا تحرير حساب رأس المال وزيادة درجة انفتاح الأسواق المالية الكثير من الجدل، وخصوصا فيما يتعلق بانفتاح الأسواق المالية بالدول النامية سواء من حيث المبدأ أو الكيفية (تدرجيا أم دفعة واحدة)، فمن حيث المبدأ تشير التجارب إلى خطورة تحرير حساب رأس المال في ظل قطاع مالي ومصرفي ضعيف، حيث يلعب هذا الانفتاح دورا كبيرا في حدوث أو انتقال تداعيات الأزمات للبلدان التي لم يتواكب اتخاذها لقرار تحرير حساب رأس المال مع إحداث وتطوير وتعزيز لهذا القطاع بشكل مناسب يمكنه من امتصاص أو إدارة هذه التداعيات، لذا يجب العمل على تقوية ودعم القطاع المالي والمصرفي قبل تحرير حساب رأس المال ، أما بالنسبة للكيفية فيرى البعض ضرورة التدرج في فتح السوق المالية أمام المستثمرين الأجانب والسماح للمستثمرين المحليين بالاستثمار في الخارج وتقرير قابلية العملة الوطنية للتحويل بينما يرى البعض الآخر أهمية فتح السوق المالية دفعة واحدة حتى لا تستطيع مراكز القوى المناوئة لتحرير حساب رأس المال ممارسة ضغوط لعدم التحرير وتجنب الآثار السلبية للتوقعات .

¹ أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سبق ذكره، ص 24،25.

ثالثاً: إشراك القطاع الخاص في العمل على منع حدوث الأزمات المالية: حيث أنه بمتابعة الأزمات المالية السابقة، يلاحظ أن جهود مواجهة تداعيات تلك الأزمات تقع بصورة حصرية على كاهل المؤسسات والسلطات الرسمية، كما تتحمل الحكومات كافة التكاليف المترتبة على التدخل في الأسواق للحد من تداعياتها وخاصة في الدول النامية، هذا في حين يظل القطاع الخاص بمنأى عن تحمل التكاليف العامة المباشرة لتلك الأزمات بل ويطلب السلطات المالية الحكومية بتعويضات عن الخسائر التي لحقت به والتي قد يكون شريكاً من خلال تعاملاته في تحقيقها .

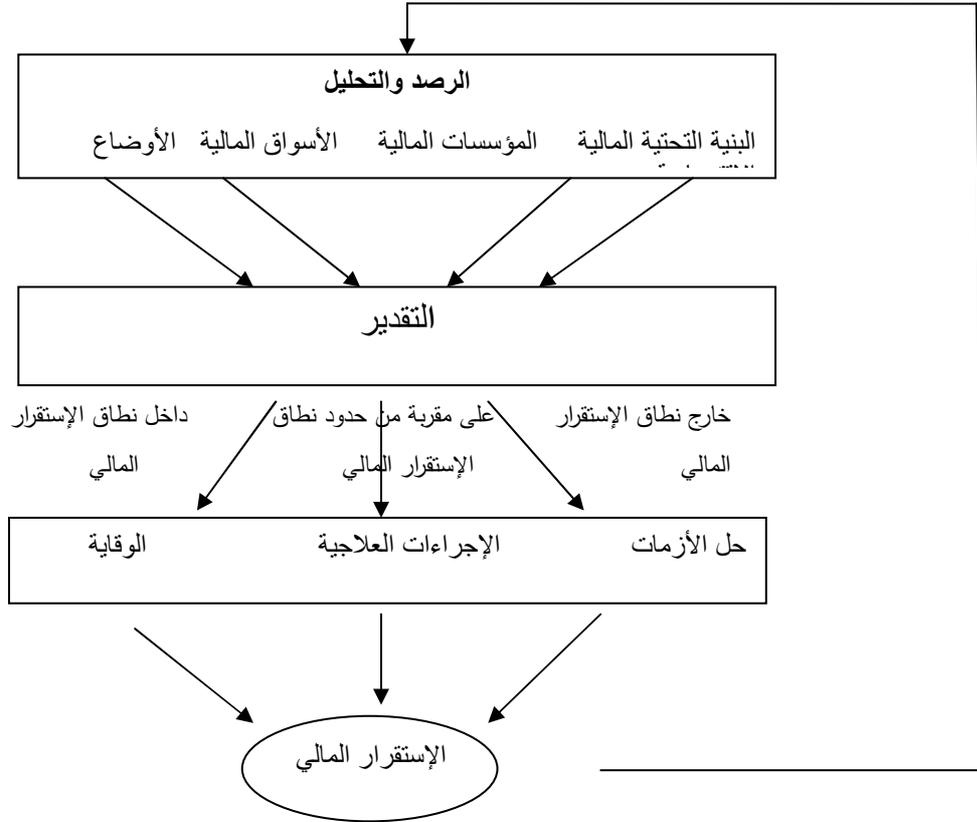
رابعاً: تقوية ودعم القطاع المالي المصرفي: من خلال إصدار أسس للرقابة المصرفية الفعالة تتضمن الصلاحيات الممنوحة للسلطات الرقابية والدور المتوقع من البنوك لمواكبتها فضلاً عن وضع منهجيات تطبيق هذه الأسس وذلك بمشاركة السلطات الرقابية بالدول الأعضاء لضمان الالتزام بتطبيقها.

الفرع الرابع: آلية العمل لتحقيق الإستقرار المالي العالمي

تبدأ عملية تحقيق الإستقرار المالي داخل الإطار العام له بإجراءات رصد وتحليل شامل ومستمر للمخاطر ومواطن الضعف المحتملة في النظام المالي العالمي، سواء تلك المرتبطة بالمكونات الرئيسية للقطاع كالمؤسسات والأسواق المالية أو المخاطر المتعلقة بالبنية التحتية كنظم الدفع والتسوية والمقاصة أو المخاطر الاقتصادية الكلية، المحلية والخارجية ذات الصلة بالقطاع المالي¹.

¹ أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سبق ذكره، ص 47.

الشكل رقم (2-4): آلية العمل لتحقيق الإستقرار المالي العالمي



المصدر: غازي شيناسي، مرجع سبق ذكره، ص: 13

وعليه يتم اعتماد الإجراءات المناسبة على صعيد السياسات والتي يتم تحديدها حسب ما يلي:

أولاً: الوقاية: إذا كان النظام ضمن حدود الإستقرار ويرجع بقاءه كذلك في المستقبل المنظور فإن السياسة الوقائية في الأساس هي السياسة الملائمة له بغية مواصلة الاستقرار المالي من خلال الإعتماد على الانضباط وفق شروط السوق وأعمال الإشراف والرقابة الرسمية، وتتمثل الأدوات الوقائية الرئيسية في النظام المالي السليم تلك التي تسهم في عدم تراكم الإختلالات التي يمكن أن تؤدي إلى وقوع أزمة، وترتبط بتعزيز درجة الانضباط في الأسواق ومراجعة عمليات التنظيم والإشراف والرقابة والاتصالات الرسمية، وقد يتطلب الأمر إجراء تعديلات في أسلوب تقدير مواطن الضعف والأدوات والسياسات التي من شأنها التأثير على النظام المالي¹.

ثانياً: التدابير العلاجية²: في حالة حدوث التطورات التي يقترب فيها النظام المالي العالمي من حدود نطاق الإستقرار فقد يرجع السبب في تراكم الإختلالات على سبيل المثال: إلى سرعة نمو الإئتمان المقترنة بتضخم

¹ أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سبق ذكره، ص 48.

² غازي شيناسي، مرجع سبق ذكره، ص 14.

أسعار الأصول وحدث انخفاض في رسملة الجهاز المصرفي، حتى وإن لم هناك احتمال نشوء مخاطر أو مشاكل مباشرة إذا لم يسبق إيجاد حلول لها وتتضمن عوامل الخطر الأخرى حدوث تغيير غير متوقع في البيئة المحلية أو الخارجية.

ومن الجانب العملي نجد أن هذه المرحلة الثانية المتوسطة هي أكثر المراحل الثلاثة غموضاً، فمواطن الضعف التي لم تظهر بعد يصعب تقييمها أصلاً وتزداد الصعوبة في تحديد الأدوات العلاجية الملائمة لها أو تنفيذها وحث المشاركين على توخي الحذر من غياب الإستقرار المالي الواضح، ولكن ينبغي لصناع السياسات السعي للتأثير في التطورات التي تحدث في هذه المرحلة أو تصحيحها وذلك من خلال ممارسة الضغط المعنوي وتكثيف الرقابة والإشراف، وقد يتعين قيامهم بتعزيز شبكات الأمان للحيلولة دون حدوث موجات السحب الجماعي من البنوك والعدوى أو إجراء التصحيحات للسياسات الإقتصادية الكلية.

ثالثاً: حل الأزمات¹: في هذه المرحلة يتعين على السلطات المالية التعجيل بتنفيذ سياساتها بينما يمضي النظام المالي نحو حدود نطاق الإستقرار أو تجاوزها في نهاية المطاف، وقد لا تتوفر لدى البنوك الرغبة أو القدرة على تمويل المشروعات ذات الربحية أو تصبح أسعار الأصول غير قادرة على أن تكون انعكاساً لقيمتها الحقيقية أو يتعذر تسوية المدفوعات في الوقت المناسب أو تسويتها على الإطلاق، وفي الحالات بالغة التأزم قد يؤدي عدم الإستقرار المالي إلى إطلاق شرارة السحب الجماعي للودائع من المؤسسات المالية أو حدوث حالة من التضخم المفرط أو أزمة نقدية وبالتالي انهيار مفاجئ لسوق الأوراق المالية.

وفي هذه المرحلة سيكون من الملائم اعتماد سياسات أقوى بهدف استعادة الإستقرار المالي وحل الأزمة إذا لزم الأمر، وسوف يتعين زيادة تكثيف إجراءات الرقابة والإشراف مع احتمال ظهور الحاجة إلى اعتماد المزيد من سياسات المبادرة الطوعية لاستعادة قدرات النظام وتعزيز الثقة وسوف يلزم في العادة اتخاذ تدابير يستحيل تحديدها مسبقاً والتي لا يمكن الإفصاح عنها أحياناً لأسباب إستراتيجية، فعلى سبيل المثال قد يحبذ صناع السياسات الإبقاء على حالة من الغموض البناء أي أنهم لن يقدموا تأكيدات سابقة الأوان على التساهل في سداد القروض أو تفعيل شبكات الأمان المالي أو ضخ السيولة في المؤسسات أو في النظام المالي على النطاق الأوسع، لكي لا تشجع المشاركين في الأسواق على الخوض في المخاطر وإضافة إلى ذلك فإن الإتصالات الرسمية والسياسات الإقتصادية الكلية يمكنها الإسهام في استيعاب اضطراب السوق.

¹ غازي شيناسي، مرجع سبق ذكره، ص ص 14،15.

المبحث الثالث: الابتكارات المالية واستقرار النظام المالي العالمي

إن الهدف الرئيسي والنهائي للابتكارات المالية ينبغي أن يكون تحسين ما يسمى الاقتصاد الكلي أو الحقيقي، ولا يتحقق ذلك إلا من خلال تحقيق أهداف الوحدات الجزئية لهذا الاقتصاد أي أهداف منشآت الأعمال، كما يفترض أن يؤدي الابتكار المالي إلى زيادة كفاءة النظام المالي من خلال تخفيض تكاليف المعاملات وبالتالي تسهيل تجارة وتبادل السلع والخدمات، وكذا انتشار المنتجات المالية الجديدة مما يساعد على جعل الأسواق أكثر تكاملاً وكفاءة وأكثر سيولة وأكثر عمقا.

المطلب الأول: الابتكار المالي و الإستقرار الاقتصادي

يرجع الفضل في الابتكار المالي إلى التقدم التقني وإلى ظهور الأدوات والخدمات المالية الجديدة والأشكال الجديدة للمنظمات والأسواق المالي الأكثر تقدماً وكفاءة، ولكي يكون الإبداع المالي ناجحاً يجب أن يؤدي إلى تخفيض التكاليف والمخاطر، أو يقدم خدمة تؤدي إلى سد الحاجات الخاصة لجميع المشاركين في النظام المالي¹.

يعتبر مينسكي من أوائل الذين درسوا أثر الابتكار المالي على فعالية السياسة النقدية، بأن الابتكارات المالية يمكن أن تؤدي إلى ضعف أثرها الإقتصادي وذلك للاعتبارات التالية²:

أ. إن أدوات السياسة النقدية مثل: نسبة الإحتياطي الإلزامي أو معدل الفائدة تصبح عديمة الجدوى نظراً لقدرة المؤسسات المالية على ابتكار أدوات مالية تمكنها من تجاوز قيود السياسة النقدية، فقد استخدمت المؤسسات المالية عمليات "إعادة الشراء" لحل مشكلة الإحتياطي الإلزامي، حيث يبيع البنك سندات حكومية بثمان محدد على أن يشتريها من البائع نفسه بثمان أعلى، ومن ثم لا يحتاج عند ممارستها إلى حجز احتياطي إلزامي مقابل السيولة التي يحصل عليها.

ب. يمكن للبنوك الإقراض من سوق العملات الأجنبية أو اللجوء إلى غيرها من الأدوات التي تمكنها من الحصول على السيولة دون حجز احتياطي إلزامي، والنتيجة هي نقص فعالية السياسة النقدية ومن ثم ضعف أثرها الإقتصادي.

¹ صالح صالحي، عبد الحليم غربي، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الرهانة والبدائل المالية والمصرفية-النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً- يومي 5 و6 ماي 2009، جامعة سطيف، الجزائر، ص 10.

² رباح أمين المانسيح، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية لسنة 2007، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010/2011، ص 25-26.

- ج. أدى التطور المستمر في الأدوات والآليات التمويلية إلى تراجع الدور التقليدي للبنوك وهو قبول الودائع تحت الطلب ثم إقراضها لأجال مختلفة، وكذلك تراجع الفوارق بين المؤسسات المالية المختلفة.
- د. صعوبة مراقبة كل ما يحيط بالابتكار المالي وتوقع نتائجه من الناحية العملية، لأنه عملية مستمرة تضيف عنصر عدم اليقين إلى البيئة الاقتصادية التي تعمل فيها البنوك المركزية، الأمر الذي يحتم عليها الأخذ بعين الاعتبار التغييرات التي تحدثها الابتكارات المالية.
- هـ. إن بعض التطورات التي تحدث في الابتكارات المالية يمكن أن تغير من الطريقة التي يتأثر بها الاقتصاد نتيجة عمل السياسة النقدية، كما أنه يحتمل أن تؤدي إلى التأثير على محتوى ومداولات المؤشرات التي يستخدمها البنك المركزي لإتخاذ قراراته بخصوص سياسته النقدية.
- و. يمكن اعتبار الابتكار المالي سبب من أسباب اضطراب وعدم الاستقرار الاقتصادي، ذلك أن الأنظمة والسياسات الاقتصادية تهدف إلى ضبط التعاملات وتحقيق الاستقرار، بينما الابتكار (أساس الهندسة المالية) بحسب تعريفه أصلاً هو الخروج عن السائد المستقر ومن ثم سبب لحدوث قدر من عدم الاستقرار.
- ز. الابتكار المالي سلاح ذو حدين: فهو نافع ومفيد عندما يحقق المصالح المشروعة، إذ يرفع من الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية ومن ثم يزيد من مستوى الرفاهية، وهذه الزيادة في الرفاهية تعادل ما قد يحدث من عدم الاستقرار بسبب طبيعة الابتكار لكن إذا خلى الابتكار من هذه الإيجابيات وكان المقصود منه هو مجرد تجاوز الأنظمة وتخطي السياسات لزيادة الربحية فسوف يؤدي إلى عدم استقرار الأسواق المالية دون مقابل من الرفاهية¹.
- ح. يزداد الأمر سوءاً حينما تتبنى البنوك المركزية سياسات تدعم هذا النوع من التعاملات، على غرار موقف الإحتياطي الاتحادي الأمريكي من صندوق التحوط الذي تعثر عام 1998، حيث قرر التدخل لإنقاذه بالتعاون مع 14 من المؤسسات المالية بتسهيل تمويلي يقدر بحوالي 3.6 مليار دولار لمنعه من الإفلاس، وفي هذه الحالة تصبح المؤسسات المسؤولة عن الاستقرار الاقتصادي هي نفسها التي تقدم الدعم لهذه التعاملات والمنتجات المالية التي تعرقل أهدافها وتعيق تحقيق مقاصدها الأساسية².
- وكننتيجة فإن الابتكار المالي يمكن أن يساعد على زيادة كفاءة النظام المالي، الأمر الذي يسهل عمل لسياسة النقدية لكنه في نفس الوقت يعقد البيئة التي تعمل فيها السياسة النقدية.

¹ زينب بوشن، مرجع سبق ذكره، ص 50.

² رايح أمين المانسيح، مرجع سبق ذكره، ص 26.

المطلب الثاني: الابتكار المالي والمؤسسات المالية

إن أساس طبيعة عمل المؤسسات المالية هو الوساطة المالية، وقد أدى ابتكار وتطوير أدوات تمويلية جديدة خاصة مع التطور التقني إلى تناقص الحاجة إلى العمل المصرفي، فمن ناحية صار بإمكان ذوي الفوائض المالية وآلية التوريق، وانحسر من ثم دور المؤسسات المالية وخاصة المصارف في تحقيق الوساطة بين الطرفين، وهو ما أدى إلى ما يسمى "انكماش الوساطة" ومن ناحية أخرى ساهم التطور التقني والمالي وإمكانية الموازنة بين آجال الأصول والمطلوبات المالية للأفراد والمؤسسات، بحيث تقلص دور المصارف حتى في هذا الجانب¹.

إن الأمثلة الواقعية التي توضح الآثار الكارثية التي تسببت فيها الابتكارات المالية على قطاع المؤسسات خاصة على المؤسسات المالية كثيرة جدا وفيما يلي أشهر الأمثلة²:

أولاً: صندوق التحوط الأمريكي: من بين أسباب انهيار صندوق التحوط الأمريكي سنة 1998 نذكر:

أ. يرجع الكثير من الاقتصاديين أسباب انهيار صندوق التحوط الأمريكي إلى ما يعرف بالفقاعة، وهي التي تنفجر عادة عند انهيار أسعار الأصول حيث تنخفض قيم ضمانات القروض وقد تقوم البنوك باستدعاء قروضها ويتعثر المدينون عن السداد وترتفع نسبة الديون غير المنتظمة في المحافظ الائتمانية للبنوك، وهو ما يدفع البنوك على الإحجام عن منح ائتمان جديد أو التشدد في شروط منحه حتى للمدينين ذوي الجدارة المقبولة مما يحول دون تشغيل طاقاتهم الإنتاجية وتوليد التدفقات النقدية التي تمكنهم من سداد ديونهم فيتعثرون وقد يعلنون إفلاسهم..، وهكذا يدخل الجهاز المصرفي في حلقة مفرغة.

ب. صندوق مخاطر تم انفاذه بواسطة بنك الاحتياط الفيدرالي في سبتمبر عام 1998 حيث بلغت قاعدته الرأسمالية 5 ملايين دولار في حين بلغت مديونيته 125 بليون دولار من البنوك وبيوت الإستثمار وصناديق المعاشات وهي نسبة 25 % في حين النسبة المعتادة لا تتعدى 10 %.

ثانياً: بنك بارنجز الألماني: في عام 1995 تعرض بنك بارنجز الألماني الذي يعود تاريخه إلى 1762 لفضيحة بسبب موظف لا يتجاوز عمره الثلاثين عاما يدعى Nick Leeson بعدما استغل البنك والمحافظ الإستثمارية عندما تم تعيينه مديراً لفرع البنك في سنغافورة، فبعدها علموا عن ذكائه الفطري في فن المضاربات وإدارة أموال الغير أعطت له إدارة البنك الصلاحيات الكاملة بأن يجمع بين إدارة المحافظ للمضاربات وإدارة المحاسبة المالية، لكنه استغل ذكائه واشترى العقود الآجلة في التداولات اليومية في بورصة

¹ زينب بوشن، مرجع سبق ذكره، ص 30.

² عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص ص 11-13

طوكيو وبيعها في بورصة سنغافورة للاستفادة من فارق العملة، وفتح حسابا آخر يودع فيه الأرباح حتى جاء اليوم الذي لم يتوقعه عندما حل الزلزال في مقاطعة كوبي في اليابان وانهارت أسواق طوكيو وبدأت العقود الآجلة تنهار، ومن خلال توافر السيولة البنكية اشترى كميات أخرى على دفعتين لتخفيف الخسارة إلا أنه لم يتمكن من ذلك بسبب قوة الهبوط حتى انتهت التواريخ المستحقة على عقود الآجلة وخسر ما يقارب المليار جنيه إسترليني.

ثالثا: أزمة بنك بير ستيرنز(2008): يعتبر بنك بير ستيرنز خامس أكبر بنك استثماري في وول ستريت وكان خلال أشهر أزمة الرهن العقاري في قلب العاصفة التي سببتها أزمة الإقراض المالي التي تعرضت لها السوق العقارية في أمريكا، وقد وصل بنك بير ستيرنز في مارس 2008 إلى حافة الإفلاس ونتج عن ذلك:

أ. حدوث انهيار مفاجئ في ثقة زبائنه به الأمر الذي أدى بهم إلى سحب أرصدهم ومدخراتهم من البنك بشكل عاجل بعد أنباء انكشاف البنك الإستثماري على مخاطر قروض كبيرة.

ب. لجوء بنك بير ستيرنز بشكل عاجل عندها إلى الإقتراض والحصول على مساعدات مالية عاجلة من مؤسسة "جي بي مورجان تشيس" بالتضامن مع الإحتياطي الاتحادي الأمريكي، كما قام الإحتياطي الاتحادي الأمريكي وهو البنك المركزي الأمريكي بخفض نسبة الفائدة على القروض المباشرة التي يقدمها للبنوك كما أعلن عن برنامج إقراض جديد سيقدم بموجبه التمويل للمؤسسات المالية الكبرى وذلك من أجل حل أزمة الرهن العقاري، ولولا القرار الذي اتخذه الإحتياطي الفدرالي لحماية بير ستيرنز لحدث انهيار مالي.

رابعا: فاني ماي وفريدي ماك للتمويل الإسكاني: لعل من أحدث الأمثلة التي توضح التطبيق الخاطئ للابتكارات المالية عملاقا التمويل الإسكاني بالولايات المتحدة: فاني ماي وفريدي ماك وهما مؤسستان ماليتان وضعتا تحت الوصاية الفيدرالية، علما أن المؤسستين تمتلكان وتضمنان ما يقارب 12 تريليون دولار من قروض الإسكان في الولايات المتحدة وهو ما يعني أن انهيارهما يعني تكبد خسائر تكاد تساوي حجم الناتج الداخلي الخام للولايات المتحدة بأكملها.

لكن هل كانت فاني ماي وفريدي ماك وراء المشكلة التي حدثت أم أنهما ضحية لسياسات النظام المالي الأمريكي الذي تغير بشكل كبير خلال العقدين الأخيرين باستحداث وسائل تمويل جديدة من خلال الإبتكارات المالية...

يشير البعض إلى أن المؤسستين كانتا ضحية للعبث المالي الذي مارسه البنوك الاستثمارية خلال السنوات الأخيرة باستحداث وسائل تمويل غير مسبوقه تمكنها من مد التمويل إلى فئات من الناس ذات ملاءة

ائتمانية ضعيفة، وفي الوقت نفسه الحصول على أرباح كبيرة إما من خلال رسوم التمويل التي تستقطعها وإما من خلال إعادة بيع القروض وإعادة برمجةها بحيث تظهر وكأنها قروض ذات ملاءة ائتمانية عالية، الأمر الذي إلى توسع لم يسبق له مثيل في عملية منح قروض الإسكان التي تتصف بضعف سيولتها المالية، أدى في بداية الأمر إلى تزايد حالات الإفلاس تزامنا مع ارتفاع سعر الفائدة، هذا النوع من العبث المالي الذي مارسه البنوك الإستثمارية هو السبب الرئيس وراء أزمة الإئتمان التي امتدت إلى الإقتصاديات العالمية الأخرى ومنها الإقتصاد الأوروبي الذي يعد أكثر الإقتصاديات تضررا من هذه المشكلة، إذ يلقي مسؤولو الإقتصاد الأوروبي اللوم على المسؤولين الأمريكيين بسبب عدم تعاملهم بشكل صحيح مع المشكلة عندما كانت في مهدها، بل الاستمرار في رفع سعر الفائدة هو ما فاقم المشكلة.

المطلب الثالث: الإبتكارات المالية والأزمات (المشتقات المالية)

منذ أن ظهرت المشتقات المالية في الغرب قبل 150 عاما تقريبا أثارت ولا تزال تثير الكثير من الجدل حول آثارها الحقيقية على الإقتصاد ككل وعلى النظام المالي بشكل خاص.

المدافعون عن المشتقات يرون أنها أدوات لنقل المخاطر من الوحدات المنتجة كالشركات والمؤسسات التي لا ترغب في تحمل مخاطر الأسعار إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر وهي المؤسسات المالية وبيوت السمسرة الكبيرة، وبذلك ترتفع إنتاجية الوحدات الاقتصادية ومن ثم مستوى الرخاء الإقتصادي وهذه العملية هي ما يسمى التحوط، أي أنها تقي الشركات والمؤسسات وتجنبها المخاطر، لكن المعارضين يقولون إن المشتقات هي نفسها أدوات المجازفة والرهان على تقلبات الأسعار والربحية من ذلك، وواقع الأمر أن المجازفة هي الغالبة على المشتقات حيث تبلغ العقود المستخدمة بغرض المجازفة وفق الإحصائيات الرسمية أكثر من 97% من إجمالي العقود، بينما تقتصر أغراض التحوط على أقل من 3%¹.

فالمشتقات أدوات للمجازفة والرهان أكثر منها أدوات للتحوط كما أن تبادل المخاطر يعني أن العملية تصبح مبادلة صفرية، لأنه إذا تحقق الخطر كسب أحد الطرفين وخسر الآخر وإن لم يتحقق انعكس الوضع، وهذا هو ما يجعل المشتقات أهم أدوات المجازفة والرهان على الأسعار لأن المقصود ليس تبادل الملكية وإنما مجرد المخاطرة، ولا خلاف بين القائمين على عالم المال أن المشتقات مبادلات صفرية لكنهم يقولون وإن كانت صفرية على مستوى العقد لكنها على المستوى الكلي إيجابية لأنها ترفع مستوى الإنتاجية للإقتصاد عموما ومن ثم ينتفع جميع الأطراف، وهذه الحجة يمكن أن تكون صحيحة لو كانت المشتقات تسير في

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص 15.

اتجاه بعيد عن النشاط عن النشاط الحقيقي، ففي السنوات الماضية تضاعف حجم المشتقات أكثر من ثلاث مرات بحيث تجاوز حجمها الآن 500 تريليون دولار وهو نمو غير مشهود في أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الأخرى، والسبب هو أن المشتقات لا ترتبط تعاقديا بالنشاط الحقيقي بل تقتصر على تبادل المخاطر، حيث أن تداول المخاطر لا يخضع لضوابط النشاط الحقيقي المولد للثروة فيصبح نمو المشتقات أسهل بكثير من نمو الاقتصاد الحقيقي وهذا هو الحاصل بالضبط، ويترتب على ذلك تدفق رؤوس الأموال إلى المجازفات غير المنتجة على حساب الاقتصاد الحقيقي المنتج مما يعرض الإقتصاد للخسارة مرتين: مرة بحجب رؤوس الأموال عن النشاط الحقيقي ومرة عند انهيار السوق وانفجار فقاعة المجازفات غير المسؤولة وضياع الثروة تبعا لذلك، ومع التضخم الهائل لحجم سوق المشتقات فإن أي انهيار سيكون تهديدا مباشرا للاقتصاد بأكمله وهذا ما يجعل الحكومات والبنوك المركزية تتدخل لمنع وقوع هذه الانهيارات، والأمثلة على ذلك كثيرة فقد وجهت سهام الإتهام لأسواق المشتقات بأنها السبب الرئيسي لأزمة يوم الاثنين الأسود في 19 أكتوبر 1987 التي أصابت أسواق رأس المال في الولايات المتحدة، وترتب عليها انتقال عدوها إلى أسواق رأس المال في باقي دول العالم، وقد أكد الكثيرون على أن الابتكار المالي كان يعمل على توزيع المخاطر على أولئك الأقدر على تحملها ضمن النظام المالي العالمي¹.

المطلب الرابع: الابتكار المالي ونمو الدين

في الحقيقة إن الابتكار المالي لم يؤدي إلى زيادة الدين كما يعتقد الكثيرون أو ما أسماه علماء المالية بالرفع المالي، هذا الأخير مصطلح رياضي هندسي لا علاقة له بالاقتصاد في الحقيقة، هذا التوسع الكبير في الدين يعني أمرين²:

أ. أولهما: إمكانية الحصول على ما أريد في وقت قصير.

ب. والثاني: أنني أستطيع الحصول على ما أريده من دون مقابل تقريبا (أو بمقابل صغير جدا).

لقد كان الابتكار المالي سببا في توسيع نطاق هذين النوعين من الإغراء فقد عمل علماء الرياضيات على ابتكار الأدوات المالية الجديدة التي نجحت في كسر حواجز الحيطة وضبط النفس حين وعدت بتخليص الدين من عواقبه السيئة، وباع تجار الدين منتجاتهم السامة ليس فقط للسذج والجهلة بل وأيضا للشركات الجشعة والأفراد الذين يفترض فيهم الحكمة والوعي³.

¹ عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص 15.

² زينب بوشن، مرجع سبق ذكره، ص 32.

³ رايح أمين المانسيح، مرجع سبق ذكره، ص 30.

خلاصة الفصل

يتألف النظام المالي من عدد من العناصر المختلفة والمترابطة في نفس الوقت، وحدوث أي اضطراب في أحد هذه العناصر من شأنه أن يضعف الإستقرار في النظام بأكمله، ويعبر عن الإستقرار المالي بأنه العمل على التأكد من قوة وسلامة عمل جميع مكونات النظام المالي لتجنب وقوع الأزمات المالية، أما حالة عدم الإستقرار المالي فتعود إلى الانحرافات التي تحدث بسبب عدم كفاءة الإدارة المالية لتوظيف النظام أو بسبب حالات عدم استقرار النظام المالي في مواجهة الصدمات المحتملة.

ومع طبيعة المخاطر التي تواجه النظام المالي العالمي بأكمله أصبح من الضروري اعتماد مجموعة أكبر وأشمل من مؤشرات السلامة المالية والحيطة الكلية التي تساهم في اكتشاف مواطن الضعف والقوة بالنظام، ويتطلب العمل على تحقيق الإستقرار المالي تضافر الجهود المبذولة إلى جانب الأدوات والإجراءات التي لا تشير ضمناً للإستقرار المالي لكنها تساهم في الحفاظ عليه وتضمن السير الحسن للنظام المالي العالمي، غير أن تحقيق الإستقرار المالي العالمي يواجه مجموعة من التحديات والصعوبات التي تقف عائقاً أمام تحقيقه، وذلك في ظل العلاقة المتشابكة وزيادة درجة انفتاح النظم المالية على بعضها البعض،

**الفصل الثالث: الابتكارات المالية وأثرها على الاستقرار
المالي العالمي -دراسة حالة الاقتصاد الأمريكي -
المبحث الأول: أهمية الابتكارات المالية في الاقتصاد العالمي.
المبحث الثاني: الاقتصاد الأمريكي واقع ومؤشرات.
المبحث الثالث: دور الابتكارات المالية في أزمة الرهن العقاري
2008.**

تمهيد

من المعروف أن الأسواق المالية ارتبطت بمجيء وتطور الرأسمالية الصناعية وقد تزايدت أهميتها وأصبحت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الاقتصادي وتحقيق نهوض شامل ومتسارع، وسائر الدول تسعى لتسريع عجلة التنمية وتنطلق لبناء اقتصاد قوي متطور ومزدهر.

وترتكز قوة الولايات المتحدة الأمريكية على عدة مقومات منها اقتصادية وعسكرية ما جعل اقتصادها يحتل المرتبة الأولى عالمياً، فقد مكنتها قوتها هذه من البروز كأكبر قوة مهيمنة ومؤثرة في العالم خصوصاً وهي تسيطر على النظام النقدي الدولي من خلال تربع الدولار على عرش العملات الدولية، فهو عملة الاحتياط الأولى وعملة المبادلات التجارية، وبالرغم من مكانتها وقوة اقتصادها إلا أن ذلك لم يمنعها من التعرض للأزمات و الصدمات التي ضربت اقتصادها وانتقلت عدواها إلى باقي دول العالم مهددة بذلك استقرار الاقتصاد العالمي.

وسنحاول في هذا الفصل دراسة الاقتصاد الأمريكي وتأثيره على الاقتصاد العالمي، حيث قسم الفصل إلى ثلاثة مباحث كالتالي:

المبحث الأول: أهمية الابتكارات المالية في الاقتصاد العالمي

المبحث الثاني: الاقتصاد الأمريكي واقع ومؤشرات

المبحث الثالث: دور الابتكارات المالية في أزمة الرهن العقاري

المبحث الأول: أهمية الابتكارات المالية في الاقتصاد العالمي

يدور النشاط الاقتصادي لأي مجتمع في دائرتين إحداهما مادية وتتعلق بالتدفقات العينية والخدمية في شكل انتقال وتداول السلع والخدمات ومستلزمات الإنتاج، والأخرى مالية وتتعلق بحركة انتقال وتداول الأصول المالية يترتب عليها نقل الموارد المالية من قطاع لآخر سواء في السوق الحقيقية أو السوق المالية.

المطلب الأول: البورصة وعلاقتها بالنشاط الاقتصادي

وسوف تتم دراسة هذا العنصر من خلال علاقة البورصة بالاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي:

الفرع الأول: دور بورصة الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي

تؤدي بورصة الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي عدة وظائف يمكن إجمال أهمها في¹:

أولاً: إيجاد سوق مستمرة وحرّة لبيع الأوراق المالية بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية طلباً للفائدة المتولدة منها أو تغيير نوع الإستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسهيل الأصول المالية أة جزء منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة. ثانياً: إعطاء مؤشر يوحى عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الإدخار يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات، وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق المزايمة تتحدد فيها الإلتئمان والأسعار من خلال قوى العرض والطلب ويتم نشرها من قبل إدارة السوق ويعتمد الأفراد والمشروعات عليها في اتخاذ قراراتهم الإستثمارية.

ثالثاً: استثمار المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي منها المصارف وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الإستثمارية والمساهمة في تنشيط أعمالها.

رابعاً: الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدول وتمهيد الطريق أمام سلطات الدولة المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية بهدف التكامل بينهما للتأثير في حجم الطلب الكلي وبلوغ الهدف المنشود الذي يحدد الظروف الإقتصادية المتغيرة.

¹ جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة ماستر في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013/2012، ص 82.

خامسا: المساعدة في جذب رؤوس الأموال الخارجية للإستثمار المحلي وفقا لقوانين الإستثمار المحلي والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الإقتصادي.

سادسا: إتاحة فرص الإستثمار قصيرة الأجل حيث تقوم المؤسسات المالية من مؤسسات استثمارية وشركات ومصارف غالبا بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لآجال طويلة أو متوسطة، وهذا التوظيف لا يستغرق في الغالب لأموال المؤسسة فتبقى عندها فائض مالي ولهذا فإنها تقوم باستثماره عن طريق السوق على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والسيولة في الوقت الذي يرغبون في تحويل النقد السائل.

سابعا: تمثل هذه السوق الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي وذلك ببيع وشراء الأوراق المالية لتوفير الإستقرار النقدي لمعالجة التضخم أو الإنكماش.

الفرع الثاني: دور بورصة الأوراق المالية بالنسبة إلى الإقتصاد الجزئي

تقوم بورصة الأوراق المالية بدور كبير في خدمة الأفراد والمؤسسات وتتمثل في عدة وظائف تكمن إجمالاً في¹:

أولاً: تساعد على تحديد الأسعار وفق مبادئ العرض والطلب، بيع الحقوق وشراءها، فعن طريق السوق يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام السوق بوظيفة بيع الحقوق وشراءها دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضي ومباني وآلات ومعدات....

ثانياً: توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرص أوسع للاختيار في شتى مجالات الإستثمار.

ثالثاً: توفير قنوات سليمة للإستثمار وذلك بتوجيه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الإنفاق الإستثماري، وتحذيرهم من مخاطر الإستثمار في المجالات الأخرى.

رابعاً: قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم لأن الراهن لا يقبل رهنا لا يمكن تحويله إلى أصل سائل سريعاً وبدون خسارة في قيمته، ويتم ذلك بعد معرفة الأمور التالية: مكانة المركز المالي للشركة، كمية الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد، سرعة تداول أسهم الشركة واستقرار أسعارها في السوق.

خامساً: التأمين ضد تقلبات الأسعار يستفيد من السوق التاجر والصانع حيث يتمكن كل منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عمليات التحوط أو التغطية، فالمضارب مثلاً يشتري سلعة ليبيعهها

¹ أحلام عكنوش، سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماستر في علوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2014/2013، ص 56.

فيما بعد إذا ارتفع سعرها فإنه يحتاط لنفسه فيبييع في الوقت نفسه كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره.

سادسا: تعمل على تيسير تداول الأوراق المالية لمن أراد الإستثمار أو أراد السيولة فإن هذه السوق تقوم بتوفير المكان المناسب للمدخر لاستثمار مدخراته، وكذا القيام بضمان تسليمها عند توسيع دائرة الإختيار أمام المستثمر وهذا بدوره يقلل من مخاطر الإستثمار في مكان واحد.

سابعا: تعد البورصة أهم أداة للمستثمرين الصغار الذين يقتصر توظيف أموالهم على إنشاء مشروع معين، فيكون السوق أنسب أداة لهذا الإستثمار كما أنها أهم أداة للمستثمرين الكبار لشراء أسهم وسندات مطروحة للتداول.

الفرع الثالث: تجارب البورصات العالمية

أولا: البورصة الأمريكية

تحتل أسواق الأوراق المالية الأمريكية المركز الأول في العالم من حيث حجم عملياتها وتأثيرها على باقي أسواق الأوراق المالية الدولية، ويحتوي أيضا على أكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة ويشهد ذلك على ما هو موجود في وول ستريت، وتتميز أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة حيث يتم التعامل في عقود المستقبلات والخيارات اللذان بدأ التعامل بهما في السبعينات¹.

في نيويورك تكتسب كذلك الأسواق المعروفة أهمية كبيرة خارج المقصورة والتي تشتهر بدور بارز في تطوير رأس مال المخاطرة، وهي شركات مالية مكونة من أفراد تخاطر برؤوس أموالها في تمويل مشروعاتها الصغيرة تقدم أفكارا جزئية وقد كان دورها مشهورا خاصة في مجال تأسيس شركات الكمبيوتر، وقد كان أبرزها على سبيل المثال شركة آبل وأيضا ناسداك والتي تتعامل مع قرابة 1300 شركة خارج المقصورة²، أما أشهر الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصات الأمريكية فهي أمريكان إكسبريس، تي تي تشيس مانهاتن، كوداك أم بي أم....

¹ جلال بن دهان، مرجع سبق ذكره، ص 105.

² فاطمة الزهراء بن شعيب، دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي، دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية، رسالة ماجستير في

العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2010/2011، ص 51.

وتتسم أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالخصائص التالية¹:

- الكفاءة المرتفعة.
- نظام معلومات مالية متقدم كتقارير البورصة والربط الإلكتروني.
- القدرة على الإتصال بجميع البورصات العالمية.
- تأمين المعاملات بالبورصة كجهاز البورصة وهيئة حماية المستثمرين في الأوراق المالية.
- يتم بيع وشراء الأوراق المالية للأجانب إما عن طريق السوق الثانوية الرسمية أو عن طريق الصفقات خارج البورصة.
- يتم تطوير وتجديد البورصات الأمريكية بصفة مستمرة.

ثانيا: بورصة لندن

تعتبر بورصة لندن من أكبر البورصات الأوروبية والعالمية، ويرجع ذلك لتداول سندات الشركات الأجنبية الكبيرة فيها، حيث نجد أن معظم السندات الصادرة في السوق المالي الدولي مقيد هناك وقد بلغت قيمة السندات المقيدة فيها بما لا يقل عن 300 مليار دولار، وهذا إن دل على شيء فإنه يدل على أهمية هذه البورصات في تكوين السوق المالي وأهميتها بالنسبة للإقتصاد، ويمكن القول أن التاريخ الحديث لبورصة لندن قد برز عام 1986 مما أطلق عليه ثورة خلق العالم Bing Bong فمنذ هذا التاريخ وهي في مواجهة منافسة شرسة من وول ستريت وطوكيو، أخذت لندن في تحرير السوق المالي خاصة في مجال التشريعات والقيود المفروضة على الممارسين وتتميز بنظام تكنولوجي متقدم للتسعير في البورصة وفي بورصة لندن يجب الإشارة إلى سوق هام يعرف باسم United Securities Market حيث يتم في هذا السوق تمويل الشركات متوسطة الحجم ويعد بمثابة سوق ثانوية².

ثالثا: بورصة طوكيو

تعتبر اليابان قوة اقتصادية ضخمة حيث يظهر هذا التفوق في العديد من المجالات ومن بينها الميدان المالي، حيث نشأت أول بورصة في اليابان بطوكيو وأوزاكا، وكانت السندات الحكومية للأوراق المالية الوحيدة في التداول بتلك البورصات آنذاك، وأدى التطور الاقتصادي في اليابان إلى قيام البورصات بدور أساسي في توفير التمويل اللازم للصناعة، وكانت بورصة طوكيو وأوزاكا من أول البورصات اليابانية تطورا

¹ جلال بن دهان، مرجع سبق ذكره، ص 106.

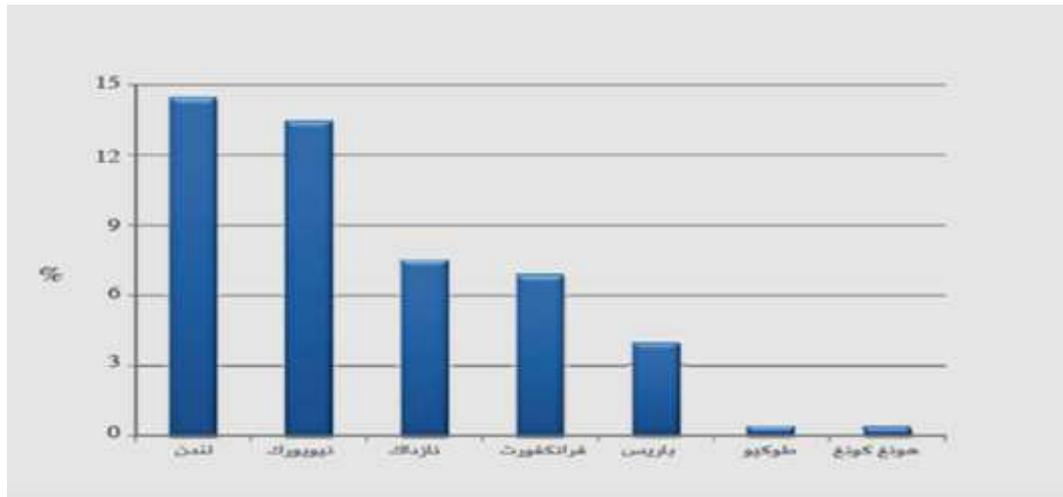
² المرجع نفسه، ص 107.

عام 1961 وأصبحت بورصة طوكيو التي تمثل 86% من حجم العمليات الإجمالية لكافة البورصات اليابانية من أكثر للبورصات تنافسا لبورصة نيويورك عام 1987، ويتم تداول أسهم الشركات اليابانية في 8 بورصات محلية أما فيما يخص الأوراق المالية المتداولة في البورصات اليابانية فتنقسم إلى أسهم وسندات، حيث تنتزع بورصة الأسهم في طوكيو إلى ثلاثة أقسام: قسم أول حيث شروط القبول هي أكثر تعقيدا، والقسم الثاني أنشأ عام 1961 يشترط أن تكون مسعرة أولا الشركات الجديدة، وقسم ثالث يتعلق بالأسهم الأجنبية¹.

وتتمثل خصائص البورصات اليابانية في²:

- تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصات.
- اتجاه متزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية.
- اتصالات فعالة بين لبورصات اليابانية والبورصات الدولية.
- استقرار التداول في البورصات اليابانية وزيادة عدد الشركات المسجلة.
- تطوير أسواق السندات والإهتمام بأسواق العملات الأجنبية.
- الإهتمام بمقياس الأداء الاقتصادي.
- مكننة العمليات في البورصة بالحواسيب المتقدمة.

الشكل رقم(3-1): أداء بعض البورصات العالمية خلال سنة 2016



المصدر: جهرة شناعة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي، دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1980-2016، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، 2018/2017، ص 82.

¹ فاطمة الزهراء بن شعيب، مرجع سبق ذكره، ص 53-54.

² المرجع نفسه، ص 54.

شهدت معظم البورصات العالمية تحسنا في أدائها، حيث ارتفع مؤشر ACWI لكافة بورصات العالم بنسبة 5.6% لعام 2016، هذا وارتفعت القيمة السوقية للبورصات الأعضاء في الاتحاد الدولي للبورصات إلى حوالي 3 تريليون دولار أي بنسبة 4.4%، وضمن هذا الإطار شهدت الأسهم الأمريكية تحسنا في أسعارها خلال عام 2016، حيث ارتفع مؤشر Dow Jones ومؤشر S&p500 ومؤشر Nasdaq Composite مقارنة بنسبة 13.4% و 9.5% و 7.5% على التوالي، بالإضافة إلى ذلك شهدت معظم أسواق الأسهم في أوروبا وآسيا تحسنا في أدائها أيضا، فارتفع مؤشر FTSE 100 لبورصة لندن بنسبة 14.4% كما ارتفعت أسعار الأسهم في بورصة باريس حسب مؤشر CAC40 بنسبة 4% وفي بورصة طوكيو ارتفعت أسعار الأسهم حسب مؤشر Nikkei بنسبة 0.4%¹.

المطلب الثاني: علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي

سيتم تحليل هذه العلاقة من عدة جوانب كما يلي:

الفرع الأول: علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي من خلال السيولة وتجميع ونشر المعلومات²

يقصد بالسيولة القدرة على تحويل الأصول المالية إلى قوة شرائية أو تحويل القوة الشرائية إلى أصول مالية، وذلك بسعر يقترب من القيمة السوقية العادلة وذلك خلال فترة زمنية وجيزة، فالمشروعات ذات العائد المرتفع والإحتياجات التمويلية طويلة الأجل تتطلب تجميد المدخرات وعوائدها لفترات زمنية طويلة الأجل تتطلب تجميد المدخرات و عوائدها لفترات زمنية طويلة الأجل الذي قد يكون عائقا أمام توفير التمويل اللازم لهذه المشروعات في التوقيت الملائم، ثم إن توافر الأسواق المالية وتطوير أدائها يعد ضروريا لتوفير السيولة لكل المستثمرين والمدخرين ولكن على الرغم من أن سيولة الأوراق المالية تسهم في النمو الاقتصادي إلا أنه في بعض الحالات الاستثنائية قد يكون عائقا للنمو الاقتصادي وذلك للأسباب التالية:

- زيادة العائد على الإستثمار قد تؤدي إلى تخفيض معدلات الإدخار.
- خفض درجة عدم التأكد المصاحبة للإستثمار تؤدي إلى خفض معدلات الإدخار من أجل الإحتياط.
- زيادة السيولة قد تضعف من الحافز على الرقابة على أداء الشركات.

¹ جهرة شناعة، مرجع سبق ذكره، ص 80.

² Samir Sharaf, Ismail Shaban, **The role of financial market in Activating Economic, Growth and Foreign Trade**, Tishreen university journal for research and scientific studies-economic and legal science series, Vol(31), No(1), 2009, p 2.

كما تقوم الأسواق المالية بتجميع وتحليل ونشر المعلومات عن الإستثمارات على نطاق واسع مما يزيد من معدل الإدخار ويحسن من كفاءة توزيع الموارد على البدائل الإستثمارية المختلفة، وقد نشأ جدل حول إمكانية قيام سوق الأوراق المالية بتوفير الباعث للمستثمرين لتجميع المعلومات عن المشروعات حيث أشار كل من ليفاين وزير فوس عام 1916 إلى أنه كلما اتسع السوق كلما كان باستطاعته المستثمر الذي يمتلك قدرا من المعلومات تحقيق أرباح قبل أن تصبح المعلومات متاحة للجميع وقبل أن تتغير الأسعار لتعكس تلك المعلومات مما ينشئ الحافز لدى المستثمرين لتجميع المعلومات، وعلى خلاف ذلك يرى ستيجليتز 1985 أن سوق الأوراق المالية تخفض من الباعث لدى المستثمرين على الإنفاق لاقتناء المعلومات نظرا لانعكاس تلك المعلومات بسرعة من خلال أسعار التداول ويمكن القول أن تجميع المعلومات وتحليلها ونشرها أصبح من مهام الوسطاء الماليين في سوق الأوراق المالية نظرا لما تتميز به تلك المؤسسات من اقتصاديات الحجم وتوافر الخبرات والقدرة على الحصول على المعلومات من مصادرها المتعددة إضافة إلى تشعب وتعدد المؤسسات المتعاملة في سوق الأوراق المالية.

الفرع الثاني: علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي من خلال الرقابة على الاستثمارات

تعد وظيفة الأسواق المالية في الرقابة على الاستثمارات الوجه الآخر المكمل لوظيفة الأسواق المالية في تجميع المعلومات، فتوافر المعلومات من أجل اتخاذ القرار الاستثماري دون أن يصاحب ذلك توافر آليات الرقابة على تلك الاستثمارات قد يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن الاستثمارات وكذلك يعيق عملية النمو الاقتصادي، وتجنبنا لذلك تقوم الأسواق المالية من خلال مؤسسات التمويل البنكية بتوفير آليات الرقابة على الاستثمارات وذلك عن طريق متابعة التوظيفات المختلفة لأموال أصحاب الفوائد، واتخاذ الإجراءات اللازمة لحماية أموالهم في حالة تعرض أي من تلك التوظيفات للمخاطر، كذلك يقوم سوق رأس المال بذات الوظيفة من خلال الإفصاح عن آليات الرقابة ووضع الشروط والتعهدات التي تكفل حماية أموال أصحاب الفوائد إضافة إلى وجود جهات رقابية تتابع تنفيذ تلك الآليات والتعهدات وتضع معايير الإفصاح عن ذلك بما يمكن أصحاب الفوائد من المتابعة الدورية لاستثماراتهم ويتبين من ذلك أن الأسواق المالية من خلال وظيفة الرقابة على الإستثمارات تؤدي إلى تيسير تدفق الأموال إلى الاستثمارات المختلفة وتحسين توزيع الموارد مما يزيد من معدلات النمو الاقتصادي¹.

¹ Samir Sharaf, Ismail Shaban, reference above, p : 2-3.

الفرع الثالث: علاقة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي من خلال تجميع المدخرات وتنويع المخاطر¹

تتكامل الوظائف المتعددة للأسواق المالية من أجل تجميع مدخرات المستثمرين في وعاء يمكن من خلاله تمويل المشروعات ذات الاحتياجات التمويلية الكبيرة، وتوفير السيولة وتجميع ونشر المعلومات والرقابة على الاستثمارات والمشاركة في المخاطر تسهم في زيادة قدرة الأسواق المالية على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الاستثمارات ذات الإنتاجية الأعلى لرأس المال وكذلك تزيد من معدلات النمو الاقتصادي. كما يعد تنويع المخاطر من الوظائف الأساسية للأسواق المالية التي من خلالها يؤثر إيجاباً في النمو الاقتصادي، حيث أن تنويع المخاطر يشجع المستثمر على الاستثمار في المشروعات عالية المخاطر ذات العائد المرتفع، وتقوم سوق النقد بتلك الوظيفة بالنيابة عن أصحاب الفوائض المالية من خلال تنويع المحافظ الاستثمارية لمؤسسات الوساطة المالية البنكية.

الجدول رقم (3-1): النمو الاقتصادي العالمي خلال الفترة 2007-2016 (التغير السنوي %)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
الاقتصاديات المتقدمة										
1.6	2.6	2.4	1.7	2.2	1.6	2.5	-0.3	1.8	3.3	الولايات م أ
1.7	2.0	1.2	-0.3	-0.9	1.5	2.1	-4.6	0.5	3.0	منطقة اليورو
1.0	1.2	0.3	2.0	1.5	-0.1	4.2	-5.5	-1.0	2.2	اليابان
1.8	2.2	3.1	1.9	1.3	1.5	1.9	-4.3	-0.3	2.6	المملكة المتحدة
1.4	0.9	2.6	2.5	1.7	3.1	3.1	-2.7	1.2	2.0	كندا
الاقتصاديات الصاعدة والنامية										
-0.2	-0.8	0.7	1.3	3.5	4.0	4.5	-7.8	5.2	8.5	روسيا
6.4	6.7	6.8	6.9	7.0	7.9	9.6	7.5	7.3	11.2	آسيا الصاعدة والنامية
3.0	4.7	3.9	4.9	2.4	6.5	4.6	-3.0	3.1	5.5	أوروبا الصاعدة والنامية
-1.0	0.1	1.2	2.9	3.0	4.7	6.1	-1.3	3.9	7.5	أمريكا اللاتينية

المصدر: جهرة شناعة، مرجع سبق ذكره، ص 45.

¹Samir Sharaf, Ismail Shaban, opcit

المطلب الثالث: بعض دراسات التأثير الإيجابي للأسواق المالية في النمو الاقتصادي

إن البورصة تعرض منهجية أخرى لنقل المدخرات في الاقتصاد، فهي تنشط الاستثمار الإنتاجي الذي يساهم كذلك في النمو الاقتصادي، فقد أكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة على العلاقة الوطيدة التي تربط تطور البورصة بمعدلات النمو الاقتصادي¹.

ومن بين هذه الدراسات تلك التي قام بها كل من **Ross Levine and Sara Zervos 1996** وتتحدد متغيرات الدراسة على النحو التالي²:

- المتغير التابع: يتمثل في معدل النمو الاقتصادي بدلالة معدل نمو نصيب الفرد السنوي من الناتج المحلي الإجمالي.
- المتغيرات التفسيرية وتشمل:
 - درجة نمو البورصة و قد استخدمت الدراسة ما يسمى بالمؤشر المركب يتضمن المعلومات عن كل من حجم السوق معبرا عنه بمتوسط نسبة رأس مال السوق، درجة سيولة السوق معبرا عنها بنسبة التداول ومعدل الدوران مع افتراض وجود علاقة طردية بين مؤشر السيولة والنمو الاقتصادي، درجة الاندماج الدولي ويعبر عنها بقيمة الخطأ في تسعير الخطر.
 - الرصيد المبدئي لكل من رأس المال البشري وتم التعبير عنهما بدلالة متوسط الناتج المحلي الحقيقي في بداية فترة الدراسة ومستوى التعليم معبرا عنه بمعدل التسجيل في المدارس الثانوية.
 - متغير الاستقرار السياسي.
 - متغيرات السياسات الاقتصادية الكلية والمتمثلة في نسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم.
 - علاوة سعر الصرف الأجنبي في السوق السوداء لتعكس الأثر الذي قد تمارسه الأسعار العالمية على النمو الاقتصادي.
 - مستوى العمق المالي ويعبر عنه بنسبة (M_2) إلى الناتج المحلي الإجمالي حيث (M_2) تمثل قيمة العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي حيث تعكس هذه النسبة أهمية قطاع الوساطة المالية في النمو.

¹ فاطمة الزهراء بن شعيب، مرجع سبق ذكره، ص 139.

² المرجع نفسه، ص 140.

وباستخدام بيانات سلسلة زمنية قطاعية تشمل 41 دولة في الفترة (1976-1993) وباستخدام طريقة المربعات الصغرى تبين وجود علاقة ارتباط طردي بين البورصة ومعدل النمو الاقتصادي في الأجل الطويل¹.

كما استخدم (Aije and Jovanvic 1993) نهجا مماثلا ووجد أن هناك علاقة ارتباط بين نسبة التداول ومعدل النمو الاقتصادي وقد شملت الدراسة 40 دولة خلال الفترة (1980-1988) و في دراسة قام بها (Ross Levine 1996) لتقييم العلاقة بين أسواق الأوراق المالية و الجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي خلال الفترة (1976-1993) في عينة شملت 38 دولة قسمت إلى 4 مجموعات كما يلي²:

- المجموعة الأولى تتسم البورصات الموجودة بها في عام 1976 بمستوى سيولة فوق المتوسط وتتسم أجهزتها المصرفية بأنها متطورة بدرجة فوق المتوسط.
 - المجموعة الثانية لديها بورصات تتصف بالسيولة لكن كان مستوى تطور أجهزتها المصرفية أقل من المتوسط.
 - المجموعة الثالثة وتتصف بأن درجة سيولة البورصات دون المتوسط ولكنها تتميز بوجود أجهزة مصرفية متطورة.
 - المجموعة الرابعة وتتصف بأن البورصات غير سائلة وكانت درجة تطور أجهزتها المصرفية دون المتوسط
- وقد تبين أن البلدان التي تتميز بسيولة البورصة ولديها أجهزة مصرفية متطورة قد حققت نمو أسرع من البلدان التي لديها بورصات غير سائلة وأجهزة مصرفية غير متطورة.

وقد قام (Bodyed and Smith 1996) بدراسة أسهمت في تفسير الجوانب الهامة للدراسة التي قام بها كل من (Demirguc and Makshmovic) بخصوص العلاقة بين البورصة والاختيارات التمويلية للشركات، حيث قاما بتكوين نموذج تقوم من خلاله الشركات بتمويل التراكم الرأسمالي من موارد خارجية تعتمد على توليفة من الديون والأسهم وقد أدمج ذلك النموذج كل من مستوى تنمية سوقي الأسهم والسندات مع قرارات الاستثمار في رأس المال المادي، وقد تنبأ بأنه عندما يتحرك الاقتصاد عبر مسار النمو فإن استخدام المزيد من التكنولوجيا المتخصصة والمعقدة يكون أكثر شيوعا ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى ارتفاع التكلفة النسبية

¹ جلال بن دهان، مرجع سبق ذكره، ص: 90.

² فاطمة الزهراء بن شعيب، مرجع سبق ذكره، ص: 141.

لمراقبة الشركات الأمر الذي قد يدفع الشركات إلى خفض الاستثمارات في المشروعات التي تتمتع بعوائد مرتفعة ويصاحبها تكاليف مراقبة مرتفعة، ولأن تلك الاستثمارات غالباً ما ترتبط بارتفاع نسبة الديون، فإن الدراسة تتنبأ بأن الدولة سوف تنجح لزيادة مصادر التمويل عن طريق الأسهم وخفض الاعتماد على التمويل عن طريق الديون، وتقتصر الدراسة أنه عند المستويات المتدنية للتنمية لا تستخدم مصادر التمويل عن طريق إصدار الأسهم وحينها تبدأ عملية التنمية ويصل متوسط الدخل الحقيقي لمستوى معين تبدأ الشركات في إصدار أسهم ويشجع المدخرون في شراء الأسهم¹.

(Levine 1991) et (Bencivenga et Al 1996) استخلصوا أن سوق البورصة السائل يخفض المخاطر ويقلل من تكلفة الاستثمار في المشاريع الطويلة الأجل وهذا يوطد آفاق النمو، وبالنسبة ل-Saint (Paul1992) استخلص أن البورصة لها أثر إيجابي على إنتاجية المؤسسات.

(Kyle 1984) et (Bamba 2001) أقر بوجود ارتباط بين إيجابي بين تنمية البورصة والنمو الاقتصادي حيث في اقتصاديات يوجد فيها أسواق مالية متطورة يكون هناك مستوى أعلى من التطور مقارنة باقتصاديات يوجد بها أسواق مالية أقل تطوراً.

(Shleifer et Summres 1998 et Morck et Al 1990) بالنسبة لهؤلاء استخلصوا أن البورصة تشجع الأرباح في المدى القصير ولا تسمح لمديري المؤسسات أن يركزوا على الآفاق في المدى الطويل المتعلقة بالاستثمارات².

بالنسبة ل (Singh et Weiss 1998) استخلصوا أن البورصة إذا كانت تستطيع جذب الاستثمارات ورؤوس الأموال الأجنبية فإن تدفقاتها ليست إلا مضاربات وأحياناً ترتبط بنشاط الاستثمار حيث تشير الإحصائيات إلى أن 90 % تمثل التدفقات المالية الناتجة عن المضاربة في الأسواق المالية العالمية.

ومن وجهة نظر أخرى هناك بعض الكتاب يعتبرون نوادي للقمار ليس لها أثراً إيجابياً بل قد يكون لها أثر سلبي على عملية التنمية الاقتصادية وقد أكد على ذلك (Mayer 1988) الذي اعتبر أن وجود سوق متنوع لرأس المال قد لا يمثل بالضرورة مصدراً من مصادر التمويل المؤسسي كما أشار (Stiglitz 1985 1994) إلى أن سيولة الأسواق المالية قد تمثل عاملاً محبطاً لما قد يترتب عليها ضعف في الرقابة على إدارة الشركات نتيجة لتسهيلها عملية تخلص أي فرد من حصته في الشركة، وقد رأى (Derveureux

¹ فاطمة الزهراء بن شعيب ، الأضرار الأساسية والملحقة لأزمة 2008 وارتداداتها: توقع الأزمات المستقبلية، أطروحة دكتوراه في

العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2018/2017، ص 66.

² المرجع نفسه، ص 66.

(and Smith.1994 أن الزيادة في توسيع المخاطر عبر أسواق رأس المال يمكن أن تؤدي إلى تخفيض معدلات الادخار وبالتالي معدلات النمو الاقتصادي¹.

¹ بن شعيب فاطمة الزهراء، دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي، دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية، مرجع سبق ذكره، ص 142، 143.

المبحث الثاني: الاقتصاد الأمريكي واقع ومؤشرات

تسعى الولايات المتحدة الأمريكية إلى توحيد العالم والسيطرة عليه وذلك في إطار ما أسمته رأسمالية السوق، بهدف الحفاظ على المكانة التي وصلت إليها خاصة بعد اتفاقية "بريتن وودز" التي أعطت للدولار الأمريكي مكانة خاصة على عكس العملات المحورية العالمية الأخرى.

المطلب الأول: مكانة الاقتصاد الأمريكي في العالم

الفرع الأول: مرتكزات الاقتصاد الأمريكي

يرتكز الاقتصاد الأمريكي على مجموعة من المقومات نذكر منها:

أولاً: حجم الاقتصاد

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية أكبر قوة اقتصادية في العالم وتتجلى هذه القوة من خلال المؤشرات الاقتصادية والمالية، حيث أن أكثر من 60% من المبادلات العالمية تتم بالدولار الأمريكي، ومقاولاتها و فروع شركاتها المتعددة الجنسية تشمل قارات العالم وتحقق 15% من المبادلات العالمية، وبذلك أصبحت القوة التجارية الأولى في العالم، وأول قوة في الصناعة، والإنتاج والتصدير¹.

ثانياً: الدولار الأمريكي²

لقد وقعت الدول المجتمعة في "بريتن وودز" سنة 1944 على أن يكون الدولار الأمريكي العملة الدولية المحورية لتحل محل الذهب في النظام النقدي الدولي، وبذلك أصبح الدولار الأمريكي العملة الأكثر استقراراً في العالم، وهكذا سمح النظام النقدي الدولي للولايات المتحدة بأن تعاني من عجز مستمر في العمليات الرأسمالية في ميزان المدفوعات من أجل تلبية الطلب على السيولة الدولية بحيث أصبحت البنوك المركزية حريصة على الإحتفاظ بالدولار كأصل احتياطي لتسوية ديونها الدولية، كما أصبحت وسيلة هامة من وسائل التمويل في البنوك التجارية نظراً لمكانة الدولار الأمريكي في المصارف الأوروبية والتي أطلق عليها فيما بعد إسم أسواق "اليورو-دولار"، وهكذا شق الدولار الأمريكي طريقه للهيمنة على المعاملات المالية

¹ أمينة فنور، منال رهبوي، تأثير الأزمة المالية العالمية على مستقبل الدولار كعملة قيادية، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية،

جامعة جيجل، 2014/2015، ص 40.

² مي قاسم، دور البنوك في الخصخصة وأهم التجارب الدولية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1991، ص 34.

والتجارة الدولية، كما تمكن من السيطرة على العديد من الأنظمة النقدية في الدول التي تعاني من التبعية الاقتصادية وكذا الأزمات المالية.

وقد اكتسب الدولار الأمريكي سمعة طيبة لنجاحه النسبي في المحافظة على قدرته الشرائية على مر الزمن، وقيمه تتدهور بنسبة ضعيفة جدا مقارنة بالعملات الأخرى وهذا ما جعله مستخدما على نطاق واسع في الكثير من الدول ، كما يعتبر أصلا بالغ السيولة ويدر عائدا مرتفعا لتزايد قيمته مقابل العملات المحلية مما يؤدي إلى حيازته لخاصية مخزن للقيمة.

ثالثا: التفوق العسكري والتكنولوجي

تتمتع الولايات المتحدة الأمريكية بقوة عسكرية ضخمة لا يمكن مقارنتها مع أية دولة أخرى مما جعلها تحتفظ بمركز مؤثر في السياسة الدولية، فمن الناحية النووية تعد الولايات المتحدة الدولة الأولى في العالم سواء على مستوى الكم من الأسلحة أو على مستوى ما تتمتع به من نوعية متطورة بفعل التقنية العالية المستخدمة فيها، كما أنها الدولة الوحيدة التي تمتلك برنامج "حرب النجوم" الذي يوفر لها دون غيرها من دول العالم الحماية ضد أي هجوم نووي من الخارج¹.

أما بالنسبة إلى الجانب التكنولوجي فقد حققت المؤسسات التعليمية والبحثية الجامعية الأمريكية شهرة كبيرة ومكانة مرموقة من خلال نجاحاتها البارزة في مجالات الإبداع والتطوير العلمي، حيث كان التفوق في التكنولوجيا على اختلاف أنواعها من نصيب الاقتصاد الأمريكي إذ تعد في مقدمة الدول الرأسمالية الأخرى التي دشنت ما يسمى بعصر الثورة الصناعية الثالثة أو ثورة المعلومات، وهو ما يعني ريادتها وتقدمها في مجالات التكنولوجيا المعقدة، كالتكنولوجيا العسكرية وتكنولوجيا الفضاء و الإتصالات والعقول الإلكترونية والهندسة الوراثية وغيرها، وبذلك تعد التكنولوجيا الحديثة واحدة من أهم ميادين القوة الأمريكية المؤثرة سواء على الصعيد المدني أو الصعيد العسكري².

¹ سليم كاطع علي، مقومات القوة الأمريكية وأثرها في النظام الدولي، مركز الدراسات الدولية، العدد42، جامعة بغداد، العراق، 2009، ص 160.

² بسمة ملاح، النظام النقدي الدولي في ظل المنافسة اليورو دولار، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013/2012، ص 37.

الفرع الثاني: أدوات الهيمنة الأمريكية

أولاً: الشركات متعددة الجنسيات¹: هي مؤسسات اقتصادية ضخمة تملك أعمالاً ووسائل إنتاج في أكثر من دولة، يدير نشاطها على المستوى الدولي مجلس إدارة ويتخذ من الوطن الأم مركزاً رئيسياً له، وتعد الشركات أداة للهيمنة الأمريكية على الأسواق العالمية، ذلك أن 40% من أكبر هذه الشركات توجد بالولايات المتحدة، ويمكننا إبراز هيمنة الشركات المتعددة الجنسيات في النقاط التالية:

أ. التأثير على السياسة النقدية من خلال التدخل في الرقابة الوطنية على الاقتصاد وقد تتبع التمويل الخارجي من أجل إتباع سياسات توسعية، وعلى العكس من ذلك في فترات التوسع النقدي.

ب. تطبيق قوانين البلد الأصلي داخل البلد المضيف.

ج. تطبيق الأعمال الخاصة والسيطرة على القطاعات الحساسة والصناعات ذات التأثير الواسع على الاقتصاد مثل: السيارات والصناعات البترولية والإلكترونية.

ثانياً: الهيئات المالية الدولية²: لقد كان الدافع من إنشاء الهيئات المالية الدولية التوسع لرأسمالي والذي بدأت بتعميمه على العالم بدعوى اقتصاد السوق والرفاه المالي، وبالتالي قد ارتبطت هذه المؤسسات بسيطرة الدول الرأسمالية عليها وعلى رأسها الولايات المتحدة التي تعتبر نفسها مسؤولة على النظام الرأسمالي، وتظهر هيمنة الولايات المتحدة على المؤسسات من خلال مايلي:

أ. تبني ورعاية "بريتن وودز" في الأراضي الأمريكية واختيار واشنطن كمقر لصندوق النقد والبنك الدوليين.

ب. فرض الدولار الأمريكي كعملة التعامل الرئيسية مع مؤسستي "بريتن وودز".

ومن خلال اتفاقية "بريتن وودز" تمكنت الولايات المتحدة من فرض نظامها الرأسمالي و سياساتها على الدول النامية، بحيث نلاحظ بأن دور البنك العالمي وصندوق النقد الدولي لم توسعاً ليشملا التدخل في توجيه السياسات والبرامج فقط، بل تعدى الأمر إلى حد إرسال مراقبين للتأكد من مدى الإلتزام بالتعليمات، وهذا ما يمكن اعتباره شكلاً من أشكال الوصاية الدولية، ويمكن أن نقول بأن الهيمنة الأمريكية على الهيئات المالية الدولية تسيطر على الدول النامية سيطرة مطلقة.

¹ بسمة ملاح، مرجع سبق ذكره، ص 37.

² أمينة فنور، منال رهيوي، مرجع سبق ذكره، ص 46.

المطلب الثاني: مؤشرات الاقتصاد الأمريكي

تكمن الأهمية البالغة لدراسة المؤشرات المالية والحقيقية في الوقوف على الوضع الحقيقي لأي اقتصاد كان وكذلك تتبع أهم الأحداث والتغيرات التي مر بها.

الفرع الأول: المؤشرات المالية

أولاً: سوق الأسهم الأمريكية: سننعمد في دراسة سوق الأسهم الأمريكية على مؤشر "داو جونز" الذي يعبر عن متوسط أسعار 30 شركة صناعية أمريكية من كبريات الشركات ارتفاعاً وانخفاضاً، فيعتبر "داو جونز" معياراً لقياس مستوى سوق الأسهم ككل بالنسبة للمستثمرين وهو بالتالي قيادي في تحديد اتجاه الاقتصاد الأمريكي¹.

الشكل رقم (3-2): مؤشر داو جونز



<https://tradingeconomics.com/united-states/stock-market-dow.jonse>

المصدر:

نلاحظ من خلال الشكل أن مؤشر داو جونز في ارتفاع مستمر وذلك بعد تعافي الاقتصاد الأمريكي من آثار الأزمة العالمية، حيث أدى انخفاض معدلات الفائدة إلى انخفاض تكاليف الاستثمار، وهو ما استغلته الشركات مما زاد من ارتفاع قيمة أسهمها وبالتالي ارتفاع مؤشر داو جونز، حيث وصل سنة 2017 إلى حوالي 19500 نقطة.

¹ أمينة فنور، منال رهيوي، مرجع سبق ذكره، ص 67.

ثانياً: مؤشر الدولار الأمريكي: تتذبذب العملة تحت تأثير عوامل تجارية ومالية وسياسية، ترتفع أو تنخفض تبعاً لتغير تلك العوامل، وإذا استمر التذبذب باتجاه واحد كأن تنخفض باستمرار دون وجود مؤشرات لارتفاعها يصبح الوضع خطيراً خاصة إذا ما تعلق الأمر بأهم عملة دولية كالـدولار.

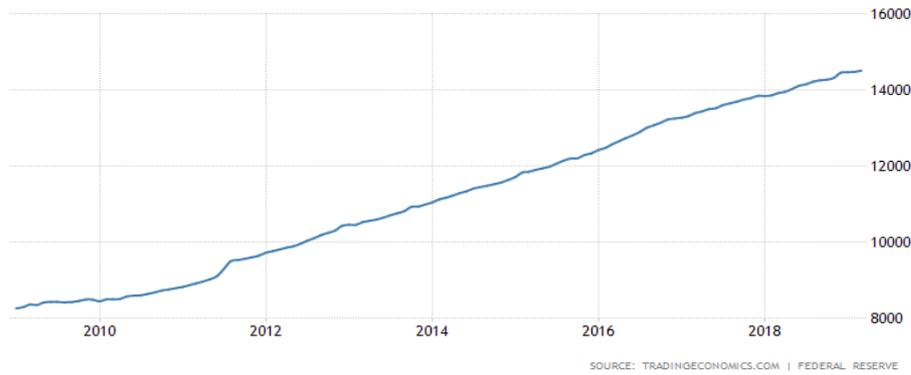
الشكل رقم (3-3): مؤشر الدولار الأمريكي



المصدر: <https://tradingeconomics.com/united-states/currency>

ثالثاً: العرض النقدي M2: العرض النقدي هو كمية السيولة الموجودة في الاقتصاد من أوراق مالية أو معدنية وحتى السندات المالية، والتي يتم احتوائها من الأفراد والشركات والمؤسسات الخاصة والجهات الحكومية، ويقسم تقريرها إلى: M0، M1، M2، M3 بناءً على نوع وحجم الحساب.

الشكل رقم (3-4): العرض النقدي M2 في الولايات المتحدة خلال الفترة (2010-2018)



المصدر: <https://tradingeconomics.com/united-states/money-supply-m2>

من خلال الشكل نلاحظ أن العرض النقدي M2 في الولايات المتحدة خلال الفترة 2010-2018 شهد ارتفاعاً مستمراً حيث بلغ حوالي 14000 مليار دولار سنة 2018 مقابل حوالي 10000 مليار دولار

في 2010، إلا أن هذا التوسع في العرض النقدي لم يقابله إنتاج حقيقي إذا ما قارناه بالنتائج المحلي، فنجد ه يرتفع بوتيرة أعلى من الوتيرة التي يرتفع بها الناتج المحلي الاجمالي وهذا ما يفسر ارتفاع معدلات التضخم إلى نسب قياسية خلال السنوات الأخيرة.

الفرع الثاني: المؤشرات الحقيقية

أولاً: نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP: الناتج المحلي الإجمالي هو إجمالي القيمة النقدية للسلع والخدمات التي يتم إنتاجها في الدولة خلال فترة زمنية معينة، ويعتبر مؤشر GDP المؤشر الرئيسي لقياس معدلات النمو الاقتصادي حيث أنه يشمل جميع قطاعات الاقتصاد بما يعطي صورة واضحة عن الوضع الاقتصادي المحلي للدولة ومدى صلاحيته للاستثمار، لذلك يهتم بنتائجه جميع فئات المستثمرين، كما تهتم به أيضا البنوك المركزية عند تطبيق سياستها النقدية وتقرير معدلات الفائدة.

الشكل رقم (3-5): معدل الناتج المحلي الاجمالي للولايات المتحدة خلال الفترة (2010-2018)



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | WORLD BANK

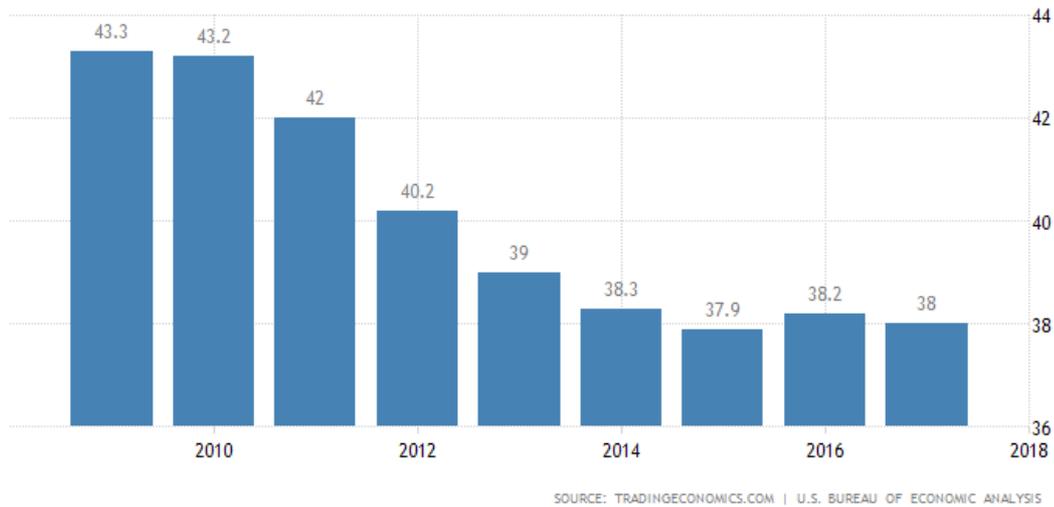
<https://tradingeconomics.com/united-states/gdp>

المصدر:

يتبين لنا من خلال الشكل أن الناتج المحلي الاجمالي للولايات المتحدة في نمو مستمر، حيث بلغ سنة 2010 حوالي 15 تريليون دولار وذلك بعدما أثرت الأزمة بشكل كبير عليه وقد استمر في الارتفاع بعد أن شهد الاقتصاد الأمريكي حالة من الاستقرار حيث بلغ حوالي 19.5 تريليون دولار سنة 2017 بسبب تزايد حجم الاستثمارات في قطاع الأعمال وارتفاع حجم الصادرات.

ثانيا: **الميزان التجاري:** هو من أحد أهم المؤشرات الاقتصادية على الإطلاق ويمثل الفارق بين الصادرات والواردات، فإذا كان حجم الواردات أكبر من الصادرات يسمى الناتج بالعجز التجاري، وإذا كان حجم الصادرات أكبر من الواردات يسمى الناتج بالفائض التجاري.

ثالثا: **الإنفاق الحكومي:** هو ما تصرفه الحكومة من معونات مضافا لها قيمة الإنفاق على البنية التحتية وما يصرف على المناخ الاستثماري العام، فكل ما تدفعه الحكومة للقيام بعمل مجاني للشعب يعتبر إنفاق حكومي، ويمكن تمويل الإنفاق الحكومي عن طريق رسوم صك العملات، الضرائب، أو إقتراض الحكومة. الشكل رقم(3-6): الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الاجمالي في الولايات المتحدة خلال الفترة(2010-2018)

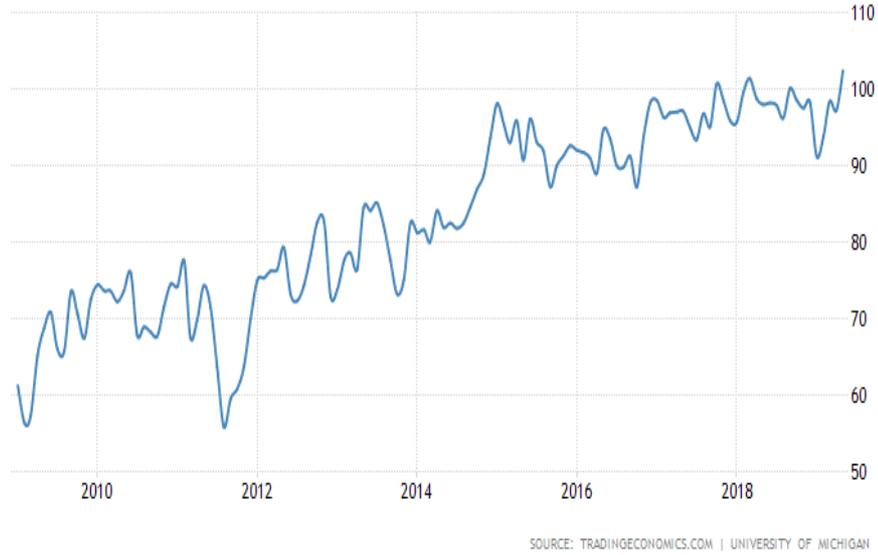


المصدر: <https://tradingeconomics.com/united-states/government-spending-to-gdp>

من خلال الشكل نلاحظ أن الإنفاق الحكومي في الولايات المتحدة عرف ارتفاعا ملحوظا خلال الفترة 2009-2011 حيث قدر ب 43.2% من الناتج المحلي الاجمالي وهذا بسبب قيام الحكومة برفع إنفاقها من أجل الخروج من الأزمة، إلا أنه مع نهاية سنة 2011 نلاحظ تراجع واضح في الإنفاق حيث انخفض إلى 38.3% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2014 أي ما يقدر ب 2879.90 تريليون دولار، واستمر في الانخفاض وذلك بسبب سياسات الولايات المتحدة في مواجهة عدم الاستقرار المالي الذي تعاني منه. رابعا: **ثقة المستهلك:** هو مؤشر يقيس ثقة المستهلكين في دولة ما بالاقتصاد المحلي لها، وهو مؤشر هام جدا حيث أنه كلما زادت ثقة المستهلكين في الاقتصاد كلما أدى ذلك إلى ارتفاع قيمة العملة.

ومن خلال التقرير الذي قامت به مؤسسة "جالوب" لاستشارات واستطلاعات الرأي الخاص بحالة المستهلك الأمريكي يبين لنا أن الأزمة المالية العالمية أثرت بشكل كبير على المستهلك الأمريكي وهذا ما انعكس على تراجع ثقته في الاقتصاد الأمريكي التي دامت 6 سنوات منذ اندلاعها¹.

الشكل رقم(3-7): مؤشر ثقة المستهلك



المصدر: <https://tradingeconomics.com/united-states/consumer-confidence>

من خلال الشكل نلاحظ أن ثقة المستهلك الأمريكي في أداء الاقتصاد الأمريكي في ارتفاع مستمر، فبعد تراجعها خلال الأزمة المالية العالمية أصبح المستهلك أكثر ثقة باقتصاد بلاده حيث بلغت ثقته 70 خلال سنة 2012 بسبب تحسين ظروف سوق الأوراق المالية، وقد استمرت ثقة المستهلك بالارتفاع إلى 97 خلال سنة 2018 وذلك بسبب ارتفاع معدلات النمو وزيادة إنفاق المستهلك الأمريكي.

المطلب الثالث: مشكلة الدين الأمريكي

الفرع الأول: التطور التاريخي للدين الأمريكي

يرجع تاريخ الدين الأمريكي إلى عام 1917 أي قبل الحرب العالمية الأولى، عندما قامت الحكومة الفدرالية بوضع قانون للحد أو السقف لقيمة السندات التي قامت بإصدارها لتمويل الولايات المتحدة للدخول في الحرب العالمية الأولى، إضافة إلى اتفاقية بريتن وودز عام 1944 حين أعطت للولايات المتحدة الأفضلية في اعتماد عملتها الدولار كعملة تسوية دولية مقابل الإلتزام بتحويل الدولار إلى ما يقابله ذهباً بنسبة ثابتة،

¹ أمينة فنور، منال رهيوي، مرجع سبق ذكره، ص 77.

وذلك كونها تمتلك أكبر اقتصاد مزدهر وموارد هائلة تتيح لها الوفاء بالتزاماتها الدولية، ذلك أن إلتزام الولايات المتحدة تحويل دولاراتها ذهباً لا يكفي، لأن المنطق الاقتصادي والسياسي سيفرض عليها لاحقاً حالات إغراء لتحقيق منافع اقتصادية ضيقة على حساب مصالح الدول الأخرى عن طريق التوسع في طبع وإصدار الدولار دون الإكترث بتوفير الإحتياط من الذهب اللازم لمواجهة طلبات الدول الأخرى في تحويل ما تملكه من دولارات إلى ما يقابلها من ذهب مادامت عملتها معتمدة كعملة ارتكاز للنظام النقدي الدولي¹، ففي أعقاب الحرب العالمية الثانية 1946 زادت نسبة الدين الأمريكي لتصل إلى 121.7% لكنها إستطاعت التعامل مع هذا الدين وقامت بتخفيضه تدريجياً حتى وصل إلى 32.5% في نهاية عام 1982، ثم بدأ في التصاعد مع دخول أمريكا في صراعات خارجية مع عدة جبهات وتعاضم الإنفاق العسكري².

الجدول رقم (3-2): تطور الدين الأمريكي خلال الفترة 1990-2009

(تربليون دولار)

السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
المبلغ	3.23	3.66	4.06	4.41	4.69	4.94	5.22	5.41	5.52	5.65
السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
المبلغ	5.67	5.80	6.22	6.78	7.37	7.93	8.50	9.01	10.02	11.90

المصدر: <https://www.treasurydirect.gov/goft/reports/pd/histdebt/histdebt.htm> visité le 15/05/2019 13 :20

الفرع الثاني: مؤشرات الدين الخارجي³

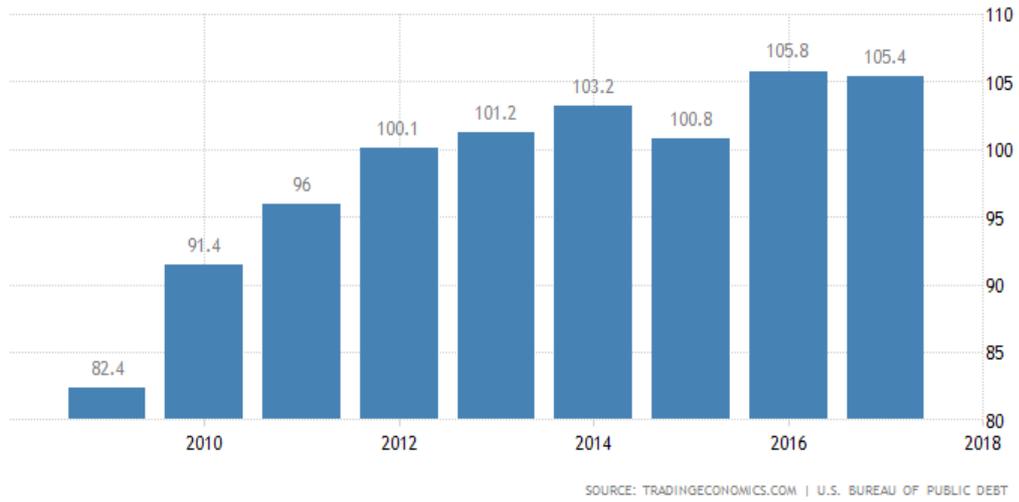
أولاً: الدين العام والنتاج المحلي الإجمالي: إن العلاقة بين الدين العام والنتاج المحلي الإجمالي علاقة عضوية، حيث أنه يتم تمويل إنتاج هذا الناتج من مصادر ذاتية للوحدات المساهمة فيه ومصادر خارجية من وحدات أخرى، وأن القطاعات الاقتصادية ومنها القطاع الحكومي يساهم في إنتاج هذا الناتج، وما يدفع من فوائد وأعباء سداداً للديون يمثل أحد بنود تكاليف الإنتاج عن قروض سابقة ربما لم تساهم في هذا الناتج، وتكون هذه النسبة في حدود الأمان إذا لم تتجاوز 60 أما إذا زادت عن ذلك فإن الأمر يمثل مشكلة فإذا تزايدت كثيراً فإننا نكون قد وصلنا إلى مرحلة الأزمة الخطرة.

¹ جليل شبعان ضمّد البيضاني، سقف الدين الأمريكي والنظام النقدي الدولي، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 30، المجلد 8، نيسان 2013، ص 7-8.

² أمينة فنور، منال رهويي، مرجع سبق ذكره، ص 47.

³ رواق خالد، أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013/2012، ص 57-58.

الشكل رقم (3-8): الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الاجمالي خلال الفترة 2010-2018



المصدر: <https://tradingeconomics.com/united-states/government-debit-to-gdp>

ثانياً: مؤشر خدمة الدين إلى الصادرات: يعتبر مؤشر استدامة لأنه يقيس نسبة الصادرات التي تحول إلى خدمة المديونية وكذلك مدى هشاشة خدمة الدين لانخفاض غير متوقع في الصادرات، كما يعكس أهمية الديون القصيرة في خدمة المديونية، إن المستوى المستدام لهذا المؤشر يتحدد بمستوى أسعار الفائدة وكذلك بنية آجال المديونية، حيث أن ارتفاع نسبة الدين القصير ترفع من هشاشة خدمة الدين.

ثالثاً: الدين العام وعجز الموازنة: ويستدل على مدى قدرة المال العام لمواجهة مشكلة ومخاطر تزايد الديون، ومنه يمكن التعرف على مدى قدرة المالية العامة على مواجهة مشكلة الديون في المستقبل أم لا؟ بمعنى تحمل أعباء الموجود منها وتقليل الاعتماد على الديون في المستقبل ويتم التعرف على ذلك بعدة مؤشرات من أهمها ما يلي:

أ. مدى تناسب معدل النمو في كل من الإيرادات العامة والنفقات العامة، حيث يكون الوضع سليماً إذا تساوى المعدل في كل منهما أو زاد معدل نمو الإيرادات على معدل نمو النفقات.

ب. مدى تناسب سعر الفائدة على الدين العام مع معدل نمو الدين العام، حيث يدل زيادة سعر الفائدة أو تساويها لمعدل نمو الدين العام على الرشد في إدارة الدين العام، أما لو قل سعر الفائدة عن معدل النمو في الدين العام فإن الأمر ينذر بالخطر.

رابعاً: مؤشر الإحتياطي إلى الديون القصيرة: مؤشر سيولة معرف على أساس الإحتياطي من العملات الأجنبية التي تحت تصرف السلطات النقدية إلى مخزون الديون قصيرة الأجل.

الفرع الثالث: أسباب ارتفاع الدين الأمريكي

يمكننا تقسيم أسباب زيادة المديونية الأمريكية إلى أسباب سياسية بالدرجة الأولى وأسباب اقتصادية وأسباب مالية:

أولاً: الأسباب السياسية: يرجع السبب الرئيسي لارتفاع الدين الأمريكي إلى الصراع المتفاقم بين الحزبين الجمهوري والديمقراطي ومحاولة كل منهما الضغط على الآخر من أجل التحضير للانتخابات خلال عام 2012، بالإضافة إلى الحروب التي خاضتها الولايات المتحدة وإنفاقها الكبير للأموال على التجهيزات العسكرية والجيوش قد كلفها مبالغ طائلة ساهمت في مضاعفة العجز في ميزانيتها¹.

ثانياً: الأسباب الاقتصادية والمالية: تتمثل في تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الأمريكي، والعجز الذي أصاب الميزانية الأمريكية بسببها وما تكبدته الإدارة الأمريكية من خسائر لتجاوز آثار الأزمة بدءاً بضخ كميات هائلة من الأموال لإنعاش الاقتصاد.

هذا بالإضافة إلى الأسباب الاقتصادية التالية²:

- نمو النفقات العامة في الموازنة بمعدلات مرتفعة ومتسارعة نسبة إلى الإيرادات العامة الممولة بشكل رئيسي من الضرائب، وهو ما أدى إلى عجز كبير في الموازنة العامة وكنتيجة منطقية لنمو عجز الموازنة العامة هي نمو المديونية العامة أو الديون السيادية، وغالباً ما يتبادلان التأثير بالاتجاه نفسه، بل يمكن القول أن نمو المديونية غالباً ما يكون بنسبة تفوق نمو عجز الموازنة لأسباب تتعلق بعبء الدين العام.

- أما على مستوى المتغيرات الكلية فإنه يمكن القول أن معدلات الإستهلاك والإنفاق المحلي في الاقتصاد الأمريكي يتجاوز كثيراً قدراته الإنتاجية والمالية المتاحة .

الفرع الرابع: الآثار الاقتصادية لنمو الدين العام الأمريكي

يمكن القول منذ البداية أن تراكم الدين العام الأمريكي ورفع سقفه باستمرار يمثل مصلحة أمريكية خالصة بغض النظر عن التجاذبات الحزبية والمناقشات والمجادلات بما فيها الأكاديمية ومراكز البحوث التي تغرق المستمع والقارئ بتفاصيل فرعية بعيداً عن أصل المشكلة، ولكنه من الناحية الثانية يمثل ضرراً بالغاً

¹ أمينة فنور، منال رهيوي، مرجع سبق ذكره، ص 49.

² المرجع نفسه، ص 49.

للاقتصاد الدولي ومصالح الدول الأخرى، وسنحاول فيما يلي الإشارة إلى بعض الآثار المترتبة على نمو الدين الأمريكي على مستوى الاقتصاد الأمريكي وعلى مستوى الاقتصاد العالمي كالتالي¹:
أولاً: وصول الإقتصاد الأمريكي إلى مستويات خطيرة من المديونية وبالتالي تعرضه إلى ضغوط محلية ودولية لمعالجة هذه المشكلة عن طريق الحد من عجز الموازنة بالتخفيض الجوهري للإنفاق العام وزيادة الضرائب على الدخل الربعية والأرباح.

ثانياً: تنامي عجز الموازنة الذي تجاوز 10% من الناتج المحلي الإجمالي وكذلك تنامي الدين العام الذي تجاوز 100% من الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي أدى إلى قيام مؤسسات التصنيف الائتماني الدولية إلى تخفيض تصنيفها الائتماني، وهو الأمر الذي يعني رفع أسعار الفائدة على السندات الأمريكية وبالتالي رفع كلفة ديونها التي ستكون على حساب إنفاقها العام وحزم إنقاذها لإنعاش اقتصادها، وإن ذلك يؤدي إلى وقوع المالية العامة الأمريكية فيما يسمى "الحلقة المفرغة للدين" التي تعني أن الزيادات المترتبة على خدمة الدين تؤدي إلى زيادة الإنفاق العام ثم زيادة عجز الموازنة وهو الأمر الذي يتطلب المزيد من الدين العام وهكذا.

ثالثاً: تباطؤ نشاط الاقتصاد العالمي مما أثر في جميع دول العالم، وتعد الدول الدائنة للولايات المتحدة هي الأكثر تأثراً وعلى رأسها الصين واليابان ودول مجلس التعاون الخليجي².

رابعاً: التشكيك في الجدارة والملاءة المالية للولايات المتحدة وقدرتها على تسديد التزاماتها المالية لحاملي سنداتها سوف يؤدي إلى حدوث اضطراب بالأسواق المالية المحلية والأسواق المالية العالمية لتربطهما الشديد³.

خامساً: إن إصدار المزيد من السندات الأمريكية التي تباع عن طريق طبع المزيد من الدولارات عن طريق سحب جزء من الدولارات في الخارج في أكبر عملية تدوير تمثل أضخم عملية سطو ونصب في التاريخ لديمومة تمويل الدين الأمريكي الذي كما يبدو ليس له سقف، أدى إلى انهيار قيمة الدولار الذي فقد ما يقارب نصف قيمته عام 2000 وهو الأمر الذي يعني خسارة الحقوق والقيم الاقتصادية والثروات والاحتياجات المقومة بالدولار التي تملكها الدول بالنسبة نفسها⁴.

¹ جليل شيعان ضمّد البيضاني، مرجع سبق ذكره، ص 14-15.

² أمينة فنور، منال رهويي، مرجع سبق ذكره، ص 51.

³ جليل شيعان ضمّد البيضاني، مرجع سبق ذكره، ص 16.

⁴ المرجع نفسه، ص 16

المبحث الثالث: الابتكارات المالية ودورها في أزمة الرهن العقاري

الأزمات الاقتصادية هي أحد السمات الأساسية للنظام الرأسمالي، وقد فسر كثير من الاقتصاديين دوافع هذه الأزمات ومبرراتها الأساسية، واقترحوا أسباب مختلفة تتراوح بين الحرية الاقتصادية وترابط الأسواق المالية وغيرها....

المطلب الأول: أزمة الرهن العقاري 2008

الفرع الأول: تعريف أزمة الرهن العقاري

يمكن تعريف أزمة الرهن العقاري بأنها مليارات الديون الهالكة في ذمة مواطنين استدانوا قروضا من البنوك ولم يستطيعوا تسديدها وخصوصا القروض المخصصة لشراء المساكن، وذلك بسبب الانخفاض الحاد في قيمة الرهن العقاري بحيث وصل الحد بالمواطنين إلى تسديد قروض لمساكن لم تعد تساوي نصف قيمة الشراء الأصلية، ومن هنا أصبح النظام المصرفي على حافة الانهيار لافتقاده للسيولة مما تسبب في ارتفاع حالات الإفلاس والمصادرات العقارية وتراجع المبيعات بشكل لم يسبق له مثيل¹.

الفرع الثاني: هيكل سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة²

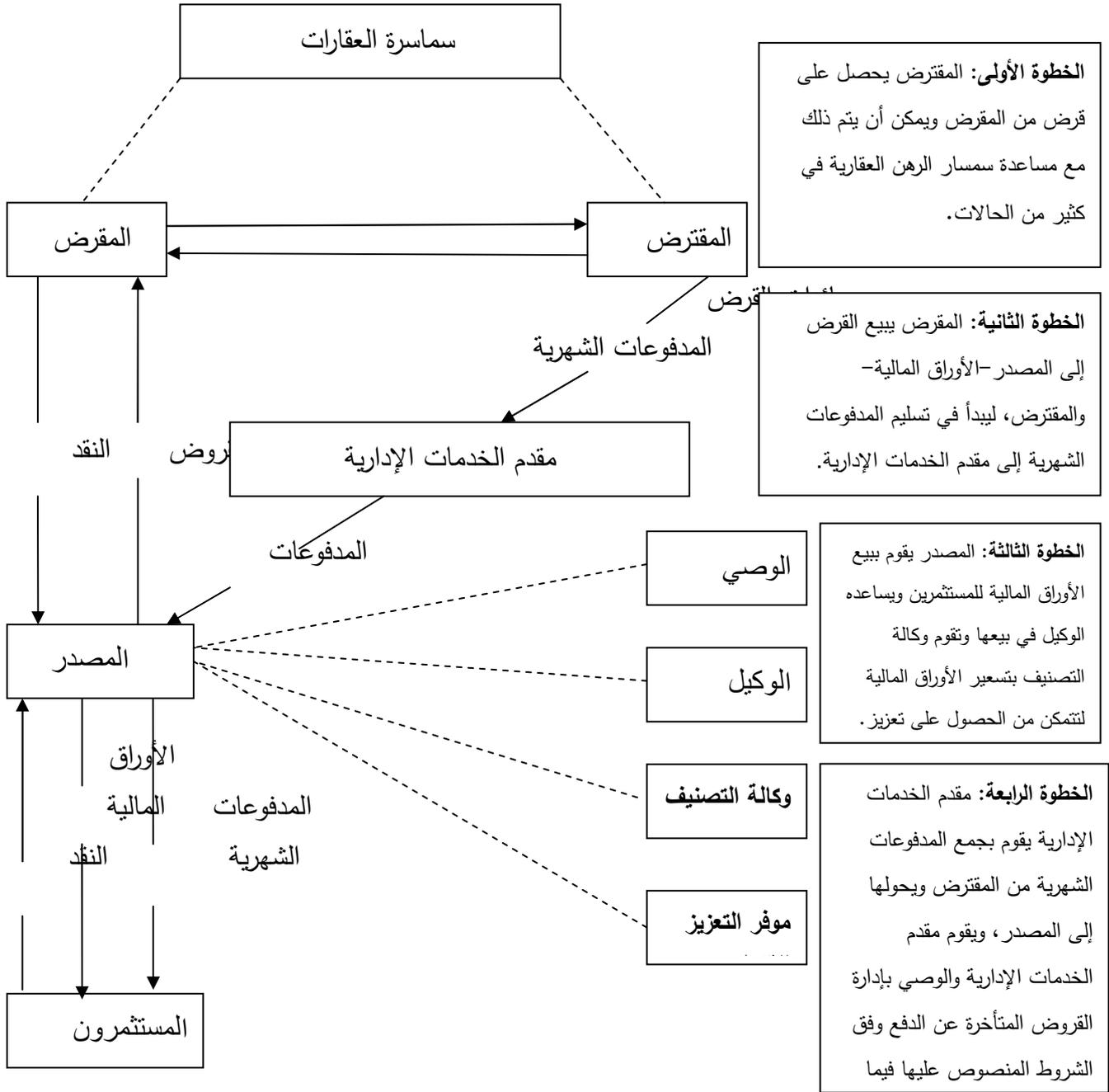
يتكون هيكل السوق الرئيسي والثانوي للرهن العقاري الأمريكية من مجموعة من الأجزاء بحيث يشكل كل جزء أو طرف فيه مرحلة أو خطوة من خطوات إتمام عملية التوريق، حيث يقوم هذا النظام على ضمان كل طرف القيام بخدمة محددة يكون هدفها الأخير تسهيل عملية التداول.

¹ قومية دوفي، الأزمة المالية العالمية وتغير المواقف حول دور الدولة - تقديم الاقتصاد الإسلامي أنموذجاً - أبحاث إقتصادية وإدارية

العدد التاسع عشر، جامعة محمد خيضر، بسكرة، جوان 2016، ص 115.

² دبار حمزة، مرجع سبق ذكره، ص ص 26-28.

الشكل رقم (3-9): هيكل سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة



المصدر: دبار حمزة، المرجع نفسه، ص: 27.

يتضح من خلال الشكل أن سوق الرهن العقاري يتكون من الأطراف التالية:

- **المصدر:** هو كيان خاص غرضه إبعاد الإفلاس وذلك بقيامه بتسهيل عمليات التوريق وإصدار الأوراق المالية للمستثمرين.

- **المقرض:** هو كيان (صناديق القروض، بنوك...) الذي يقوم في نهاية المطاف ببيع القروض إلى المؤسسات المصدرة لإدراجها في عمليات التوريق أو يقوم بالتعاقد مع سمسار الرهن العقاري.

-**سماسرة الرهن العقاري:** هو الذي يقوم بدور الوسيط بين المقرض والمقترض، مقابل مبلغ أتعابه الذي يحدد رسوم القرض النهائي.

-**مقدم الخدمات:** هو الذي يتولى جمع أقصى حد من مدفوعات المقترضين ويقدمها للمصدرين الذين بدورهم يوزعونها على المستثمرين، كما يعتبر مقدم الخدمة مسؤولاً عن المدفوعات المتأخرة ويتقاضى عمولته على أساس قيمة القروض.

-**المستثمرون:** هم الذين يشترون مختلف الأوراق المالية التي تم توريقها، إذ يقومون بتوفير التمويل للقروض ويتحملون نسبة من لمخاطر الائتمان تم تحديدها في شروط الشراء.

-**وكالات التصنيف:** هي التي تقوم بتقسيم مختلف الأوراق المالية التي تعود للمصدر، وذلك على أساس شروط الأداء والأخطار اللاحقة والتي يمكن أن تغير من هيكل الأوراق المالية.

-**الوصي:** هو الذي يمثل المستثمرين في عمليات التوريق وذلك من حيث مطابقة خدمات مقدم الخدمة في وثائق عملية التوريق.

-**وثائق التوريق:** توضح هذه الوثائق كيفية القيام بالتوريق، ومن بين تلك الوثائق وثيقة اتفاقية التجميع والخدمة، وهو العقد الذي يوضح كيفية دمج القروض في عمليات التوريق وإدارة القروض والضمانات ومختلف الخدمات.

-**الوكيل:** هو الذي يدير إصدار الأوراق المالية للمستثمرين.

-**موفر التعزيز الائتماني:** قد تشمل معاملات التوريق على تعزيز الائتمان (بهدف خفض المخاطر الائتمانية) المقدمة من قبل طرف ثالث مستقل في شكل خطابات اعتماد أو ضمانات.

الفرع الثالث: أسباب أزمة الرهن العقاري

تعد الأزمة المالية 2008 من أعنف الأزمات الاقتصادية العالمية بعد أزمة الكساد الأعظم، وتأتي خطورة هذه الأزمة كونها انطلقت من الاقتصاد الأمريكي الذي يشكل نموه محركاً لنمو الاقتصاد العالمي، حيث نشأت الأزمة المالية لسنة 2008 عن مشكلة الرهن العقاري في الولايات المتحدة والتي تسببت فيها القروض العقارية الرديئة¹.

يوجد خلاف وجدل متواصل حول الأسباب المباشرة لأزمة الرهن العقاري ومن بين الأسباب نذكر:

¹ خير الدين محمود بوزرب، أبو بكر الشريف خوالد، التوريق المصرفي ودوره في حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد الواحد والخمسون، العراق، 2017، ص: 268.

أولاً: التوسع في التعامل بالمشتقات المالية¹

لعل الكثير من المشتقات المالية أسهمت في تشكيل فقاعة سندات الرهن العقاري وانتشار الأزمة المالية خارج حدود السيطرة، إلا أن أبرز هذه المشتقات وأكثرها هي أدوات تبادل القروض غير القابلة للسداد والتي تعرف بالأصول المالية السامة، وقد اخترعت هذه الأدوات في عام 1997 وقد نمت وانتشرت وتم تداولها عالمياً في النظام المالي بشكل خيالي يعد الأسرع مقارنة بالمشتقات المالية الأخرى، من قرابة 900 مليار دولار عام 2000 إلى قرابة 55 تريليون دولار عام 2008 وذلك وفقاً لتقديرات لجنة الأصول المالية والتبادل الأمريكية، وذلك بعدما استبعدها الكونجرس الأمريكي من قوانين المقامرة في عام 2000.

تتسم هذه الأدوات بأنها غي منظمة بشكل كامل ويتم التعاقد على كثير منها من خلال الهاتف وبدون طلب لمستندات تثبت ملاءة المدينين أو تاريخهم الإئتماني أو حتى مصادر دخلهم.

وبالتالي فإن عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد ما هي إلا عقود مقامرة وليست عقود تأمين، كما أن تطور حجم هذه العقود ووصولها إلى أرقام خيالية يعني بالتأكيد أن مجموع قيمها أصبحت أكبر بكثير من مجموع قيم ديون السندات المرتبطة بها، على سبيل المثال قدرت الديون المستحقة على مصرف ليمان براذرز عند إشهار إفلاسه بتاريخ 14 أيلول 2008 بمبلغ 155 مليار دولار في الوقت الذي بلغت فيه عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد المتعلقة بهذه الديون 400 مليار دولار، ذلك أن الكثيرين ممن اشتروا هذه الأصول لم يكونوا دائنين بتلك الديون وإنما اشتروها بغرض المقامرة.

ثانياً: صعوبة فهم الأدوات المالية

تم ابتكار وتطوير أدوات مالية كثيرة (المشتقات المالية الحديثة) تتميز بربحية عالية ساعدت على انتشارها بسرعة كبيرة واستحواذها على جزء كبير من بنية النظام المالي، إلا أن هذه الأدوات أسهمت إسهاماً كبيراً في الإنهيار شبه الكامل لنظام الإقراض العقاري في الولايات المتحدة وفي كثير من دول العالم². و يعد التعقيد وصعوبة الفهم أحد أهم مميزات الأدوات المالية التي تم ابتكارها وتداولها، وقد أدى إلى عدة نتائج سلبية منها³:

أ. عدم قدرة المستثمرين على إعطاء تقييم دقيق عن مدى كفاءة أدواتهم المالية .

¹ نبال محمود قصبه، تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة الأسباب والتداعيات، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة دمشق، 2011، ص: 550.

² نبال محمود قصبه، مرجع سبق ذكره، ص: 555.

³ المرجع نفسه، ص: 552.

ب. حيرة المنظمين وعدم قدرتهم على ضبط هذه الأدوات ومراقبتها.

ج. غموض المخاطر المرتبطة بهذه الأدوات.

ثالثا: الإفراط في عمليات توريق الديون وبيعها

عملت المؤسسات المالية على جدولة الديون بطرق مباشرة أو غير مباشرة عن طريق عمليات التوريق، وذلك من خلال تحويل هذه الديون إلى أوراق مالية تستخدم مرة أخرى كأداة مصرفية تؤمن السيولة، وقد ساعدت الزيادة الكبيرة في حجم القروض والديون على ارتفاع حجم عمليات التوريق¹.

وقد استخدمت أعداد متزايدة من المؤسسات المالية التوريق لنقل المخاطر الائتمانية للأصول التي تصدرها من ميزانيتها إلى ميزانية مؤسسات مالية أخرى، مثل البنوك وشركات التأمين وصناديق التغطية، وهي تقوم بذلك لأسباب متنوعة ذلك أن جمع الأموال عن طريق التوريق أقل تكلفة عادة ومن ثم كانت الأصول المورقة أقل كلفة على البنوك نظرا لاختلاف المعايير الخاصة بها لدى المسؤولين عن التنظيم المالي عن المعايير التي تطبق على الأصول الكامنة وراءها².

رابعا: ضعف الرقابة على المؤسسات المالية

بالرغم من الرقابة الصارمة التي تمارسها البنوك المركزية على البنوك التجارية إلا أنه قد ينخفض أو يمنع كليا تطبيقها على المؤسسات المالية الأخرى، كبنوك الإستثمار وسماسرة الرهون العقارية أو الرقابة على المبتكرات المالية الجديدة كالمشتقات أو الرقابة على الهيئات التي تصدر جدارة الإئتمان وهذا يؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على التعامل بالأوراق المالية مما أدى إلى فقدان الثقة في النظام المالي³.

خامسا: العولمة المالية⁴

في ظل العولمة عرف القطاع المالي توسعا وتقدما هائلا على المستوى العالمي في أواخر القرن العشرين، حيث تضخمت المعاملات المالية الناتجة عن التعامل في الأصول المالية دون أن يكون لها أثر على الإقتصاد الحقيقي من زيادة في الإنتاج أو دعمه والذي نتج عنه انفصال القطاع المالي عن القطاع الحقيقي.

¹ نبال محمود قصبه، مرجع سبق ذكره، ص: 557.

² ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص: 12.

³ قرمية دوفي، مرجع سبق ذكره، ص: 116.

⁴ ليلي عشوب، الأزمة المالية العالمية وإمكانية حلها من خلال البنوك اللاربوية، رسالة ماجستير في التحليل والإستشراف الإقتصادي،

جامعة تبسة، 2010/2011، ص: 21.

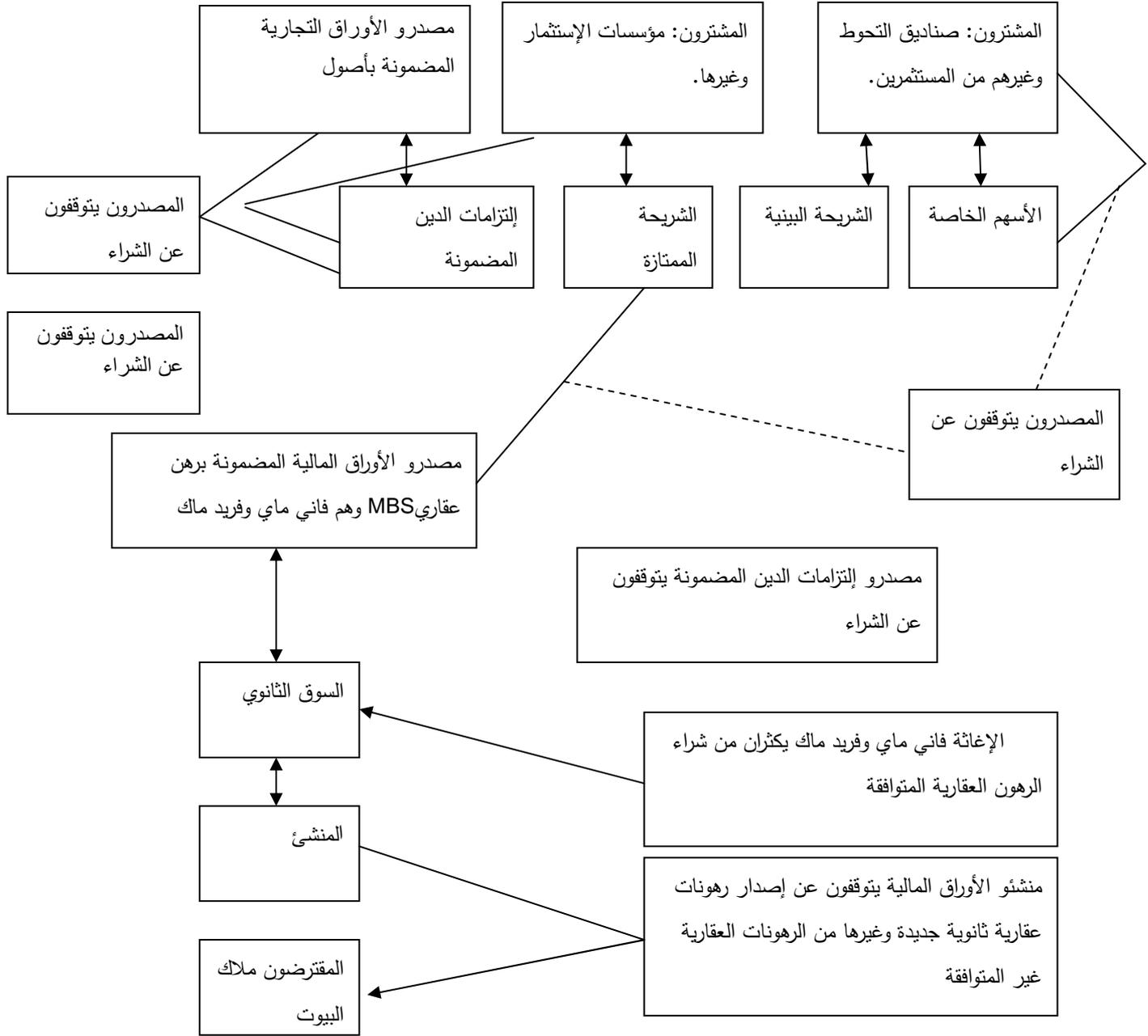
كما تتسبب العولمة في حدوث اضطراب في الإستقرار المالي وذلك من خلال الأدوات المالية الجديدة التي تعرف بالمشتقات المالية التي تعتبر من أدوات المضاربة، إضافة إلى تسببها في وقوع أزمات مالية عادة على مستوى القطاع المصرفي ويعتبر هذا من أبرز الآثار السلبية للعولمة المالية.

الفرع الرابع: آلية تكون أزمة الرهن العقاري¹

- انفجرت الأزمة في أوت 2007 قبل نحو عام من انهيار بنك الإستثمار العقاري ليمان براذرز.
- تم خلالها تسهيل الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية MBS ، وفي نفس الوقت سعى ذوو الإستدانة العالية مثل صناديق التحوط التي تصحح مراكزهم الخاسرة، في ظل غياب مؤشرات لتيار الأداء والشفافية في الأسواق بالإضافة إلى الخسائر الكبيرة.
- توقفت صناديق التحوط ومؤسسات الإستثمار ومصدرو الأوراق التجارية المضمونة بأصول وغيرها عن التعامل، إذ لم يعد هناك سوق لـ CDO.
- توقف مصدر MBS وأهمهم فاني ماي و فريد ماك عن شراء القروض العقارية الرديئة من السوق الثانوية، مع زيادة التشدد في معايير الرهن العقاري الثانوية.
- وفي ظل غياب المستثمرين عن السوق الثانوية لم يتمكن منشئو الرهن العقاري الثانوية من بيع القروض التي أبرموها، وبما أن عدد كبير منهم مؤسسات قوى أموال هزيلة عجز المنشئون عن تحمل رصيد الرهونات العقارية التي أصدروها كما توقفوا عن منح قروض جديدة وخاصة القروض الثانوية.
- لم يتمكن مشترى المنازل المرتقبون من الحصول على تحويل أو إعادة تحويل بسبب السيولة.
- وبالنسبة لملاك المنازل ذوي الجدارة الائتمانية الضعيفة (الأغلبية) قد توقفوا على سداد أقساط منازلهم بسبب ارتفاع معدلات الفائدة خلال 2006-2007 مما أدى إلى تعثر دفعات المستثمرين من أوراق MBS و CDO وغيرها من الأدوات المالية العقارية.

¹ دبار حمزة، مرجع سبق ذكره، ص: 30.

الشكل رقم (3-10): آلية تكون أزمة الرهن العقاري



المصدر: دبار حمزة، مرجع سبق ذكره، ص: 29.

الفرع الخامس: تطورات أزمة الرهن العقاري

ما إن انفجرت فقاعة الانترنت في عام 2000 حتى ظهرت فقاعة أخرى ترتبط بالقطاع العقاري، ومنذ ذلك الوقت أخذت قيم العقارات وبالتالي أسهم الشركات العقارية المسجلة في البورصة بالارتفاع بصورة

مستمرة في جميع أنحاء العالم خاصة في الولايات المتحدة، حتى بات شراء العقار أفضل أنواع الإستثمار في حين أن الأنشطة الأخرى بما فيها التكنولوجيا الحديثة معرضة للخسارة.

وأقبل الأمريكيون أفرادا وشركات على شراء العقارات بهدف السكن أو الإستثمار طويل الأجل أو المضاربة، واتسعت التسهيلات العقارية إلى درجة أن المصارف منحت قروضا حتى للأفراد غي القادرين على سداد ديونهم بسبب دخولهم الضعيفة.

ولكن البنوك لم تكثف بالتوسع في هذه القروض الأقل جودة بل استخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل وبالتالي التوسع في الإقراض.

ومع ارتفاع أسعار الفائدة الأساسية فجأة من 1 في المائة عام 2004 إلى 5 في المائة في عام 2007 بسبب القرار الذي اتخذته البنك الإحتياطي الفدرالي في الولايات المتحدة (FED) بسبب ارتفاع قيمة الدولار، عجز المقترضون عن دفع الأقساط المستحقة لديهم فقامت البنوك بمصادرة وحداتهم السكنية وعرضتها للبيع، لكن لم يقبل الناس على شرائها فانخفضت أسعارها إلى أقل من سعر الكلفة وتهافت المودعون على المصارف لاسترجاع ودائعهم فعجزت هذه المصارف عن تلبيةها وأعلنت إفلاسها.

وامتدت الأزمة إلى الأسواق المالية إذ أن المصارف كانت قد أصدرت أسهما بضمانة هذه الوحدات السكنية وقامت بترويجها في الأسواق المالية، وأمام انتشار أنباء الأزمات التي بدأت تواجه البنوك انخفضت أسعار أسهمها، وشملت هذه الأزمة أيضا شركات التأمين التي أمنت على هذه الأسهم وتعدى الأمر إلى انهيار بعض البنوك مثل ليمان براذرز والذي يعد رابع اكبر بنك استثماري في الولايات المتحدة والذي يبلغ من العمر 15 عاما.

المطلب الثاني: المشتقات المالية وعلاقتها بأزمة الرهن العقاري

ساهمت المشتقات المالية بشكل أساسي في تفاقم أزمة الرهن العقاري، ولقد سماها المختصين الماليين بـ "أسلحة الدمار المالي الشامل، فهي لا تتضمن المتاجرة بأصول حقيقية وإنما هي عقود متعلقة بتحقيق شروط أو أحداث في المستقبل، وساهمت عقود المشتقات التي تطور التعامل بها بشكل ملفت في نشوء هذه الأزمة حيث بلغت قيمتها أكثر من 500 تريليون دولار حول العالم.

الفرع الأول: التوسع في التعامل في المشتقات المالية

من أهم أسباب أزمة الرهن العقاري هو نمو الاقتصاد الافتراضي أو ما يطلق عليه الاقتصاد الوهمي المتمثل في المشتقات المالية، على حساب الاقتصاد الحقيقي، فالاقتصاد الافتراضي وصل إلى ما يتراوح بين 12 ضعفا و 15 ضعفا للاقتصاد الحقيقي العالمي السلعي والخدمي، وقد أصبح الاقتصاد الافتراضي يمثل كيانا عملاقا لا يقل عن 600 تريليون دولار في مواجهة اقتصاد حقيقي لا يتعدى 48 تريليون دولار، وقد زاد الوضع سوءا بعد سماح هيئة الأوراق المالية الأمريكية لمصارف الاستثمار بزيادة نسبة الدين إلى رأس المال من 12 ضعفا إلى أكثر من 30 ضعفا¹.

ومنذ عام 1973 أصبحت إدارة الخطر المالي أداة أساسية لتأمين بقاء المنشآت التجارية والصناعية والمصرفية، وفي عام 1993 تبين أن 82% من المنشآت غير المالية في القطاع الخاص تستخدم المشتقات للتحوط من المخاطر التي تواجهها، وأن 84% من المؤسسات المالية تستخدم المشتقات الناشئة من التمويل الجديد².

ويرجع النمو الكبير الذي عرفته هذه الأسواق والذي جعلها تحتل مركز الصدارة بين الأسواق المالية إلى: تنامي حجم ونوعية الأخطار المغطاة، استفحال ظاهرة المضاربة، بالإضافة إلى أن منتجاتها المالية تتطوي على قيمة مضافة عالية بالمقارنة مع الأصول المالية التقليدية³.

لكن في نفس الوقت هذه المنتجات تعتبر أكثر خطورة وذلك راجع لعدة أسباب منها: سوء تقدير الأخطار المرتبطة بها، التجاوزات القانونية، تعقد المنتجات المشتقة والاستعمال المفرط للنماذج الرياضية والإحصائية المعقدة، كل هذا جعل من هذه المنتجات وسيلة تعطي لمستعملها انطباع بأنه يتحكم في الأخطار، في حين أن كل الدراسات توصلت إلى استحالة التحكم باستمرار في كافة العوامل التي تؤثر على النموذج المستعمل وبالتالي عدم إمكانية التحكم في الأخطار في كل الأحوال⁴.

الفرع الثاني: ارتباط المشتقات المالية بالأزمة

لقد كان للمشتقات دور أساسي في أزمة الرهن العقاري وقد اتسعت دائرة المتاجرة فيها وبلغ حجمها أضعاف حجم التداول السلعي المتاح في العالم.

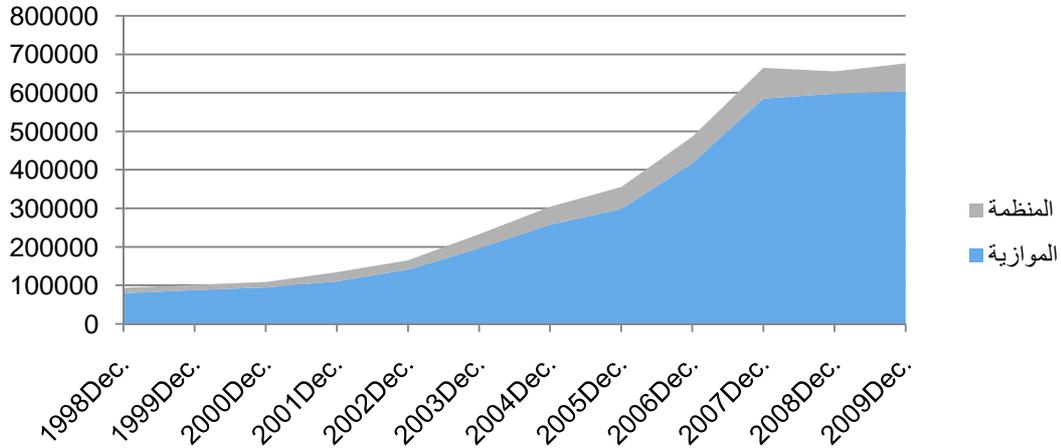
¹ بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 131

² المرجع نفسه، ص 131.

³ سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 151.

⁴ المرجع نفسه، 151.

الشكل رقم (3-11): التطور في حجم التعامل في المشتقات إلى 2009 (بعد الأزمة)



المصدر: بالاعتماد على بنك التسويات الدولية 20: 17 29/05/2019 www.bis.org visité le

الجدول رقم (3-3): قيمة العقود في أسواق المشتقات المنظمة والموازية نهاية عام 2010

المجموع	موازية				منظمة		السوق
	أخرى	خيارات	آجلة	مقايضات	خيارات	مستقبليات	نوع العقد
11.777 (18%)		4.506 (0.7%)	1.754 (0.3%)		4.597 (0.7%)	920 (0.1%)	الأسهم
521.388 (78.9%)		48.081 (7.3%)	56.242 (8.5%)	347.508 (52.6%)	47.925 (7.3%)	21.631 (3.3%)	أسعار الفائدة
30.261 (4.6%)				30.261 (4.6%)			الائتمان
53.503 (8.1%)		11.153 (1.7%)	25.625 (3.9%)	16.347 (2.5%)	190 (0.0%)	188 (0.0%)	العملات
5.286 (0.8%)	2.852 (0.4%)	883 (0.1%)	1.551 (0.2%)				السلع
38.327 (5.8%)	38.327 (5.8%)						أخرى
660.540 (100.0%)	41.178 (6.2%)	64.623 (9.8%)	85.172 (12.9%)	394.116 (59.7%)	522.713 (8.0%)	22.738 (3.4%)	المجموع
660.540 (100.0%)				585.089 (88.6%)		75.451 (11.4%)	الاجمالي

<https://members.imamu.edu.sa> visité le :10/06/2019

المصدر: بالاعتماد على:

ملاحظات على نمو وهيكل سوق المشتقات:

-تضاعف حجم السوق بمقدار سبع مرات من 94 تريليون دولار في عام 1998 إلى 660 تريليون دولار في نهاية عام 2009.

-تركز عقود المستقبلات في السوق المنظمة على خلاف عقود المبادلات التي تتم في السوق غير المنظمة، في حين يتم إنشاء الخيارات وبنسبة متقاربة في السوقين.

- أغلب عقود المشتقات تتم في السوق الموازية 88%.

-أغلب عقود المشتقات مبادلات 59%.

-الأصول المبنية عليها معظم عقود المشتقات هي أسعار الفائدة 79 وهي نتيجة طبيعية كون الأصول التي

تبنى عليها غالبية عقود المبادلات هي أسعار الفائدة وتلي أسعار الفائدة العقود على العملات بنسبة 8

-عقود الخيارات في السوق المنظمة هي الغالبة على عقود المستقبلات (70 خيارات في مقابل 30

مستقبلات).

-عقود المبادلات في السوق الموازية هي الغالبة على العقود الأخرى (67 مبادلات في مقابل 33 للعقود

الأخرى).

من خلال الأشكال البيانية نلاحظ أن هناك تطورا مستمرا وكبيرا في سوق المشتقات المالية بصورة عامة، وسوق عقود المفاوضة بالتراضي بصورة خاصة مما يعني 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 والتي تشجع البعض خاصة المؤسسات الكبرى على المبالغة في تحمل المخاطر وتعريض النظام المالي للانهايار دون أن تتمكن السلطات 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 يراعى فيها التقيد الصارم بالتنظيمات والقوانين، والأهم من ذلك أن لهذه الأسواق المنظمة خصوصية تكمن في وجود غرفة مقاصة تسهر على توازن السوق وتقلل من الأخطار.

مما تقدم نستنتج أن كثرة صفقات المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة جعل منها أحد أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث أزمة الرهن العقاري 2008، لأنها بذلك بدلا من أن تكون أداة تحافظ على استقرار الأسواق المالية من خلال توزيعها المخاطر على كافة المتعاملين كلا حسب قدرته على تحملها،

أصبحت أداة تساعد على تركيز المخاطر التي تسببت في إحداث الخطر النظامي الذي أدى إلى انهيار الأسواق المالية بشكل خاص والنظام المالي بشكل عام.

المطلب الثالث: التوريق وعلاقته بالأزمة الرهن العقاري

بالرغم من تعدد أسباب هذه الأزمة، إلا أنه يعتبر سببا رئيسيا في تفجيرها، وهو عامل لا يمكن فصله عن المشتقات المالية، وسنحاول توضيح العلاقة بينهما وبين الأزمة المالية العالمية فيما يلي:

الفرع الأول: آلية التوريق في سوق الرهن العقاري¹

إن اللجنة الأساسية للتوريق وضعتها جيني ماي حينما التزمت بضمان سداد الفوائد والأصل في تاريخ الاستحقاق حتى لو تعرض المقترض لمخاطر التوقف عن السداد، هذا الضمان هو بمثابة نقطة التحول التي مهدت الطريق أمام المهندسين الماليين لوضع الأساس لإمكانية تحويل قروض الرهن العقاري إلى أوراق مالية تتسم بدرجة عالية من السيولة تجعل سوق تداولها نشط، وتبدأ خطوات تلك الفكرة المبتكرة بقيام الجهة المقدمة لتلك القروض ببناء محفظة منها، ثم إصدار سندات في مقابلها بقيمة إسمية صغيرة تجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين مقارنة بالقروض التي تتسم بضخامة قيمة كل منها.

وتتضمن عملية التوريق تجميع رهونات العقارية في وسيلة ذات غرض خاص وهي ببساطة شركة مسجلة عادة في بلد في الخارج لا يفرض الضرائب، ويسمح التوريق للمؤسسات المنشئة للأوراق المالية بالحصول على إيراد من الأتعاب على أنشطتها لضمان التغطية، دون أن تترك نفسها عرضة لمخاطر الائتمان أو السوق أو السيولة لأنها تبيع القروض التي تبرمها، ويمكن للمؤسسات المنشئة للأوراق المالية إذا رغبت أن تعيد شراء مخاطر السوق عن طريق شراء السندات المالية، ويحصل المستثمرون على أصول رهونات عقارية أكثر سيولة وتنوعا، كما تحصل سوق الرهن العقاري ككل على منافذ أكبر إلى رأس المال، وتحصل شركات خدمة الرهن العقاري على أتعاب مجزية وإيرادات من الفوائد، وتكسب فاني ماي وفريدي ماك أتعاب ضمان لإصدارتهما المورقة.

الفرع الثاني: خطوات عملية توريق قروض الرهن العقاري

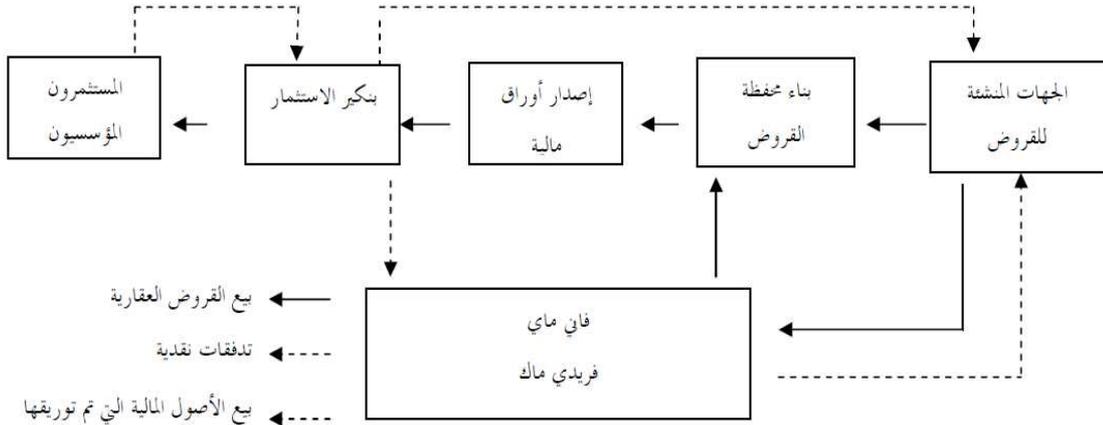
إن هذا الابتكار المالي الجديد يعد من الأسباب التي أدت إلى تفاقم وتدويل الأزمة المالية، ويتمثل هذا الابتكار في تحويل القروض العقارية إلى مجموعة من السندات المرهونة بالعقار، وبيعها لبنوك استثمار ومؤسسات مالية محلية أو أجنبية، حيث وخلال الفترة 2001-2006 تم تحويل من 60% - 80% من

¹ بن علي عبد الغاني، مرجع سبق ذكره، ص: 67-68.

القروض العقارية عالية المخاطر إلى سندات يتم تداولها في الأسواق المالية، وهذا يعني أن بنوك ومؤسسات مالية أخرى ستشارك في تحمل مخاطر هذه القروض التي محت الأشخاص ذوي سجل ائتماني ضعيف أو غير معروف¹.

تتمثل الجهات المنشئة للقروض في شركات الإقراض العقاري والبنوك المملوكة لمودعيها، والبنوك التجارية وما يماثلها، التي عادة ما تقوم ببناء محفظة من تلك القروض، أما بالنسبة للجهات المنشئة التي تمتلك محفظة قروض صغيرة، لا تسمح لها ببناء محفظة يتم توريق محتوياتها، فإنها تبيع تلك القروض لفاني ماي أو لفريدي ماك التي تقوم بدورها ببناء تلك المحافظ، وبمساعدة بنك استثماري يتم إصدار أوراق مالية تباع للمستثمرين المؤسسين مثل صناديق الاستثمار، وشركات التأمين على الحياة وصناديق المعاشات وما يماثلها، كما قد تشتري تلك الأوراق التي يتم توريقها من قبل الجهات المنشئة للقروض العقارية ذاتها وذلك كنوع من الاستثمار، على أساس أن تلك الأوراق تتميز بمستوى سيولة جيد مما يعني سهولة التصرف فيها عندما يقتضي الأمر، ويطلق على الأوراق التي يتم توريقها من محافظ فريدي ماك وفاني ماي بالأوراق المالية المضمونة برهن عقاري².

الشكل رقم (3-12): خطوات عملية توريق قروض الرهن العقاري



المصدر: عبد الغاني بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 70.

من خلال هذا الشكل يتضح لنا بأن 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

¹ ساعد مرابط، الأزمة المالية العالمية 2008: الجذور والتداعيات، بحث مقدم إلى الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية أيام 20-21 أكتوبر 2009، سطيف، ص 10.

² بن علي عبد الغاني، مرجع سبق ذكره، ص 69.

المالية المنشأة على أساسه تساوي 5000 وحدة نقدية، وهي عبارة عن ديون قابلة للزيادة نتيجة لإمكانية اشتقاق وإصدار أوراق مالية أخرى أكثر تعقيدا وأكثر خطورة.

الفرع الثالث: الإفراط في عملية توريق الديون وبيعها¹

عملت المؤسسات المالية على جدولة الديون بطرائق مباشرة أو غير مباشرة عن طريق عمليات التوريق، وذلك من خلال تحويل هذه الديون إلى أوراق مالية تستخدم مرة أخرى كأداة مصرفية تؤمن السيولة وقد ساعدت الزيادة الكبيرة في حجم القروض والديون في ارتفاع حجم عمليات التوريق وكانت الزيادة نتيجة لمجموعة من العوامل ولعل أهمها ما يأتي:

أ. تطور الأسواق المالية أسواق السندات منذ سبعينيات القرن الماضي.

ب. أزمة المديونية الخارجية لمعظم الدول النامية في ثمانينيات القرن الماضي وتعثرها عن سداد ديونها في مواعيدها المحددة، ومن ثم تقادم حجم هذه الديون بسبب الفوائد المركبة وغرامات التأخير.

ج. سهولة تحرك الأموال بين البنوك والأسواق المالية على مستوى العالم.

د. تحرير أسعار الصرف.

هـ. الإفراط في حجم الإصدار النقدي وارتفاع مستويات التضخم.

و. ارتفاع أسعار الفائدة بصورة كبيرة وما ترتب عليه من ارتفاع خدمة القروض.

الفرع الرابع: دور التوريق في تأجيج شرارة الأزمة²

بدأت الأزمة المالية منذ عام 2007 وانتشرت وانفجرت في عام 2008 بسبب أن المؤسسات المالية قدمت قروضا ضخمة بلغت حوالي 13 تريليون دولار لشراء العقارات للمتعاملين بها، وكذلك قدمت قروضا على هيئة بطاقات ائتمان، وبعد أن أصبح لديها كميات هائلة من القروض قامت ببيعها لشركات التوريق. ثم قامت شركات التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه القروض، ومن ثم باعت تلك السندات لمستفيدين آخرين بأسعار أكثر من قيمتها الاسمية بسبب الفوائد التي تم احتسابها على أصل القرض، فيدفع المقترض الفوائد لمدة سنتين أو ثلاثة قبل أن يصل إلى أصل المبلغ المقترض.

¹ نبال محمود قصبية، تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنه الأسباب والتداعيات والعلاج، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية-المجلد 28- العدد الأول، 2012، جامعة دمشق، ص 557.

² خير الدين محمود بوزرب، أبو بكر الشريف خوالد، مرجع سبق ذكره، ص 272.

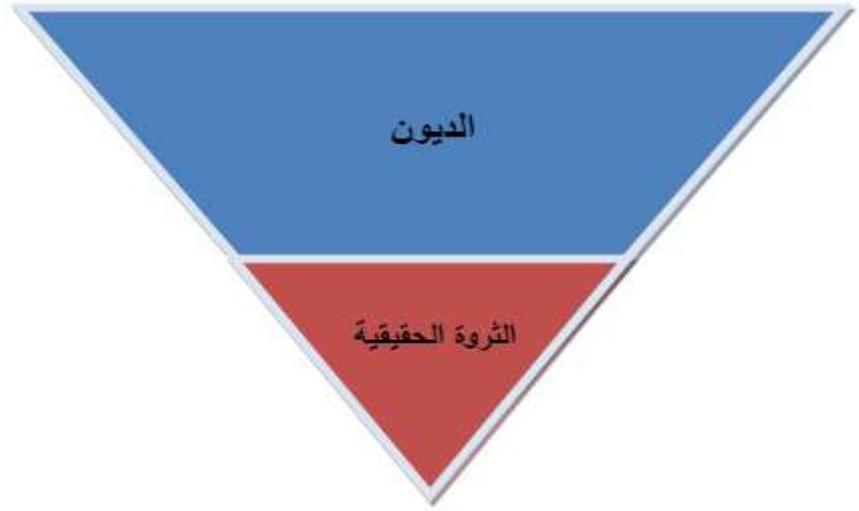
ثم قام أصحاب المنازل برهن عقاراتهم للحصول على قروض أخرى، ثم قامت المؤسسات التي أعطت قروض في هذه المرحلة برهن العقارات رهنا ثانياً، ثم باعت القروض لشركات التوريق، فقامت شركات التوريق ببيع هذه القروض لمؤسسات عالمية ولصناديق سيادية على هيئة سندات عبر المشتقات المالية، فأصبح المنزل الذي تم شراؤه بمليون دولار (قرض) في القرض الأول ب 20 مليون دولار بعد أن بيع دينه مرات عديدة وفي خطة احترازية قامت شركات التمويل العقاري بالتأمين على القروض العقارية.

وعليه فإننا نلاحظ بوضوح اتساع نطاق استخدام هذه التقنية من قبل المصارف والمؤسسات المالية المقرضة، والتي سمحت للعقار الواحد أن يولد طبقات متتابعة من الإقراض، وهذا ما عمق الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، حيث بلغت قيمة الاقتصاد المالي 148 تريليون دولار فيما بلغت قيمة الاقتصاد الحقيقي 48 تريليون دولار.

وما حدث في أزمة الرهن العقاري لسنة 2008 كان خير دليل على مغالاة المؤسسات المالية في منح القروض خاصة العقارية، وتوريقها بأكثر من حاجة الاقتصاد العيني لها في شكل (MBS, CDS, ABS...., RMBS, CDO) 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 الممثلة لها، وهذا راجع للاستخدام المفرط لتقنية التوريق وارتباط هذه الأخيرة بالمشتقات المالية التي تقوم أساساً على تعاملات وهمية أو افتراضية، وبه انقطعت الصلة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ونشأ الاقتصاد الوهمي الذي لا يتعامل في الأصول العينية، وقد تم التعبير على هذا الانفصال من خلال ما يعرف بالهرم المقلوب¹.

¹ سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 152.

الشكل رقم (3-13): الهرم المقلوب



المصدر: عن الموقع : www.shebacss.com/docs/economy.pdf visité le 5/05/2019 12 :20

المطلب الرابع: تداعيات أزمة الرهن العقاري

إن الأزمة التي ضربت الولايات المتحدة الأمريكية امتد تأثيرها إلى مختلف أنحاء العالم، مست جميع الاقتصاديات دون استثناء، فقد كشفت عدة دراسات اقتصادية عن الآثار السلبية الواسعة التي خلفتها الأزمة على الاقتصاد الأمريكي وكذا العالمي.

الفرع الأول: تداعيات الأزمة على الاقتصاد الأمريكي

لقد زادت الأزمة من تدهور الاقتصاد الأمريكي والذي كان في الأساس يعني من العديد من المشاكل.

أولاً: تفاقم العجز في الميزانية الفدرالية الأمريكية

لا يزال العجز المالي مرتفعاً حيث ارتفع في ميزانية عام 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي، مما لا شك فيه أنه ينبغي الاهتمام بالتوازنات الاقتصادية وليست المالية، ففي الولايات المتحدة يغلب الطابع العسكري على النفقات العامة والطابع السياسي على الضرائب، لا يهدف الإنفاق العام إلى التشغيل بقدر ما يهدف إلى تمويل العمليات الحربية الخارجية، كما أن الضرائب تستخدم كوسيلة للحصول على أصوات الناخبين بدلاً من الحصول على الإيرادات لتمويل العجز المالي¹.

¹ كمال بن موسى، عبد الرحمن بن ساعد، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: (الواقع والرهنات المستقبلية)، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي، غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص 10.

ثانيا: المديونية الخارجية

أظهرت إحصائيات وزارة الخزانة الأمريكية ارتفاع الديون الحكومية من 4.3 تريليون في عام 1999 إلى 8.4 تريليون عام 2003 وإلى 8.9 تريليون في عام 2007 وأصبحت هذه الديون العامة تشكل 64% من الناتج المحلي الإجمالي وبذلك يمكن تصنيف أمريكا ضمن الدول التي تعاني بشدة من ديونها العامة ولا يتوقف ثقل المديونية الأمريكية على الإيرادات الحكومية بل يشمل الأفراد والشركات أيضا، فقد بلغت الديون الفردية 9.2 تريليون دولار منها ديون عقارية بمبلغ 6.6 تريليون دولار، أما ديون الشركات فتحتل المربية الأولى من حيث حجمها البالغ 18.4 تريليون دولار، وبذلك يكون المجموع الكلي 36 تريليون دولار أي ثلاثة أضعاف الناتج المحلي الاجمالي كما تعاني الولايات المتحدة من مشاكل اقتصادية أخرى في مقدمتها التضخم الذي تجاوز 4 % والبطالة التي تشكل 5% والصناعة التي تتراجع أهميتها والفقر¹.

ثالثا: تفاقم عجز الميزان التجاري

تلازم عجز الميزان التجاري مع تزايد الاستيراد من الصين والهند والدول الآسيوية الأخرى، وازدياد السياحة إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية والتي بلغت 758 مليار دولار سنة 2006².

رابعا: الأثر على المدخرات والمدخرين

يمكن أن أثر الأزمة العالمية على المدخرات والمدخرين كان أثر سلبيا حيث هرب الكثيرون من المودعين إلى سحب ودائعهم من البنوك و ذلك نتيجة لفقدان ثقة المدخرين في البنوك، وهذا القول بالإضافة إلى انخفاض القيمة الحالية للمدخرات وخاصة مع تحويلها إلى أوراق مالية في البورصات وبالتالي حدوث ما يسمى بالخسائر الكبيرة³.

خامسا الآثار الأخرى

بالإضافة إلى الآثار المذكورة فإن للأزمة آثار أخرى هي⁴:

- انخفاض سعر صرف الدولار مقابل العملات الأخرى وخاصة اليورو، الين.

¹ كمال بن موسى، عبد الرحمن ساعد، مرجع سبق ذكره، ص 11.

² مبارك بوعشة، الأزمة المالية الحالية، الجذور، الأسباب والحلول، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 7.

³ عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص 322.

⁴ حسن بورعدة، الأزمة المالية العالمية، الأسباب، الآثار، والحلول المقترحة لمعالجتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 11.

- فقدان المقترضين لأصولهم ومنازلهم المرهونة بسبب القروض وأصبحوا في عداد المرشدين واللاجئين والمهجريين.

- إفلاس العديد من البنوك والشركات بسبب أزمة السيولة، حيث شهد يوم 16 ديسمبر 2009 إفلاس بنك "ليمان براذرز" رابع أكبر بنك في الولايات المتحدة وسرعان ما شمل الإفلاس الشركات الكبرى.

- تذبذب أسعار الذهب وانخفاض أسعار البترول.

الفرع الثاني: تداعيات الأزمة على الاقتصاد العالمي¹

أكدت العديد من المؤسسات المالية الدولية وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي أن أزمة الاقتصاد الأمريكي لن تتجو منها أي دولة من دول العالم، وأنها ستطول اقتصاد جميع الدول ولكن بنسب متفاوتة، وقد ظهرت تداعيات هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي في مايلي:

أولاً: تضرر القطاع المصرفي العالمي

تعد هذه الأزمة من أخطر الأزمات التي تعرض لها القطاع المصرفي ، فقد أدت إلى خسائر ضخمة وإفلاس العديد من البنوك حول العالم وخاصة في آسيا وأوروبا، الأمر الذي أدى إلى انتشار المخاوف بين البنوك من الإقراض وتراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، مما دفع البنوك المركزية لضخ المزيد من الأموال في أسواق المال للتقليل من حدة هذه الأزمة.

ثانياً: تراجع قيمة المحافظ والصناديق الاستثمارية بسبب الأزمة

فوجد أن قيمة الاستثمارات في بنك "بي إن بي باريبا" الفرنسي في الصناديق الاستثمارية قد انخفضت بشكل ملحوظ من 2075 مليار دولار إلى 1593 مليار دولار في السابع من شهر أوت 2009.

ثالثاً: انخفاض معدلات النمو الاقتصادي العالمي

لقد أدى التباطؤ الحاد في الاقتصاد العالمي إلى تراجع أسعار السلع الأولية، وبذلك يكون الاقتصاد العالمي يمر بمرحلة انتقالية بعد فترة طويلة من النمو وقد بلغ تباطؤ النمو العالمي إلى 3.7% عام 2009، وهو أدنى النسب في العقدين الأخيرين ويأتي هذا التباطؤ نتيجة لبطء نمو الاقتصاد الأمريكي.

رابعاً: تهديد سلامة الأوضاع الاقتصادية والمالية للدول المتقدمة

إن ضخامة الإنفاق على خطط الطوارئ العاجلة تهدد سلامة الأوضاع الاقتصادية المالية للدول المتقدمة، وتسبب في تفاقم مشكلات العجز بالموازانات العامة بكل ضغوطها التضخمية وسلبياتها التنموية

¹ عبد الحق قاضي، مرجع سبق ذكره، ص 63.

حيث ينتظر أن يصل عجز الموازنة الأمريكية لنحو تريليوني دولار، وهو ما يصل إلى أربعة أضعاف عجز الموازنة للسنة المالية السابقة، وتشير تقديرات صندوق النقد الدولي إلى أن تكلفة خطط الإنقاذ للمؤسسات المالية والبنوك أصبحت بالغة الضخامة وتنفوق قدرات الدول وقدرات الموازنات العامة على الإنفاق.

خلاصة الفصل

تزايد الاهتمام بمشاكل النمو الاقتصادي في معظم الاقتصاديات، وبالتالي فإن النجاح في تعبئة المدخرات بمختلف أحجامها وتوجيهها نحو النشاط الاقتصادي بشكل عام وإلى الاستثمار الحقيقي بشكل خاص، يعد من الآليات التي يتطلبها النمو الاقتصادي. والاقتصاد الأمريكي كغيره من الاقتصاديات يسعى لتحقيق النمو الاقتصادي بالرغم من كونه يمثل قاطرة النمو العالمي، وأي خلل أو أزمة تصيبه ستؤثر لا محالة على الاقتصاد العالمي، كما هو الحال في أزمة الرهن العقاري لسنة 2008.

خاتمة

الخاتمة

يعتبر الابتكار المالي من الأمور المهمة التي تحتاج إلى الكثير من العناية من قبل المؤسسات بشكل خاص والحكومات بشكل عام، كونه يوفر أدوات مالية جديدة تلبي مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية، وتعد المشتقات المالية وتقنية التوريق أهم هذه الأدوات، وقد أدى التنافس بين المؤسسات المالية والتحرر المتسارع لأسواق المال إلى تزايد التعامل بهذه المنتجات، وفي ظل التقلبات في أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات، وأسعار الأسهم والسندات التي اتسمت بها الأسواق المالية العالمية، مما أنتج تقلبات وتغيرات هيكلية أصبحت مهددة لاستقرار الاقتصاديات العالمية والمحلية وبالتالي استقرار النظام المالي العالمي، وهو ما جعل قضية الاستقرار المالي تقف على رأس اهتمامات الدول من خلال إلقاء الضوء على ما يعرف بمخاطر تفشي الأزمات، والذي يعني احتمال أن تولد أزمة في مؤسسة أو قطاع أو حتى بلد صعوبات كبيرة لدى شركائهم الذين يرتبطون معهم بعلاقات مالية وثيقة.

وتؤكد المشاكل المالية التي عاشها الاقتصاد الأمريكي طيلة السنوات الماضية في ظل اقتصاد العولمة اضطراب السياسة المالية والنقدية الأمريكية بل واضطراب النظام المالي العالمي، والأكثر من ذلك تؤثر أزمات الاقتصاد الأمريكي المتلاحقة على حركة الاقتصاد العالمي سلباً، وتعتبر أزمة الرهن العقاري لسنة 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية من أخطر الأزمات التي شهدتها النظام الرأسمالي من حيث سرعة انتقالها إلى مختلف دول العالم، وذلك بفضل العولمة من خلال ما أنتجته من روابط تجارية ومالية، وقد كان لحدوثها الكثير من الأسباب منها ما هو مباشر وغير مباشر، أين لعبت المشتقات المالية وتقنية التوريق دور واضح وكبير في إحداث الأزمة وتعميقها وانتشارها.

نتائج الدراسة

من خلال ما تم تناوله توصلنا إلى مجموعة من النتائج يمكن حصرها في مايلي:

- يعد الابتكار المالي من أهم المجالات التي تهتم بها إدارات المؤسسات المالية الناجحة، ذلك لأنه يجعل المؤسسات المالية والبنوك متواجدة بشكل فعال في السوق المصرفية والمالية.
- أفرز الابتكار المالي تشكيلة متنوعة من المنتجات التي تقوم في مجملها على عنصر الفائدة.
- هناك أربعة أنواع أساسية للمشتقات المالية متمثلة في: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيار وعقود المبادلة ولكل منها طريقتها في الإستخدام والتداول، إلا أنها تشترك في أهدافها إما للتحوط أو المضاربة أو المراجعة. وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى

- تعتبر تقنية التوريق من أبرز منتجات الابتكار المالي التي تم ابتكارها كبديل لأدوات التمويل التقليدية.
- بالرغم من الأهمية البالغة للمشتقات المالية في تغطية المخاطر إلا إنها وبحكم طبيعتها ترتبط بالتوقعات فهي بذلك تتضمن الربح والخسارة، حيث أنها تتطوي على لمخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة وغير محتملة مما يتسبب في خلق أزمة مالية.
- الابتكار المالي سلاح ذو حدين: فإذا كان الهدف من استخدامه هو مجرد تجاوز الأنظمة وتخطي السياسات لزيادة الربحية سوف يؤدي ذلك بطبيعة الحال إلى عدم استقرار الأسواق المالية دون مقابل من الرفاه الاقتصادي، وإذا كان الهدف منها المضاربة، المراجعة أو التحوط فإن ذلك يؤدي إلى الاستقرار المالي، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية.
- يتطلب العمل على تحقيق الاستقرار المالي تضافر الجهود المبذولة على المستويين المحلي والعالمي، وذلك باعتبارها مسؤولية جماعية يجب أن تشترك فيها كافة المؤسسات والكيانات الدولية المعنية بل والاقتصاديات الكبرى أيضا من خلال زيادة الإشراف والرقابة.
- لتحقيق الإستقرار المالي تحتاج الدول إلى نظم مالية عميقة ومنتسعة ومرنة، كما يجب عليها أن تعالج نواحي الضعف التي تؤدي إلى تعريض نظامها لمخاطر الصدمات.
- النظام الرأسمالي الحالي عاجز عن إدارة التوازن والاستقرار العالمي، وإن كثرة الأزمات واشتدادها في السنوات الأخيرة دليل إضافي على قصور النظام المالي العالمي.
- استعملت مشتقات القروض بحثا عن العوائد المرتفعة ولم تساهم الابتكارات المالية في خلق منتجات مالية لضمان استقرار أكبر للنظام المالي، كما أدت عملية التوريق إلى عدم مقدرة الفاعلين في الأسواق المالية على التقييم الصحيح للمنتجات الجديدة.
- تسهم الابتكارات المالية في خلق منتجات مالية تهدف إلى ضمان استقرار أكبر للنظام المالي وتوزيع المخاطر على أكبر عدد من الأعوان الاقتصاديين، فارتفاع التعامل بالمنتجات المالية المهيكلة عن طريق عملية التوريق أدى إلى توزيع المخاطر في النظام المالي.
- تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصا متنوعة لتوظيف مدخراتهم.

- البورصات والأسواق المالية لها دور تمويلي فعال في سد الإحتياجات المالية في الاقتصاد وبالتالي دفع عجلة النمو الاقتصادي، وذلك باعتبارها تشهد على صعيد بنيتها وأدواتها تطورات عديدة أنتجت صوراً إبداعية لأدوات الاستثمار مثل المشتقات المالية، فضلاً عن دورها الحيوي في المجتمع كونها تمثل قناة اتصال مهمة من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد من تغطية إحتياجاتها المالية، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة.
- إن مشكلة الديون الأمريكية تتلخص في عدم قدرة الولايات المتحدة الأمريكية على دفع خدمات هذه الديون لسندات الخزينة الأمريكية المنتشرة في العالم، كما أن نسبة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي يعتبر أحد المؤشرات الهامة، حيث يقدر الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة برقم قريب جداً من الدين العام وبالتالي فإن النسبة تفوق 100% وهذا يعني أن الاقتصاد الأمريكي فعلاً يشكو من مشكل حجم الديون.
- تعد أزمة الرهن العقاري من أشد الأزمات التي شهدتها الاقتصاد الأمريكي وهي ذات طبيعة خاصة بحجمها وسرعة انتشارها، حيث بدأت في أسواق الولايات المتحدة لتمتد عدواها إلى الأسواق المالية العالمية.
- الأزمة المالية بدأت محلية بظهور أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة وانتهت إلى العالمية نتيجة تشابك وترابط الأسواق المالية العالمية.
- للتوريق دور هام في وقوع الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث ساهم في توسع البنوك في منح القروض على حساب مراعاة قواعد الحيطة والحذر انطلاقاً من أن هذه الآلية تسمح بنقل المخاطر من المؤسسات المانحة للائتمان إلى جمهور المستثمرين في الأوراق المالية الناتجة عن القروض المورقة، الأمر الذي أنتج بدوره حدوث اختلالات في النظام المالي، كما تم التأكيد أكثر على مخاطر المشتقات المالية خلال أزمة الرهن العقاري، حيث كانت هذه المنتجات التي تمثل ثمرة الابتكارات المالية سبباً مباشراً في اندلاع الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية وانتشارها بسرعة في باقي الأسواق العالمية، وهو ما يثبت صحة الفرضية الرابعة.
- عمل التوريق على قطع سلسلة الرقابة بين المقرض والمقترض بدل أن يسهم في تخفيض الخطر الإجمالي للنظام المالي عن طريق توزيع المخاطر بين مختلف الأعوان الاقتصاديين زاد من حدة الأزمة.

- النمو المطرد لحجم المشتقات المالية فاق نمو أية أصول مالية أخرى مالية كانت أو مادية، إذ تجاوز حجم المشتقات 500 تريليون دولار سنة 2008 ، وهو ما يعني أنها أصبحت صناعة تنمو بشكل مستقل وغير خاضعة للنشاط الحقيقي للمنتج.

المقترحات

- وبناء على ما تم التوصل إليه من نتائج خلال هذا البحث ارتأينا تقديم الاقتراحات التالية:
- زيادة الإشراف والرقابة على استخدام الأدوات المالية الحديثة مثل المشتقات المالية والتوريق والمناجزة بالديون، لما لهذه الأدوات من دور في خلق الأزمات ومضاعفتها.
- ضرورة وضع أسس للهندسة المالية لإدارة المخاطر وتبيان حدوثها حتى يتسنى للمؤسسات المالية الإستفادة من منتجاتها و أدواتها.
- ضرورة توجيه البحث إلى تطوير المنتجات المالية للتحوط وإدارة المخاطر المالية خاصة أننا في عصر يتسم بالتقلبات الكبيرة في الأسعار وارتفاع المخاطر على اختلاف أنواعها.
- العمل على توحيد جهود المؤسسات المالية وصناع القرار للخروج بأفكار وأراء موحدة تبين ما يمكن ابتكاره أو تطويره من أدوات وعمليات تمويلية، وذلك للنهوض بصناعة مالية سليمة تخدم مصالح العام والخاص.
- تفعيل دور الرقابة في عمليات تطوير المنتجات والمتابعة المستمرة لعمليات التنفيذ.
- يجب الأخذ بعين الإعتبار كل الشروط التي تحقق الإستقرار المالي.
- السعي لصياغة نموذج خاص للتنبؤ بالأزمات المالية والاقتصادية ويكون موضع التطبيق لضمان الاستقرار المالي.

آفاق الدراسة

- لاشك أن هناك العديد من الجوانب التي لم يستوفها هذا البحث، وهي جوانب ينبغي الاعتناء بها في مجال الابتكار المالي، والتي نرى أنها تشكل مواضيع بحث مستقبلية نذكر منها:
- كيفية الاستفادة من المنتجات المالية من خلال البحث في مصادرها وطرق استخدامها بالطريقة التي تضمن سلامتها.
- دراسة تأثير الابتكار المالي على كفاءة أسواق رأس المال.
- فعالية الرقابة المالية في ضبط التجاوزات المالية الناتجة عن التلاعب بالهندسة المالية.
- دور الابتكارات المالية في نمو الاقتصاد الحقيقي.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

➤ الكتب

- 1- أشواق بن قدور، تطور النظام المالي والنمو الإقتصادي، الطبعة الأولى، دار الزاوية للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 2- جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، والاستراتيجيات، مفاهيم أساسية، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، 2011.
- 3- جليل كاظم مدلول العرضي، وآخرون إدارة المشتقات المالية: مدخل نظري وتطبيقي متكامل، الدار المنهجية لنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2015.
- 4- دريد كمال آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2012.
- 5- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار الجامعات للنشر، مصر، 2004.
- 6- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 7- ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة، ديوان المطبوعات الجامعية، 2010.
- 8- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، 2001.
- 9- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2005.
- 10- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2004.
- 11- غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002.
- 12- فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، دون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- 13- ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- 14- محمد أحمد السريتي، محمد عزت محمد غزلان، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة رؤية للنشر والتوزيع، 2010.

- 15- محمد يونس، عبد النعيم مبارك، كمال أمين الوصال، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- 16- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2007.
- 17- محمود يونس، عبد النعيم مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003/2002.
- 18- مي قاسم، دور البنوك في التخصصة وأهم التجارب الدولية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1991.
- 19- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، دار الوراق، 2008.
- 20- هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، لنشر الإسكندرية، الطبعة الأولى ، 2011، ص 247.
- **مذكرات، رسائل، وأطروحات جامعية**
- 1- أحلام عكنوش، سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماستر في علوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2014/2013.
- 2- أمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية-دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية - رسالة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012/2011.
- 3- أمال معلم، لمياء حمر العين، دور الهندسة المالية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية- دراسة حالة التجربة السودانية - مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2018/2017.
- 4- آمنة بن دحمان، التطور المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية-دراسة قياسية باستخدام بيانات البائل لعينة من 25 دولة خلال الفترة 1989-2014، أطروحة دكتوراه في علوم اقتصاد النقدي المالي، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2016/2015.
- 5- أمير بولعراوي، فيصل دياب، دور حوكمة المؤسسات المالية في تحقيق الإستقرار المالي-دراسة حالة الدول العربية - مذكرة ماستر في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2018/2017.

- 6- أمينة فنور، منال رهوي، تأثير الأزمة المالية العالمية على مستقبل الدولار كعملة قيادية، مذكرة
 ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة جيجل، 2015/2014.
- 7- بسمة ملاح، النظام النقدي الدولي في ظل المنافسة اليورو دولار، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية،
 جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013/2012.
- 8- بلقاسم بوشافة، سفيان بوفنار، أثر إصلاح النظام المالي على النمو الاقتصادي-دراسة حالة الجزائر
 خلال الفترة 1990-2012، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة جيجل، 2014/2013.
- 9- تقي الدين حميدان، لطفي بلعيد، دور الهندسة المالية في تطوير منتجات المصارف الإسلامية-دراسة
 عينة منتجات مالية إسلامية مبتكرة لبعض المؤسسات المالية الإسلامية خلال الفترة 2010-2012-
 مذكرة ماستر في العلوم التجارية، جامعة العربي التبسي، تبسة، 2016/2015.
- 10- جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة ماستر في علوم التسيير،
 جامعة العربي بن مهدي، أم البواقي، 2013/2012.
- 11- جمال معتوق، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية - دراسة مقارنة بين سوقين
 ماليين، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، السنة
 الجامعية، 2016/2015.
- 12- حسناء العفيون، زينب حرفوش، دور النظام المالي في تحقيق النمو الاقتصادي-حالة الجزائر دراسة
 تحليلية للفترة 2000-2015، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة جيجل، 2017/2016.
- 13- حمزة عمي سعيد، دور التنظيم الاحترازي في تحقيق الاستقرار المصرفي ودعم التنافسية، دراسة حالة
الجزائر خلال الفترة 2003/2013، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة،
 2016/201.
- 14- خالد رواق، أثر أزمة الديون السيادية على واقع ومستقبل الوحدة النقدية الأوروبية، رسالة ماجستير
 في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013/2012.
- 15- داود لخفاجي، عقد التوريق المصرفي - دراسة قانونية مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في
 القانون الخاص، جامعة كربلاء، العراق، 2015.
- 16- رباح أمين المناسبع، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية لسنة 2007، رسالة ماجستير في
 العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2011/2010.

- 17-ريمه ذهبي، الاستقرار المالي النظامي-بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري خلال الفترة 2003-2011، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة 2، 2013/2012.
- 18-زينب بوشن، الهندسة المالية ودورها في إدارة المخاطر-دراسة حالة البنك الفرنسي-bap paribas- مذكرة ماستر في علوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2015/2014.
- 19-ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية-دراسة حالة ماليزيا والسودان- مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.
- 20-سمية بوخنوفة، رشيدة زنون، دور نظام حماية الودائع في دعم استقرار لنظام المصرفي-دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة جيجل، 2014/2013.
- 21-سميرة مصطفاوي، البنوك في مواجهة آلية التوريق، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون، القانون الدولي للأعمال، جامعة مولود معمري- تيزي وزو، 2017/2016.
- 22-سهام عيساوي، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال-دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي-أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.
- 23-طارق شوقي، محاسبة التغطية عن المشتقات المالية في ظل معايير المحاسبية الدولية و النظام المحاسبي المالي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف1، 2018/2017.
- 24-عمار بطكوك، دور التوريق في نشاط البنك - حالة بنك التنمية المحلية، مذكرة مقدمة كجزء لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، بنوك وتأمينات، جامعة متنوري -قسنطينة، السنة الجامعية 2007-2008.
- 25-عمر قيرة، الهندسة المالية وإدارة مخاطر تبيع رأس المال في المؤسسات الاقتصادية-دراسة حالة شركات مؤشر CAC40- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف-1، الجزائر، 2018/2017.
- 26-فاطمة الزهراء بن شعيب ، الأضرار الأساسية والملحقة لأزمة 2008 وارتداداتها: توقع الأزمات المستقبلية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2018/2017.
- 27-فاطمة الزهراء بن شعيب ، دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي، دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2011/2010.

- 28- لبنى كسيس، مريم بوخاري، تقييم فعالية البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي-دراسة حالة البنك الفدرالي الأمريكي، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة جيجل، 2017/2016.
- 29- ليلي عشوب، الأزمة المالية العالمية وإمكانية حلها من خلال البنوك اللابوية، رسالة ماجستير في التحليل والإستشراف الإقتصادي، جامعة تبسة، 2011/2010.
- 30- محمد الأمين قاسمي، قياس كفاءة البنوك التجارية الجزائرية باستخدام نموذج CAMELS-دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري BEA ورقة خلال الفترة 2010-2014- مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مباح، ورقلة، 2016/2015.
- 31- محمد أمين عبد المولى، المعالجة المحاسبية للأدوات المالية وفق النظام المحاسبي المالي والمعايير المحاسبية الدولية-دراسة ميدانية بالقرض الشعبي الجزائري ومجمع صيدال- مذكرة ماستر في العلوم التجارية، جامعة جيجل، 2016/2015،
- 32- محمد عبد الحميد عبد الحي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، سوريا، 2014.
- 33- مختار بونقاب، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية، دراسة نماذج لمنتجات مالية إسلامية مبتكرة لعينة من المؤسسات المالية الإسلامية خلال الفترة 2007-2012، مذكرة ماستر في علوم التسيير، جامعة قاصدي مباح، ورقلة، 2012/2011.
- 34- مراد لمين، الإطار القانوني لضمان مخاطر الائتمان في البنوك التجارية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في كلية الحقوق، كلية الحقوق -مسيلة السنة الجامعية , 2016-2015.
- 35- مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008-دراسة تحليلية، مذكرة لنيل درجة الماجستير، كلية متتوري قسنطينة، السنة الجامعية, 2012-2011.
- 36- مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال-دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014- مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.
- 37- مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الإقتصاد الوطني-دراسة حالة بورصة ماليزيا- أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.
- 38- نبال محمود قصبه، تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة الأسباب والتداعيات، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة دمشق.

- 39- نسيمه حاج موسى، دور صناديق الثروة السيادية في دعم الاستقرار المالي - دراسة أزمة الرهن العقاري - أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2015/2014.
- 40- نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2015/2014.
- **المجلات**
- 1- جليل شيعان ضد البيضاني، سقف الدين الأمريكي والنظام النقدي الدولي، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 30، المجلد 8، نيسان 2013.
- 2- خير الدين محمود بوزرب، أبو بكر الشريف خوالد، التوريق المصرفي ودوره في حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد الواحد والخمسون، 2017.
- 3- رشيد بوكساني، أمينة مزيان، الاستقرار المالي رهينة قطاع المحروقات في الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد العاشر، ديسمبر 2011.
- 4- سليم كاطع علي، مقومات القوة الأمريكية وأثرها في النظام الدولي، مركز الدراسات الدولية، العدد 42، جامعة بغداد، 2009.
- 5- عباس بوهريرة، عبد اللطيف مصيطفي، تحليل مؤشرات السلامة المصرفية في الجزائر - دراسة حالة بنك (CPA، AGB)، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 07، ديسمبر 2017، الجزائر.
- 6- عزام الشوا، الاستقرار الاقتصادي والمالي النقدي، مفاهيم نظرية وإشكالية العلاقة بينهما في الاقتصاد الفلسطيني، مجلة المرساة المصرفية، العدد السادس عشر، كانون الأول ديسمبر، 2017.
- 7- فاضل موسى حسن المالكي، إسراء نظام الدين حسين الطائي، ضوابط الاستقرار المالي في المصارف الإسلامية، مجلة الإدارة والاقتصاد - المجلد الخامس - العدد العشرون، كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة كربلاء.
- 8- قرمية دوفي، الأزمة المالية العالمية وتغير المواقف حول دور الدولة - تقديم الاقتصاد الإسلامي أنموذجاً - أبحاث اقتصادية وإدارية العدد التاسع عشر، جامعة محمد خيضر، بسكرة جوان، 2016.
- 9- منى خالد فرحات، مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد الأول، جامعة دمشق، دمشق، 2013.
- 10- نبال محمود قصبه، تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة الأسباب والتداعيات والعلاج، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد 28 - العدد الأول، 2012، جامعة دمشق.

11- نور الدين كروش، سارمة مريم، التصكيك الإسلامي والتسنييد - دراسة مقارنة، مجلة الدراسات المالية المحاسبية والإدارية، العدد الثامن، 2017-12-04.

➤ **ملتقيات ومؤتمرات**

1- حسن بورغدة، الأزمة المالية العالمية، الأسباب، الآثار، والحلول المقترحة لمعالجتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009

2- ساعد مرابط، الأزمة المالية العالمية 2008: الجذور والتداعيات، بحث مقدم إلى الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية أيام 20-21 أكتوبر 2009، سطيف.

3- صالح صالح، عبد الحليم غربي، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية-النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً- يومي 5 و6 ماي 2009، جامعة سطيف، الجزائر.

4- عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، بحث مقدم إلى مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الإقتصاد الإسلامي، الكويت، من 15-16 ديسمبر،

5- كمال بن موسى، عبد الرحمن بن ساعد، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي حول الإقتصاد الإسلامي: (الواقع والرهانات المستقبلية)، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي، غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.

6- مبارك بوعشة، الأزمة المالية الحالية، الجذور، الأسباب والحلول، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.

7- موسى بن منصور، الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الأصالة والتقليد، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 5 و6 ماي 2014، جامعة سطيف1، الجزائر.

➤ **تقارير**

1- احمد شفيق الشاذلي، الإطار العام للاستقرار المالي و دور البنوك المركزية في تحقيقه، ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد العربي، 2014.

2-غازي شيناسي، الحفاظ على الإستقرار المالي، قضايا اقتصادية، منشورات صندوق النقد الدولي، 2005، متاح على الموقع:

3-نصر عبد الكريم، محمد عابد، وآخرون، الدور الاقتصادي لمؤسسات الإقراض المتخصصة وأثرها على الإستقرار المالي في فلسطين، ورقة عمل صادرة من سلطنة النقد الفلسطينية، شباط، 2013.
➤ المراجع باللغة الأجنبية

➤ Ouvrages

Mohamed M, Beloauafi, **Islamic Economics Research Centre**, King Abdul Aziz University, Jeddah, Saudi Arabia, 2001.

➤ Articles

1-Financial Derivatives, **Eleventh Meeting of the IMF Committee on Balance of payments Statistics** Washington ,D.C, October21-23,1998
2-Thirtieth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics, **The treatment of currency Swaps Between Central, Banks**: Egypt Experience.paris,France,october24-26,2017..
3-Unaccredited bank Czech republic and . Slovakia , commodity SWAPS AND commodity options with cash SETTLEMENT , (commodity futures TRANSACTIONS) bank.dz

➤ Magazines

1-Optimal Structuring of Collateralized Debt Obligation, journal of Credit Risk, Volume.8Number4,winter13/2012.
2-Samir Sharaf, Ismail Shaban, **The role of financiale market in Activating Economic, Growth and Foreign Trade**, Tishreen university journal for research and scientific studies-economic and legal science series, Vol(31), No(1), 2009.
3-Wiley and Sans stephens,j.2002 **Managing interest Rate Risk-using financial derivatives**, England, Economic Analysis (2014.vol.47, NO.3-4) ,25 october2012.

➤ المواقع الالكترونية

<http://www.investopedia.com>

www.bis.org

<https://members.imamu.edu.sa>

<http://www.imf.org>IMF>issues36>ara>

www.shebacss.com/docs/economy.pdf

<https://tradingeconomics.com/united-states/stock-market-dow.jonse>

<https://tradingeconomics.com/united-states/currency>

<https://tradingeconomics.com/united-states/money-supply-m2>

<https://tradingeconomics.com/united-states/gdp>

<https://tradingeconomics.com/united-states/goverment-spending-to-gdp>

<https://tradingeconomics.com/united-states/consumer-confidence>

<https://www.treasurydirect.gov/goft/reports/pd/histdebt/histdebt.htm>

<https://tradingeconomics.com/united-states/goverment-debit-to-gdp>

ملخص الدراسة

ملخص الدراسة

تهدف هذه الدراسة للتعرف على أثر الابتكارات المالية على استقرار النظام المالي العالمي، حيث تم التطرق في الجانب النظري إلى الابتكارات المالية وأهم أدواتها ومنتجاتها، وكذلك التعرف على إستقرار النظام المالي العالمي وتحليل سلامته وذكر أهم التحديات التي تواجه تحقيقه، كما تطرقنا إلى أثر الابتكارات المالية على الاستقرار المالي العالمي.

وتم تدعيم هذه الدراسة النظرية بدراسة حالة متمثلة في الاقتصاد الأمريكي، وقمنا بإسقاط الدراسة النظرية عليه بالتعرف على تأثير الابتكارات المالية على الاقتصاد الأمريكي ودورها في تحقيق النمو الاقتصادي وكذلك مساهمتها في خلق الأزمات، من خلال دراسة أزمة الرهن العقاري لسنة 2008 وأثر هذه الأخيرة على الاستقرار المالي العالمي.

الكلمات المفتاحية: الابتكارات المالية، الاستقرار المالي، الاقتصاد الأمريكي، أزمة الرهن العقاري

.2008

Abstract

The objective of this study is to identify the impact of financial innovations on the stability of the global financial system. The theoretical aspect of the financial innovations and the most important tools and products, as well as the identification of the stability of the global financial system and analysis of its safety and mentioned the most important challenges, We also discussed the impact of financial innovations on global financial stability.

This theoretical study was supported by a case study of the American economy. We dropped the theoretical study by identifying the impact of financial innovations on the American economy and its role in achieving economic growth as well as its contribution to creating crises, By studying the 2008 mortgage crisis and its impact on global financial stability.

Keywords: Financial Innovations, Financial Stability, US Economy, Mortgage Crisis
2008.