

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم العلوم الاقتصادية

العنوان

المبتكرات المالية و أثرها على إستقرار النظام المالي
- دراسة حالة الرهن العقاري الأمريكي -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم الإقتصادية

تخصص : إقتصاد نقدي و بنكي

إعداد الطلبة :

مريخي حسين

شويعل ريمة

نوقشت أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة جيجل	أستاذ محاضر	الأستاذة بوريدح صوراية
مشرفا ومقرار	جامعة جيجل	أستاذ محاضر	الأستاذ بن بجمة سليمان
مناقشا	جامعة جيجل	أستاذ محاضر	الأستاذ قريشي العيد

السنة الجامعية: 2020/2019

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم العلوم الاقتصادية

العنوان

المبتكرات المالية و آثرها على إستقرار النظام المالي
- دراسة حالة الرهن العقاري الأمريكي -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم الإقتصادية

تخصص : إقتصاد نقدي و بنكي

إعداد الطلبة :

مريحي حسين

شويلع ريمة

نوقشت أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة جيجل	أستاذ محاضر	الأستاذة بوريدح صوراية
مشرفا ومقرار	جامعة جيجل	أستاذ محاضر	الأستاذ بن بجمة سليمان
مناقشا	جامعة جيجل	أستاذ محاضر	الأستاذ قريشي العيد

السنة الجامعية: 2020/2019

قال الشاعر الأبرش رحمه الله تعالى: (من البحر الطويل)

تَعَلَّمَ فَلَيْسَ الْمَرْءُ يُوَلَّدُ عَالِمًا

وَلَيْسَ أَخُو عِلْمٍ كَمَنْ هُوَ جَاهِلٌ

وَإِنَّ كَبِيرَ الْقَوْمِ لَا عِلْمَ عِنْدَهُ

صَغِيرٌ إِذَا التَفَّتْ عَلَيْهِ الْمَحَافِلُ

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين

إلى الأهل وإخوتي وأخواتي وأقاربي

إلى أساتذتي الكرام.

إلى أصدقائي وكل زملاء الدراسة والعمل

إلى كل من قدم يد العون من قريب أو من بعيد

أهدي لهم هذا العمل المتواضع

{ حسين }

اهداء

الى اعز الناس وأقربهم الى قلبي الى **والدي** العزيز و**والدتي** العزيزة اللذان كانا
عونا وسندا لي، وكان لي دعائهما المبارك أعظم الأثر في تسيير سفينة البحث حتى
ترسو على هذه الصورة.

الى من ساندتني وخطت معي خطواتي، ويسرت لي الصعاب الى اختي الحبيبة
شافية التي تحملت الكثير وعانت، ووقوفني في هذا المكان ما كان يحدث لولا
تشجيعها المستمر لي.

كما اهدي هذا العمل الى:

اخي الوحيد والعزيز **اسلام**.

الى اخواتي **نسيمة** و**سميرة** وازواجهم "**مسعود** و**بلال**".

الى كتاكت العائلة "**ندى**، **فرح**، **ملاك**، و**محمد امين**"

ربعة

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	شكر وعرقان
	الإهداءات
	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول والأشكال
أ - د	المقدمة العامة
	الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية
1	تمهيد
2	المبحث الأول: اساسيات حول النظام المالي
2	المطلب الأول: تعريف النظام المالي
3	المطلب الثاني: أنواع الأنظمة المالية
5	المطلب الثالث: آليات تحريك الأموال داخل النظام المالي
6	المبحث الثاني: مكونات النظام المالي ووظائفه
6	المطلب الأول: مكونات النظام المالي
11	المطلب الثاني: وظائف النظام المالي
13	المبحث الثالث: الاندماج المالي الدولي في ظل العولمة المالية
13	المطلب الأول: مدخل الى العولمة المالية
18	المطلب الثاني: ماهية التحرير المالي
20	المطلب الثالث: طرق قياس الاندماج المالي الدولي بين الانظمة المالية
30	خاتمة الفصل الأول
	الفصل الثاني: الهندسة المالية ألية لابتكار واستخدام الأدوات المالية
32	تمهيد
33	المبحث الأول: مدخل الى الهندسة المالية
33	المطلب الأول: نشأة الهندسة المالية وعوامل ظهورها.
36	المطلب الثاني: مفهوم الهندسة المالية
47	المبحث الثاني: المشتقات المالية الاصلية (الجيل الأول)
48	المطلب الأول: العقود المستقبلية

53	المطلب الثاني: العقود الآجلة
57	المطلب الثالث: عقود الخيار
61	المطلب الرابع: عقود المبادلات
65	المبحث الثالث: المشتقات المالية الهجينة
65	المطلب الأول: تعريف المشتقات المالية الهجينة
67	المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية الهجينة
75	خلاصة الفصل الثاني
	الفصل الثالث : الرهن العقاري و الأزمة العالمية 2008
77	تمهيد
78	المبحث الأول: سوق الرهن العقاري الأمريكي
78	المطلب الأول: مفهوم الرهن العقاري
79	المطلب الثاني: تطور سوق الرهن العقاري
85	المطلب الثالث: الفترات السابقة قبل انفجار أزمة الرهن العقاري الأمريكية
89	المبحث الثاني: أزمة الرهن العقاري الأمريكية
89	المطلب الأول: مفهوم أزمة الرهن العقاري الأمريكية
91	المطلب الثاني: نشأة أزمة الرهن العقاري الأمريكية
101	المطلب الثالث: أسباب أزمة الرهن الأمريكية
125	المبحث الثالث: تحليل تأثير المشتقات المالية وتقنية التوريق على النظام المالي الأمريكي
125	المطلب الأول: المشتقات المالية وعلاقتها بأزمة الرهن العقاري الأمريكية
132	المطلب الثاني: تقنية التوريق وعلاقتها بأزمة الرهن العقاري الأمريكية.
139	المطلب الثالث: تأثير المشتقات المالية على النظام المالي الأمريكي.
148	خاتمة الفصل الثالث
149	خاتمة عامة
153	قائمة المراجع
160	الملخص

قائمة الجداول والاشكال

أولاً: قائمة الجداول

الصفحة	العنوان
4	الجدول رقم (01): الأهمية النسبية المعتمدة في تصنيف الأنظمة المالية بحسب طبيعة النظام المالي.
87	الجدول رقم (11): الحالة العامة لاقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2001-2008.
106	الجدول رقم (23): موجز للترتيب الائتماني للأوراق المالية.
112	الجدول رقم (31): صافي مداخيل البنوك الأمريكية والأوروبية الكبرى (2006/2007).
104	الجدول رقم (32): المتعاملين بالتزامات الدين المضمونة (CDO).
121	الجدول رقم (39): إصدارات السندات المالية المضمونة برهونات عقارية دون الفئة الاستثمارية للفترة (2003-2005).
122	الجدول رقم (40): حصة الوكالات الحكومية وغير الحكومية من إصدارات (MBS).
130	الجدول رقم (45): تطور حجم المشتقات على الصعيد العالمي في نهاية ديسمبر من كل عام
136	الجدول رقم (49): سوق ABS و MBS في الولايات المتحدة الأمريكية
137	الجدول رقم (50): حصة الوكالات الحكومية وغير الحكومية من إصدارات (MBS).
140	الجدول رقم (54): النتائج المسجلة من قبل أكبر البنوك الأمريكية خلال الفصل الثالث من 2007-2008.
141	الجدول رقم (55): أكبر البنوك الخاسرة من أزمة الرهن العقاري الأمريكية.
142	الجدول رقم (56): معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية وأكبر القطاعات المتضررة في الولايات المتحدة الأمريكية 2008.

ثانيا: قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان
24	الشكل رقم (02): مثلث التناقض في حركة رؤوس الأموال
39	الشكل (03): علاقة الهندسة المالية بالابتكار المالي
43	الشكل رقم (04) أهم تصنيفات أنواع التوريق
47	شكل (05): أنواع المشتقات المالية
50	الشكل (06): أنواع العقود المستقبلية
54	الشكل (07): أنواع العقود الآجلة
82	الشكل (08): هيكل السوق الرئيسي والثانوي للرهون العقارية الأمريكية
84	الشكل رقم (09): شرح آلية التوريق في سوق العقارات.
86	الشكل رقم (10): نسبة الديون الى الأصول المملوكة (الرافعة المالية) في البنوك الامريكية.
92	الشكل رقم (12): الرقم القياسي لأسعار المنازل في الولايات المتحدة الامريكية خلال الفترة 1998-2008.
93	الشكل رقم (13): معدل التخلي عن العقارات
94	الشكل رقم (14): عدد المنازل التي تم الحجز عليها في الولايات المتحدة الامريكية.
95	الشكل رقم (15): تضخم أسعار المنازل والتخلف عن سدود أقساط القروض العقارية وحالات العجز على المنازل
96	الشكل رقم (16): الرحلة المعقدة التي يقطعها قرض عقاري من المصدر الأصلي الى المشتري النهائي.
98	الشكل (17): ازمة الرهن العقاري
99	شكل رقم (18): نسبة قروض Subprime من اجمالي القروض العقارية في

	الولايات المتحدة الأمريكية (2001-2006) %.
102	الشكل رقم (19): تطور مؤشر أسعار الفائدة لل103 احتياطي الفدرالي للإقراض ما بين البنوك للفترة جويلية 1954 الى ديسمبر 2008.
103	الشكل رقم(20): علاقة أسعار المنازل بأسعار الفائدة.
104	الشكل رقم (21): تطور عدد حالات افلاس العائلات في الولايات المتحدة (فصل 2006/1 - فصل 2008/1).
105	الشكل رقم (22): عدد الافراد المتخلفين عن السداد لأكثر من 90 يوما.
107	الشكل رقم (24): الأوراق المالية المرتبطة برهون عقارية عالية المخاطر.
107	الشكل رقم (25): الأوراق المالية للشركات.
108	الشكل رقم (26): معدل عجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري (%).
109	الشكل رقم (27): حالات العجز على الرهونات العقارية.
109	الشكل رقم (28): تراجع أسعار العقارات (%).
110	الشكل رقم (29): الإصدار السنوي لقروض الرهن العقاري الموجهة للعائلات الامريكية (مليار دولار).
111	الشكل رقم (30): تطور أسعار العقارات في الولايات المتحدة الامريكية.
115	الشكل رقم (33): قروض الرهن العقاري الموجهة للعائلات الامريكية.
117	الشكل رقم (34): توزيع العائلات الامريكية حسب تصنيف درجة الانتمان من خلال نقاط فيكو.
117	الشكل رقم (35): قروض الرهن العقاري عالية المخاطر "Subprime".
11_	الشكل رقم (36): مقارنة بين مديونية العائلات وادخارها في الولايات المتحدة الامريكية.
119	الشكل رقم (37): تطور حجم الأصول المورقة من 1995 الى 2005 (الوحدة دولار).
120	الشكل رقم (38): تشريح قروض الرهن العقاري من الدرجة الثانية.

123	الشكل رقم (41): تصاعد اصدار الائتمانات المهيكلة الاوربية والأمريكية.
126	شكل رقم (42): تطور حجم المشتقات المالية خلال الفترة 2004-2008 (الوحد مليار دولار).
127	الشكل رقم (43): تطور حجم المشتقات في الأسواق المنظمة خلال الفترة 1987، 2007.
128	الشكل رقم (44): تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق المنظمة وغير المنظمة خلال الفترة 1998-2007 (الوحدة مليار دولار).
131	الشكل رقم (46): تدهور أسهم أسعار "فاني ماي" و"فريدي ماك".
133	الشكل رقم (47): الهرم المقلوب.
134	الشكل رقم (48): مساهمة التوريق في خلق سلسلة من الديون على أصل حقيقي واحد.
138	الشكل رقم (51): سوق التوريق في الولايات المتحدة الامريكية وسوق الأوراق المالية من طرف المصدرين.
138	الشكل رقم (52): سوق MBS.
139	الشكل رقم (53): سوق ABS.
145	الشكل رقم (57): الأثر على مؤشر "Dow Jones" الأمريكي.

مقدمة

عامّة

المقدمة العامة :

ان التغيرات الاقتصادية العالمية التي ميزت العقدين الأخيرين من القرن العشرين شكلت في مجملها واقعا معاصرا وضع الاعلم على عتبة مرحلة جديدة كانت ظاهرة العولمة المالية اهم معالمها، وخاصة منها العولمة المالية. فقد شهد القطاع المالي على مستوى العالم تغيرا جذريا وتوسعا سريعا مدفوعا برفع القيود التنظيمية والتحرير، فضلا على التقدم الكبير في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات. فقد سجلت تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود زيادة حادة، واستحدثت الأسواق المالية أدوات مالية جديدة متطورة، وازدادت سهولة وسرعة تنفيذ المعاملات المالية زيادة بالغة، هذه التغيرات السريعة في البيئة الخارجية وتزايد متطلبات النمو المحلي بالإضافة الى التوجه نحو سياسات اقتصادية جديدة.

تعطي قوى السوق وتنمية القطاع الخاص دورا كبيرا أدت الى وضع نظام مالي حديث يتعامل بأسس جديدة مع مختلف القطاعات الاقتصادية. ويتمثل دوره الرئيسي في توفير الاليات اللازمة لانتقال الأموال بين هذه القطاعات بصورة تسمح بتعظيم المنفعة.

كما ان تكامل الأسواق المالية وانفتاح بعضها البعض والعلاقات المتبادلة بين أطراف التعامل في تلك الأسواق ادى الى زيادة عدد المتغيرات والمخاطر المصاحبة لها في اسواق التعامل، وجعل من السهل انتقال المخاطر والاضطرابات والازمات المالية عبر الحدود او بين الاسواق، فالأزمات المالية باتت متكررة وأصبح من السهل انتقالها.

وفي هذا السياق ظهر تفكير حديث جديا يبحث في اليات وتقنيات جديدة تهدف الى محاولات الإصلاح المالي. وهذا ما ساعد في تولد مفهوم جديد في عالم المال بشقيه العلمي والاكاديمي، وهو ما اصبح يعرف بالابتكار المالي او التجديد المالي، التي تأتي في ظل الهندسة المالية، التي تعتبر من المواضيع الهامة جدا في الوقت الراهن، لما لها من دور في إيجاد حلول مبتكرة لمشاكل التمويل، وزيادة السيولة، ورفع كفاءة عمل الأسواق المالية، فهي تعطي مجالات ابتكار متعددة ومتطورة والغرض الأساسي منها التحوط ونقل المخاطرة والتقليل من الازمات من خلال ابتكار طرق جديدة لقياس وتحسين إدارة المخاطر، ومن ابرز هذه الأدوات المالية المشتقات المالية بجميع أنواعها (المستقبليات والمبادلات والخيارات والعقود الآجلة) بالإضافة الى المشتقات المالية الهجينة (الجيل الثاني) التي أصبحت تتداول بشكل واسع في أسواق راس المال.

وعلى ضوء ما سبق يمكننا ابراز إشكالية هذا البحث من خلال التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو أثر المبتكرات المالية في تحقيق الاستقرار المالي؟

وبناء على الإشكالية يمكن استنباط بعض التساؤلات الفرعية كما يلي:

ما هو مفهوم النظام المالي؟

هل ساعد تنوع المشتقات المالية من الحد من انتشار الازمات بصفة عامة. وأزمة الرهن العقاري بصفة خاصة؟

هل ساهمت المبتكرات المالية في تحقيق الاستقرار المالي؟

ماهي المشتقات المالية الهجينة؟ وما هي ادواتها؟

فرضيات البحث:

قصد انجاز هذه الدراسة، وبالتالي العمل على معالجة الإشكالية المطروحة يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- الإفراط في استخدام المشتقات المالية لغرض المضاربة جعل منها أداة تنطوي على مخاطر كبير تهدد استقرار الأسواق المالية.

-تحقق تقنية التوريق للبوك والمؤسسات المالية من خلال منتجاتها العديد من المزايا التي يزيد من أهميتها وتساعد على انتشارها.

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

أهمية الدراسة

تتبع أهمية البحث كونه يعالج موضوع من اهم الموضوعات الراهنة الا وهو ازمة الرهن العقاري والتي عصفت بالاقتصاد الأمريكي ليمتد الى دول العالم.

أسباب اختيار الموضوع

يرجع اختيارنا الى هذا الموضوع الى مجموعة من الدوافع التي نوجزها في النقاط التالية:

ارتباط موضوع الدراسة اقتصاد نقدي وبنكي.

الأهمية البالغة التي يكتسبها مثل هذا الموضوع في الوقت الحالي مع تزايد اهمي الأسواق المالية من جهة، وتفاقم المخاطر المرتبطة بها من جهة أخرى، والتي من شأنها تهديد اقتصاديات دول وليس فقط مؤسسة او بنك معين.

يعد موضوع المشتقات المالية احدى المواضيع قلما يتم الدراسة بالرغم من أهميتها الكبيرة، حتى وان تم التطرق إليها فكانت بصفة عامة وغير معمقة.

اهداف الدراسة

التطرق لمفهوم الهندسة المالية والتعرف على ادواتها.

التعري بأزمة بسوق الرهن العقاري للولايات المتحدة الامريكية.

إظهار كيف يتسبب سوء استخدام هذه الأدوات في إحداث الأزمات.

التعريف بالمشتقات المالية وتقنية التوريق، ومختلف منتجاتها، وفوائدهما، وعلاقتها بأزمة الرهن العقاري الامريكية.

منهج الدراسة

تكيفا مع متطلبات الموضوع وطبيعة المعلومات التي يتناولها، انتهج مناهج مختلفة في معالجة الإشكالية المطروحة والفرضيات الموضوعية، حيث اعتمدنا في ذلك على المنهج الوصفي التحليلي. مكننا هذا المنهج من تسليط الضوء على المفاهيم الأساسية المرتبطة بالنظام المالي والمبتكرات المالية بصفة عامة، وفصص اهم العناصر المتحصل عليه في دراسة ازمة الرهن العقاري وتحليلها.

خطة البحث:

للإجابة على الإشكالية واختبار صحة الفرضيات، اقتضت هذه الدراسة تناول الموضوع في مقدمة وثلاث فصول بعدها، ليطوى مجال البحث بخاتمة.

الفصل الأول اخترنا له عنوان "النظام المالي في ظل العولمة المالية" واشتمل على ثلاث مباحث التي من خلالها تم التعرض الى ماهية النظام المالي والعولمة المالية ثم بعدها دراسة طرق قياس اندماج الأسواق المالية العالمية. اما الفصل الثاني والذي جاء تحت عنوان "الهندسة المالية الية لابتكار المبتكرات المالية" وقد اشتمل على ثلاث مباحث تم من خلالها استعراض ماهية الهندسة المالية والمشتقات المالية ثم تعرضنا الى المشتقات

المالية الهجينة. اما الفصل الثالث تحت عنوان "دراسة تحليلية لازمة الرهن العقاري الامريكية" سنتناول فيه سوق الرهن العقاري الأمريكي، ماهية ازمة الرهن العقاري الامريكية، وأخيرا تأثير المشتقات المالية على النظام المالي الأمريكي.

صعوبات الدراسة:

- صعوبة الإلتقاء مع الزميل و كذلك صعوبة التنقل لجمع المراجع وخاصة بظهور جائحة COVID-19 وغلق جميع المكتبات .

الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية

المبحث الأول ماهية النظام المالي واليات التمويل.

المبحث الثاني: مكونات النظام المالي ووظائفه.

المبحث الثالث: الاندماج المالي في ظل العولمة المالية.

تمهيد

يعتبر النظام المالي في أي اقتصاد العصب المحرك له ولعجلة التنمية داخله، حيث يسمح ويسهل عملية تدفق الأموال من أصحاب الفائض الى أصحاب العجز المالي، اللذين سيقومون بالعملية الاستثمارية التي تفيدهم وتفيد الاقتصاد ككل. ولقد ظلت الأنظمة المالية في الكثير من الدول خاصة النامية منها تعاني من القيود التي فرضت على عمل القطاع المالي والتي ميزها التدخل الحكومي الواسع كفرض أسقف لمعدلات الفائدة، تخصيص الائتمان وتقييد حركة رؤوس الأموال الأجنبية. ما أدى إلى تشويه الأنظمة المالية وجعلها مصدرا للاختلالات الكلية والأزمات المصرفية.

غير ان ما شهدته الساحة الدولية من تحولات ومستجدات في ظل العولمة المالية كالتطورات التكنولوجية وعالمية الأسواق المالية والتحرر من القيود المفروضة وما صاحب ذلك من تغيير في الأطر التنظيمية والرقابية واستراتيجيات عمل القطاعات المالية الامر الذي فرض على معظم الدول التي تبنت سياسية الكبح المالي سابقا الى تحرير خدماتها المالية بغية تعزيز المنافسة وزيادة الكفاءة المالية في عمل الجهاز المالي. حيث تتمثل العولمة المالية في عملية اندماج عامة للأسواق المالية العالمية في انتقال الأموال والقوى العاملة ضمن إطار رأسمالية حرية الأسواق. الا ان ما يميز نهاية القرن العشرين هو التطور الكبير الذي شهده النظام المالي الدولي والحركة القوية لاندماج أسواق رؤوس الأموال الذي دعم حرية التدفقات المالية بين الأسواق في إطار العولمة المالية. هذه الظاهرة التي أصبحت تمثل أحد اهم مظاهر النظام المالي العالمي الجديد.

من هذا المنطلق سنتطرق خلال هذا الفصل الى دراسة النظام المالي في ظل العولمة المالية وذلك ضمن

ثلاث مباحث

المبحث الأول ماهية النظام المالي واليات التمويل.

المبحث الثاني: مكونات النظام المالي ووظائفه.

المبحث الثالث: الاندماج المالي في ظل العولمة المالية.

المبحث الأول: أساسيات حول النظام المالي

المطلب الأول: تعريف النظام المالي

النظام المالي عبارة عن وحدات ومؤسسات تشكل القطاع المالي في الاقتصاد وهي جزء أساسي مهم من الهيكل الاقتصادي العام للدولة، ويساهم في تسيير التعاملات المالية وتمويل المشاريع والأنشطة المختلفة في هذا القطاع، "هو المسؤول عن تحويل رؤوس الأموال من القطاعات الفائضة الى قطاعات العجز فهو يسهل توظيف راس المال بهدف زيادة الاستثمارات والإنتاجية". وللنظام المالي تأثير كبير على النشاط الاقتصادي وعلى النمو وعلى تكوين القطاعات الاقتصادية وتنويعها. ويهتم النظام المالي بإجمالي الادخارات واستثمارها في مختلف القطاعات. لذلك يلعب دور أساسي في جذب الفوائض المالية من وحدات الفائض مهما كانت طبيعة هذه الوحدات وتوفير التمويل الى الوحدات التي تعاني من العجز. ولذلك فهو مصدر أساسي لمنح الائتمان لجميع القطاعات الاقتصادية وبالتالي التأثير على الاستثمارات وحجمها ونوعها في أي بلد.¹

فالتعرف على مفهوم النظام المالي يتطلب التعرف على الوحدات الرئيسية وهي:²

الوحدات الاستهلاكية (قطاع الاستهلاك):

ويتمثل في العائلات والافراد وتعتبر مصدرا مهما من مصادر الادخار من جهة ومن جهة مقترضا للأموال. حيث تنفق من دخلها الجاري على سلع وخدمات الاستهلاك الجاري بينما تقترض لتمويل مشترياتها من سلع الاستهلاك الدائم (كالسيارات، الأثاث، الأبنية).

الوحدات الإنتاجية (القطاع الإنتاجي):

يعتبر أيضا من مصادر والادخار ولكن ليس بالأهمية التي تحتلها الوحدات الاستهلاكية كما تحتاج الى مصادر مالية لتمويل استثماراتها في الأبنية والمعدات وتمويل مشترياتها من المواد الأولية او الوسيطة التي تحتاجها في العملية الإنتاجية.

القطاع الحكومي:

تساهم الحكومة في النظام المالي من خلال أنشطتها في الاقتراض والإقراض ويعتمد هذا النشاط على وضع الميزانية العامة، وهي تدخر عندما تحقق فائضا وتستنثر في الموجودات المادية (المشروعات) او الموجودات المالية (أسهم وسندات) وتقترض عند وجود عجز في الميزانية العامة بإصدار أدوات مالية في الأسواق المالية او الاقتراض من مصادر داخلية او خارجية.

القطاع الأجنبي:

يرتبط دور القطاع الأجنبي في النظام المالي بوضع ميزان المدفوعات ففي حالة عجز يلعب هذا القطاع

¹ دكتور بريد كامل ال شبيب. الأسواق المالية والنقدية. دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ص 25.

² ساعد ابتسام، تقييم كفاءة النظام المالي الجزائري ودوره في تمويل الاقتصاد. مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية. فرع نقود وتمويل. جامعة محمد خيضر بسكرة. 2009. ص 32.

دور المقرض في السوق المالي عن طريق شراء أدوات مالية (أسهم وسندات).
من خلال ما سبق يتضح ان النظام المالي هو مجموعة الوحدات التي تقوم بعمليات الوساطة المالية المباشرة وغير المباشرة بهدف تعبئة المدخرات من وحدات الفائض لتمويل وحدات العجز في إطار الأنظمة والقوانين المتواجدة في البلد.

المطلب الثاني: أنواع الأنظمة المالية

تقسم الأنظمة المالية الى نوعين¹

نظام مالي موجه من قبل السوق:

هو النظام الذي تحتل فيه الأوراق المالية كالأسهم والسندات النسبة الأكبر من التمويل قياسا بمصادر التمويل الأخرى كالقروض المصرفية كما هو الحال بالنسبة للنظامية الماليين للولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا حيث يصنف هذين النظامين ضمن الأنظمة المالية الموجهة من قبل السوق لارتفاع نسبة التمويل فيهما عن طريق الأسواق المالية.

النظام الموجه من قبل المصارف:

هو النظام الذي تحتل فيه القروض المصرفية النسبة الأكبر مقارنة بمصادر التمويل الأخرى كالأسهم والسندات كما هو الحال بالنسبة للنظام المالي الألماني واليابان اللذين يصنفان ضمن هذا النوع لارتفاع نسبة التمويل المصرفي فيهما.

ويتم تصنيف الأنظمة المالية وفق مجموعة من المؤشرات تتمثل في:²

نسبة الموجودات المصرفية الى اجمالي موجودات النظام المالي:

ارتفاع نسبة الموجودات المصرفية الى مجموع موجودات النظام المالي معناه ان النظام المالي موجه من قبل المصارف، وفي حين انخفاض هذه النسبة يعني ان النظام المالي موجه من قبل السوق.

نسبة الموجودات التي تكون على شكل سندات الى مجموع الموجودات المالية:

عندما تكون نسبة الموجودات التي تتخذ شكل سندات الى اجمالي الموجودات المالية مرتفعه، فان هذا يشير الى ان النظام المالي يكون موجه من قبل السوق. في حين انخفاض هذه النسبة يعني ان النظام المالي نظام موجه من قبل المصارف.

1/نسبة السندات الى اجمالي موجودات القطاع العائلي:

ارتفاع هذه النسبة يعطي مؤشر ان النظام المالي هو نظام موجه من قبل السوق، اما انخفاضها فهو يشير الى انه نظام موجه من قبل المصارف.

¹ بن قبيبة زين الدين. أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر. مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية. جامعة أبو بكر بلقايد. تلمسان 2016 ص 23.

² بن قبيبة زين الدين، مرجع سبق ذكره ص ص 24 25.

2/نسبة المطلوبات التي تكون على شكل سندات الى مجموع المطلوبات المالية في الشركات غير المالية:

ان ارتفاع هذه النسبة يشير الى ان النظام المالي موجه من قبل السوق، اما انخفاضها يعطي دلالة على ان النظام موجه من قبل المصارف.

نسبة المطلوبات التي تكون على شكل سندات الى مجموع المطلوبات الكلية للقطاع العام: في الأنظمة المالية الموجهة من قبل السوق نلاحظ ارتفاع هذه النسبة اما الأنظمة المالية الموجهة من قبل المصارف نلاحظ انخفاض هذه النسبة.

4/ قيمة الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الى قيمة الناتج المحلي الإجمالي: نسبة قيمة الشركات المدرجة في السوق المالية الى قيمة الناتج المحلي الإجمالي تكون مرتفعة في الأنظمة المالية الموجهة من قبل السوق ومنخفضة في الأنظمة المالية الموجهة من قبل المصارف. وبناء على ما سبق يمكننا وضع هذه المؤشرات على شكل جدول:
الجدول رقم (1): الأهمية النسبية المعتمدة في تصنيف الأنظمة المالية بحسب طبيعة النظام المالي.

المؤشر	النظام المالي الموجه من قبل المصارف	النظام المالي الموجه من قبل السوق
نسبة الموجودات المصرفية الى اجمالي موجودات النظام المالي	مرتفعة	منخفضة
نسبة الموجودات التي تكون على شكل سندات الى مجموع الموجودات المالية	منخفضة	مرتفعة
نسبة المطلوبات التي تكون على شكل سندات الى مجموع المطلوبات المالية في الشركات غير المالية	منخفضة	مرتفعة
نسبة السندات الى مجموع موجودات القطاع العائلي	منخفضة	مرتفعة
نسبة المطلوبات التي تكون على كل سندات الى المطلوبات الكلية للقطاع العام	منخفضة	مرتفعة
قيمة الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الى قيمة الناتج المحلي الإجمالي	منخفضة	مرتفعة

المصدر: الجدول من اعداد الطلبة.

المطلب الثالث: آليات تحريك الأموال داخل النظام المالي

1) نظام التمويل المباشر:

يعبر عن العلاقة المباشرة بين المقرض والمقترض دون تدخل الوسطاء الماليين. وتتمثل هذه الطريقة في قيام الوحدات ذات العجز (المقترضين) بإصدار حقوق مالية في كل أسهم وسندات وبيعها الى الوحدات ذات الفائض (المدخرين).¹

ومن اهم معوقات هذا التمويل نجد:²

- ✓ يجب تطابق رغبة وحدات العجز ووحدات الفائض في تبادل الرصيد نفسه في الوقت نفسه.
 - ✓ المبالغ التي يمكن ان يحصل عليها المستثمر بهذه الطريقة محدودة بإمكانيات شخص مدخر واحد او اشخاص معدودين.
 - ✓ عدم قدرة المقرض تقدير الاخطار المحتملة مما يضعف فرص التوظيف الجيد للأموالويقلل من إمكانية الاستعمال الأمثل للموارد بالإضافة الى ارتفاع تكلفة البحث.
 - ✓ منح وإقراض الأموال عن طريق السماسرة وتجار الأوراق المالية.
- في الكثير من الأحيان يتم انتقال الأموال طبقاً لهذا الأسلوب من وحدات الفائض الى وحدات العجز بتدخل طرف ثالث يتمثل في خبراء السوق وهي "مؤسسات الخبرة المالية التي تختص بتقديم الاستشارات والمعلومات الى الوحدات المدخرة والوحدات المستثمرة بالشكل الذي يحقق التوافق بين رغباتهم بأقل تكلفة ممكنة³، وتصنف مؤسسات الخبرة المالية الى مؤسسات السمسرة ومؤسسات المتاجرة المالية.

2) نظام التمويل غير المباشر:

يتم عن طريق الوسطاء الماليين حيث تحول الأموال من المقرضين الى المقترضين من خلال وسطاء ماليين، اللذين يقومون باقتراض الأموال من أصحاب الفائض المالي الى أصحاب العجز المالي.⁴

تعتبر البنوك المثال التقليدي لهذا النوع من الوسطاء، حيث يلجا الكثير من العملاء الى البنك لفتح حسابات جارية او حسابات ودائع لأجل نظراً لوجود عامل الأمان. بدرجة كبيرة. بالإضافة الى عامل السيولة فقد يضحى العميل بجزء من العائد مقابل عوامل الأمانة والسيولة والملائمة، بدلاً من اللجوء الى السماسرة وشراء أوراق مالية وتحمل المخاطر المترتبة على ذلك.⁵

¹ عامر عبد الرحمن، أهمية النظام المالي والاستثمار الأجنبي في التوجه الاقتصادي الجديد في سياسة التنمية. دراسة حالة الجزائر. تخصص علوم اقتصادية. جامعة جيلالي ليايس. سيدي بلعباس 2017 ص 74.

² بن قلبية زين الدين، مرجع سبق ذكره ص 41.

³ عبد المنعم السيد علي ونزار الدين العيسى. النقود والمصارف والأسواق المالية. دار الحامد. الأردن 2005 ص 90.

⁴ عامر عبد الرحمن. مرجع سبق ذكره ص 75

⁵ بن قلبية زين الدين. مرجع سبق ذكره ص 43.

تلجأ البنوك التجارية بالمقابل الى خلق أسواق لاستثمار المدخرات ويصدر الوسطاء الاخرين أوراق مالية ثانوية ومعروفة على نطاق كبير لدى الافراد وتتصف هذه الأوراق بعوامل السيولة، الأمان، الملائمة. القبول وإمكانية الحصول عليها.

المبحث الثاني: مكونات النظام المالي ووظائفه

المطلب الأول: مكونات النظام المالي

أولاً: الأسواق المالية:

تعرف الأسواق المالية بأنها كل مكان او حيز تنتقل فيه رؤوس الأموال من وحدات العجز الى وحدات الفائض عن طريق اصدار وتداول أوراق مالية معينة بشرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق، تجعل الائتمان سائد في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه¹، وتتكون من سوقين رئيسيين هما:²

السوق النقدية والمعروفة كذلك بسوق رؤوس الأموال قصيرة الاجل وسوق رؤوس الأموال والمعروفة كذلك بسوق رؤوس الأموال متوسطة وطويلة الاجل،ويمكن التمييز بين السوقين بناء على مدة استحقاق الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق.

1. السوق النقدية

تعريفها:

يقصد بها السوق الذي يتعامل في الأوراق قصيرة الاجل حيث تمثل هذه الأوراق دين او صكوك مديونية مدون عليها ما يؤيد بان لحاملها او لحائزها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق ان أقرضه لطرف اخر، وهذه الأدوات تكون قابلة للتداول وان تواريخ استحقاقها لا تزيد عن سنة.³

وتنقسم سوق النقد بدورها الى:

السوق الاولي: من خلالها يتم الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة.⁴

السوق الثانوي: يتم من خلاله تداول الإصدارات النقدية قصيرة الاجل ويتم تحديد السعر وفقاً لقوى العرض والطلب⁵ ويتكون سوق النقد الثانوي من فرعين هما:⁶

سوق الخصم: وهي السوق الذي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل ومن أهمها القبولات المصرفية والأوراق التجارية، ادونات الخزينة.

¹ احمد أبو موسى. الأسواق المالية والنقدية. دار معتز للنشر والتوزيع. الأردن. 2005 ص ص 10، 11.

² بوكساني رشيد. معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها. أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه. كلية العلوم الاقتصادية. جامعة الجزائر. 2006. ص 5.

⁴ عبد النافع الزرري وغازي فرج. الأسواق المالية. دار وائل للنشر. الأردن. 2001. ص 36.

⁵ احمد سعيد عبد اللطيف. بورصة الأوراق المالية. الدار الجامعية. مصر. 1999. ص 7.

⁶ سرياق رفيق. مطبوعة أسواق مالية. تخصص علوم اقتصادية. جامعة قلمة. 2017/2018 ص 3.

الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية

أسواق القروض قصيرة الاجل: وتشمل جميع أنواع القروض التي تعقد لأجل قصيرة تتراوح من أسبوع واحد الى سنة كاملة.

الأدوات الاستثمارية قصيرة الاجل: تشمل هذه الأدوات ما يلي:¹

شهادات الإيداع. الكمبيالات المصرفية. الأوراق التجارية. قرض فائض الاحتياطي الالزامي.

الأطراف المتعاملة في السوق: ويتمثلون في أصحاب العرض والطلب للنقود قصيرة الاجل وتتكون من ثلاث عناصر:²

الطرف الأول: مؤسسات الوساطة المالية والنقدية مثل البنك المركزي والبنوك التجارية وشركات التأمين والمؤسسات المالية غير المصرفية.

الطرف الثاني: أصحاب الفوائض المالية أي الفئات التي لها مدخرات تبحث عن توظيف قصير الاجل يحقق لهم السيولة والعائد وقلة المخاطر.

الطرف الثالث: الوحدات ذات العجز التي تحتاج الى سيولة او ائتمان قصير الاجل.

خصائص السوق النقدي: تتسم أسواق النقد بخصائص عديدة منها:³

- يتم فيها تداول أدوات مالية قصيرة الاجل تتراوح فترات استحقاقها ما بين يوم واحد في بعض الحالات وسنة واحدة بشكل عام.
- خاصيتها الرئيسية هي سيولتها النسبية والسيولة تعني القدرة على التحول الى نقود قانونية في خلال مدة قصيرة ولأقل خسارة.
- درجة المخاطرة إذا قيست بالأسواق الأخرى لوجدناها قليلة، ذلك ان اجال الاستحقاق في العادة لا تزيد عن سنة واحدة.
- يمتاز السوق النقدي بالمرونة العالية نظرا لصغر الأجل وما يتمتع به من انخفاض درجة المخاطرة مما أعطاه صفة المرونة وسرعة التجاوب مع المتغيرات الاقتصادية مما يقلل الخسائر ويعظم العوائد.
- يتدخل البنك المركزي في هذا السوق لتغيير أسعار الفائدة قصيرة الاجل بضبط احتياجات البنوك العاملة فيكون لهذا السوق دوره في السياسة النقدية على اعتبار ان البنوك أساس السوق النقدي.

أهمية السوق النقدي:

¹ عيسى محمد الغزالي. تحليلي الأسواق المالية. سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية. العدد السابع والعشرون. مارس 2004. السنة الثالثة. الكويت ص 5.

² عامر عبد الرحمن. مرجع سابق ص 75.

³ سميحة بن محياوي. دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية. دراسة حالة بعض الدول العربية. أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه. كلية العلوم الاقتصادية. جامعة يسكرة. 2015. ص 17.

الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية

تتمثل أهمية السوق النقدي في:¹

- تأمين السيولة النقدية وأدوات الدفع الأخرى.
- توظيف الموارد النقدية المتوفرة لدى البنوك التجارية.
- توفير احتياجات الأنشطة الاقتصادية الجارية من التمويل قصير الاجل.
- توفير احتياجات الاراد الى الائتمان الاستهلاكي.
- مواجهة الزيادات الطارئة في المصروفات العامة عن الإيرادات العامة الحكومية (اصدار اذون الخزينة).
- تلبية احتياجات قطاع التجارة من الضمانات المصرفية والاعتمادات المفتوحة.
- تمكن البنك المركزي من ممارسة وظيفة الرقابة على الائتمان.

2. أسواق راس المال

تعريف أسواق راس المال

هي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة الاجل ومتوسطة الاجل. والتي تزيد مدة اجلها عن سنة سواء من خلال الإقراض طويل الاجل او تداول الأوراق المالية مثل: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة وغيرها من الأوراق المالية.²

تصنيفات أسواق راس المال:

تنقسم أسواق راس المال الى أسواق حاضرة وأسواق عقود مستقبلية ويقصد بالأسواق الحاضرة تلك الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الاجل (الأسهم والسندات) اما أسواق العقود المستقبلية فهي تتعامل أيضا في الأسهم والسندات من خلال عقود يتم تناولها في تاريخ لاحق.³ وتحتوي الأسواق الحاضرة على سوقين هما:

1. سوق الإصدار (السوق الاولي):

وهي السوق التي تختص بإصدار الأوراق المالية، الأسهم والسندات للشركات القائمة وحديثة التأسيس بالاكتتاب العام والخاص.⁴ فهي بذلك تسمى بالسوق الجديدة، وقد يتم إصدارها بإحدى الطريقتين:⁵⁽²³⁾

الطريقة المباشرة: وهي ان تتصل الجهة المصدرة بعدد من كبار المستثمرين أفرادا كانوا او مؤسسات مالية فتبيعهم الأسهم والسندات التي أصدرتها.

الطريقة غير المباشرة: وهي ان تصدر مؤسسة مختصة عادة ما تكون مؤسسة مالية تلك الأوراق.

¹ صلعة سمية. مطبوعة المؤسسة والأسواق المالية. تخصص إدارة مالية. جامعة البيض. 2018/2017. ص 17.

² عادل احمد حشيش. اساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي. دار الجامعة الجديدة. 2004. ص 149.

³ بوكساني رشيد. مرجع سابق الذكر. ص 42.

⁴ دريد كامل الشيبب. إدارة المحافظ الاستثمارية. الطبعة الأولى. دار المسيرة. الأردن. 2010. ص 101.

⁵ عيساوي سهام. دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق راس المال. دراسة حالة سوق راس المال الفرنسي. أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه. تخصص اقتصاديات النقود. جامعة بكرة. 2015. ص 32.

2. السوق الثانوية:

هي السوق التي تتداول فيه الأوراق المالية التي أصدرت في السوق الاولي. حيث ان نجاح السوق الاولي مرتبط بنجاح السوق الثانوي التي تسهل تداول الأوراق المالية يمكن هنا التمييز بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة.¹

فالسوق المنظمة يتميز بان له مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع والشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق مثل البورصة.²

والأسواق غير المنظمة تطلق على المعاملات التي تجرى خارج البورصات تتولاها السمسرة وقد تجرى عن طريق شبكات الاتصال وتتعامل بالأوراق المالية غير المسجلة في البورصة.³

أدوات سوق راس المال: تشمل هذه الأدوات ما يلي: ⁴

السندات الحكومية، سندات الشركات، الصكوك، الأسهم (الأسهم الممتازة والأسهم العادية).

خصائص سوق راس المال:

يمتاز السوق المالي بالخصائص التالية:⁵

- ❖ **من حيث العائد:** يمتاز الاستثمار في سوق راس المال بالوفرة. مما يدفع المستثمرين للاهتمام بالدخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة، لذلك يجلب ان تتوفر الأدوات الاستثمارية الأكثر عائد بأقل تكلفة ممكنة.
- ❖ **من حيث التنظيم:** يعد أكثر انتظاما من السوق النقدي نظرا لكون المتعاملين فيه على درجة كبيرة من التخصص والخبرة في عقد الصفقات المالية.
- ❖ يتيح فرصة التمويل لكثير من المشروعات الإنتاجية التي تحتاج الى رؤوس أموال كبيرة لأجلطويل.
- ❖ بما ان العائد مرتفع فتكون المخاطرة عالية لقلة السيولة (مقارنة بالسوق النقدي) وتغير أسعار الأسهم والسندات مما يجعل مخاطرتها كبيرة.

أهمية أسواق راس المال:

تتمثل أهمية أسواق راس المال في:⁶

- تعتبر أداة هامة لتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو مجالات الاستثمار المنتجة.
- تقوم بتوزيع مخاطر العملية الإنتاجية على من هم أكثر قدرة على احتمالها.

¹ناظم محمد نوري الشمري. اساسيات الاستثمار العيني والمالي. دار وائل. عمان. الأردن. ص 187.

² علي سعد محمد داود. البنوك ومحافظ الاستثمار. دار التعليم الجامعي. الإسكندرية. 2012. ص 176.

³ منير عوادي. دور سوق الأوراق المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية. دراسة حالة مجمع صيدال (2010-2013). مذكرة مقدمة لنيل

شهادة الماجستير. تخصص الأسواق المالية والبورصات جامعة بسكرة 2015 ص9.

⁴ نفس المرجع. ص 9.

⁵ بن قلبية زين الدين. مرجع سابق الذكر. ص 35.

⁶ صلعة سمية. مرجع سبق ذكره. ص 25.

الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية

○ تقوم بدور الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين كما ان غياب تلك الأسواق او ضعفها يضعف من عمليات الوساطة المالية ويجعل تكلفتها غالية.

ثالثا: مؤسسات الوساطة المالية

يمكن القول ان مفهوم الوساطة المالية يشمل المنظمات التي تمارس وظيفة تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها او توجيهها الى وحدات اقتصادية مختلفة. ذلك من خلال حصولها على أموال عن طريق خلق الطلب (دين) على نفسها (في شكل ودائع ادخارية)، ثم اقراضها الى الجمهور او قيامها باستثمار هذه الأموال المدخرة من خلال شراء أدوات استثمارية.

لكن المؤسسات المالية الوسيطة تختلف من حيث طبيعة ادواتها المستخدمة في تطوير أصولها وخصومها وطبيعة الحقوق والخدمات التي تتيحها للدائنين وتحصل عليها من المدنيين. وتصنف مؤسسات الوساطة المالية الى:

1. مؤسسات الإيداع: تضم كل من البنك المركزي ومؤسسات الإيداع الأخرى.

البنك المركزي: هو بنك البنوك تقتصر اعماله مع الحكومة والبنوك الأخرى بمختلف أنواعها حيث يتولى تنظيم السياسة النقدية والاشراف على تنفيذها.¹

هو المؤسسة التي تكون وظيفتها الرئيسية المساعدة والرقابة واستقرار النظام المصرفي في الدولة بغرض تحقيق الصالح العام للدولة.²

2. مؤسسات الإيداع الأخرى: مؤسسات مالية تتميز بقبول الودائع من الوحدات الاقتصادية بغرض توظيفها في أنشطتها المختلفة كمنح الائتمان، كما تقوم بدورها في عملية انشاء النقود ويضم أساسا:

البنوك التجارية: هي تلك البنوك التي تقبل ودائع الافراد وتلتزم بدفعها عند الطلب او في موعد لاحق. وهي التي تتعامل في الأصل في الاجل القصير، او على الأقل جل عملياتها تكون في اجال قصيرة.³

بنوك الاستثمار: وهي بنوك متخصصة في تمويل الاستثمارات. أي انها تتعامل في الاجلين المتوسط والطويل تساهم في رؤوس أموال الشركات، كما توسع نطاق نشاطها ليشمل أيضا التعامل في مجال الأوراق المالية (المشتقات المالية الخ).⁴

بنوك الادخار: بنوك تعتمد على الودائع الادخارية من اجل استخدام هذه الودائع في تقديم قروض عقارية، حيث تعرضت هذه المؤسسات الى مشاكل نتيجة اقتتصار نشاطها على تقديم قروض عقارية فقط، ولذا سمح لها القانون بإصدار ودائع شكلية وتقديم قروض الى المستهلكين بجانب قروض الرهونات العقارية.⁵

¹ زياد سليم رمضان. محفوظ الدوجة. إدارة البنوك. دار المسيرة. طبعة 2. 1996 ص 90.

² سامي خليل. اقتصاديات النقود والبنوك. دار النهضة العربية. مصر. 2002. ص 410.

³ مجدي محمود شهاب. الاقتصاد النقدي المصرفي. دار الجامعية. مصر. 1990. ص 191.

⁴ اوصغير لويضة. ملتقى وطني حول النظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية. يومي 5.4 فيفري 2019 ص 7.

⁵ محمد يونس. عبد المنعم مبارك. مقدمة في اعمال البنوك والأسواق المالية. دار الجامعية. مصر ص ص 149. 150.

الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية

اتحاد الائتمان: عبارة عن مؤسسات تعاونية صغيرة للإقراض تم تنظيمها لتشمل مجموعات اجتماعية معينة. فمثلا نجد منها: اتحاد الائتمان لاتحاد العمال، اتحاد الائتمان للعمال في مؤسسة معينة. حيث تقوم بتعبئة الموارد المالية من الودائع التي يقدمها الأعضاء في شكل مساهمات واستخدامها في تقديم قروض استهلاكية.¹

2. المؤسسات المالية الأخرى:

تشغل هذه المؤسسات أساسا بإنتاج المنتجات المالية ومنها:

شركات التامين:

شركة التامين هي مؤسسة مالية تتلقى الأموال من المؤمن لهم، تعمل كوسيط يقبل الأموال التي تتمثل في الأقساط التي يقدمها المؤمن ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد معين.² تلعب دورا غير مباشر كواحدة من اهم مؤسسات الوساطة المالية، حيث تقوم بتجميع الوحدات ذات الفائض في صورة أسهم وأقساط تامين ونقلها الى الوحدات ذات العجز. ونظرا للدور الذي تلعبه هذه المؤسسات فان الدول تتدخل بشكل كبير في تنظيم طرق ممارسة هذه الشركات لوظيفتها. حيث في بعض الأحيان تقوم بإجبارها بالاحتفاظ بنسبة من الاحتياطات النقدية. ولا تتحصر وظيفتها فقط على تامين الأفراد ضد خطر معين، وإنما تساهم في التنمية الاقتصادية من خلال توفير الموارد المالية وتنمية وتشجيع الوعي الادخاري.³

شركات الاستثمار:

هي مؤسسات تقوم بتجميع الأموال من مختلف المستثمرين وبالأخص من صغار المستثمرين اللذين لا يملكون موارد كافية لتكوين تشكيلات مختلفة من المحافظ المالية. وكذلك مساعدة كبار المستثمرين اللذين لا يتوفر لديهم الوقت الكافي لإدارة محافظهم الاستثمارية.⁴

شركات التمويل:

تعتبر شركات ترويج مالي، تتكون مواردها من حصيلة ما تصدره من أسهم وسندات بالإضافة الى ما تحصل عليه من قروض من البنوك التجارية. اما استخدامات تلك الموارد فتتمثل في تقديم القروض القصيرة والمتوسطة الاجل للأفراد ومنشآت الاعمال.⁵

المطلب الثاني: وظائف النظام المالي

يسعى النظام المالي لتقديم الوظائف والمهام الأساسية التالية:

1- تجميع المدخرات:

¹ نفس المرجع. ص 150.

² عامر عبد الرحمن. مرجع سبق ذكره. ص 78.

³ عبد الغفار حنفي. رسمية قرياقص. البورصات والمؤسسات المالية. الدار الجامعية. طبعة الأولى. مصر. 2002. ص 355.

⁴ عادل احمد حشيشي. مرجع سبق ذكره. ص 160.

⁵ عبد الغفار حنفي. رسمية قرياقص. مرجع سبق ذكره. ص 387.

الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية

يوفر النظام المالي منافذ لتعبئة الادخار سواء من جانب الافراد او المؤسسات، مما يؤدي الى ارجاء الاستهلاك في الوقت الحار نحو الاستثمار، حيث يمكن للمدخرين في ظل وجود هذا النظام اقراض فائض أموالهم الى المقترضين والحصول على عائد مقابل ذلك سواء في شكل فوائد او أرباح رأسمالية، ويعتمد هذا النظام في أدائه لهذه الوظيفة على توفير عائدات مغرية من خلال طرح معدلات فائدة مشجعة او تقديم ضمانات حول الأوراق المالية المصدرة.¹

2- إجراءات معاملات التسوية والدفع:

حيث يزود النظام المالي الاقتصاد بالوسائل اللازمة لأداء الالتزامات في شكل عملة نقدية وشيكات ووسائل الدفع الأخرى، وقد ساهم التطور الذي عرفته مؤسسات النظام المالي في الوقت الحاضر الى ظهور وسائل دفع جديدة كالنقود والشيكات الالكترونية.²

3- تجميع المعلومات وتحليلها:

يقدم النظام المالي خدمة رئيسية من خلال تجميع وتحليل المعلومات المالية. وهو بذلك يساهم في تخفيض التكاليف التي يمكن ان يتحملها المقرضون والمقترضون في حال قيامهم بهذه العملية. ويؤدي النظام المالي هذا الدور من خلال الاستعانة بالخبراء في ميدان التحليل المالي، حيث تكون تكلفة استخدام هؤلاء الخبراء منخفضة جدا.³

4- تسهيل إدارة المخاطر المالية:

تعمل الوساطة المالية على التقليل من المخاطرة من خلال توزيع و تقاسم المخاطر و التنويع في اختيار الاستثمارات التي يمولها من خلال توزيع الودائع المتاحة للإقراض على مختلف المشاريع الاقتصادية و ذلك وفقا لمحددات الاستثمار و اعتبارات العائد و المخاطرة و السيولة المرتبطة بها، الامر الذي يؤدي الى تخفيض تكلفة المخاطر المجمعمة مقارنة بما قد تفضي اليه مخاطر مشروع واحد على مستثمر واحد ، بالإضافة الى قدرتها على اختيار الاستثمارات ذات المردود الأعلى و المخاطر الأقل، أي انها تقلل من المخاطر المالية من خلال ما توفره من فرص امام المستثمرين لتنويع محافظهم المالية.⁴

5- ممارسة الرقابة على الشركات الممولة:

بمجرد حصول المؤسسات الاقتصادية على القروض التي تحتاجها تصبح خاضعة لرقابة أجهزة الوساطة المالية، وذلك بهدف تقييم أدائها والتأكد من ان التسيير الممارس في هاته المؤسسات يصب في مصلحة القرضين (أصحاب الودائع). تعتبر هذه الوظيفة جد مهمة خاصة بالنسبة للدول النامية التي تتميز بعدم كفاءة الأسواق أي

¹ منير إبراهيم الهندي. إدارة الأسواق والمنشآت المالية. منشآت المعارف. مصر. 2002. ص 323.

² اوصغير الويزة. مرجع سبق ذكره. ص 7.

³ نفس المرجع. ص 8.

⁴ نفس المرجع ص 8.

وجود مشكلة عدم تناظر المعلومات التي تقوم في ظلها المؤسسات الاقتصادية الطالبة للتمويل بإخفاء المعلومات الحقيقية المتعلقة بنشاطها، مما قد يعرض أموال المقرضين للضياع او استثمارها في أنشطة غير مرغوب فيها.¹

المبحث الثالث: الاندماج المالي الدولي في ظل العولمة المالية

المطلب الأول: مدخل الى العولمة المالية

1.الاتجاه الى العولمة المالية:²

في مطامع السبعينات من القرن الماضي، ومع انتهاء عصر بريتون وودز والدخول في عصر تعويم أسعار العملات. بدأت مرحلة جديدة و حاسمة، حيث دخلت اقتصاديات البلدان الصناعية المتقدمة مرحلة الركود التضخمي فارتفعت فيها معدلات البطالة مع معدلات التضخم في ان واحد، و تردت معدلات الاستثمار و النمو و الإنتاجية، هذا في الوقت الذي نشأت فيه على الصعيد المالي اكبر مشكلة فائض مالي في تاريخ النظام الرأسمالي و سادت أجواء من عدم الاستقرار داخليا و خارجيا، و ظهر مناخ جديد ضاغط لمسار العولمة المالية، لاسيما و ان هذا الفائض كان ينذر باندلاع أزمات اقتصادية خطيرة في ظل القيود المفروضة على رؤوس الأموال و التي كانت تسهم في تأزيم مشكلة استيعاب هذا الفائض من خلال إعاقه حركته فيما بين الأسواق المالية الدولية. وقد اخذ بالاعتماد على العولمة المالية تعاضم ظاهرة التدويل على كافة الأصعدة الإنتاجية والتسويقية والتكنولوجية، ويقصد بالتدويل ذلك البروز المتعاظم لدور العلاقات الاقتصادية الدولية مقارنة بالنشاط الاقتصادي على المستوى المحلي وهو الدور الذي قادتته الشركات العملاقة متعددة الجنسيات. إضافة الى تنامي بعض المؤشرات كارتفاع نسبة الصادرات الى الناتج المحلي الإجمالي في العديد من الدول الصناعية، وتجاوز نسبة نمو التجارة العالمية لنمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي وتعدد عملات الاحتياطي الدولي. وفي ظل هذه الأجواء تولدت عوامل ضاغطة في اتجاه عمليات التحرير المالي فقامت معظم البلدان الصناعية والنامية (والدول الاشتراكية سابقا) بتحرير قطاعاتها المالية و تبني سياسة الانفتاح المالي الامر الذي دفع بقوة الى عولمة الأسواق المالية. وأصبحت أسواق راس المال أكثر ارتباطا وتكاملا حيث قفزت التدفقات المالية بين الأسواق المالية قفزة هائلة.

2.تعريف العولمة المالية:

تعتبر العولمة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول الى ما يسمى بالانفتاح المالي مما أدى الى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال الغاء القيود على حركة رؤوس

¹ عامر عبد الرحمن. مرجع سبق ذكره. ص 78.

² عبد اللطيف مصيطفي. محمد بن بوزيان. اساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية. مكتبة صين العصرية للطبع والنشر. بيروت لبنان

2015. ص ص 307 308.

الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية

الأموال ومن ثم اخذت تتدفق عبر الحدود ولتصب في أسواق المال العالمية.¹

والجدير ان جوهر عولمة الأسواق المالية هو تحرير حساب راس المال ويقصد به الغاء الحظر على المعاملات في حساب راس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات والتي تشمل المعاملات بمختلف اشكال راس المال مثل الديون، الأسهم، والاستثمار المباشر والعقاري والثروات الشخصية، وعليه فان تحرير راس المال يرتبط بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات.²

وتفصيلا فان العولمة المالية تتضمن تحرير المعاملات التالية:³

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية مثل: الأسهم، السندات، الأوراق الاستثمارية والمشتقات.
- المعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية، أي المعاملات الخاصة بشراء او بيع العقارات التي تتم محليا بواسطة غير المقيمين او شراء العقارات في الخارج بواسطة المقيمين.
- المعاملات الخاصة بالائتمان التجاري والمالي والضمانات والكفالات والتسهيلات المالية التي تشمل التدفقات للداخل او على التدفقات للخارج.
- المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية وهي تشمل الودائع وعلى اقتراض البنوك من الخارج التي تشمل التدفقات للداخل وعلى القروض والودائع الأجنبية التي تمثل تدفقات للخارج.
- المعاملات المتعلقة بتحركات رؤوس الاموال الشخصية وتشمل المعاملات الخاصة بالودائع او القروض او الهدايا او المنح او الميراث او الشركات او تسوية الديون.
- المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر وهي تشمل التحرر من القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد للداخل او المتجه للخارج او على تصفية الاستثمارات وتحويلات الأرباح عبر الحدود.

العوامل المساعدة على تطور العولمة المالية

من العوامل التي ساعدت على تطور النشاط المالي واندماج الأسواق المالية ما يلي:

1. ازالة القيود على حركة رؤوس الأموال:

قامت الدول الاوربية بإلغاء القيود على المدفوعات بالنسبة للحساب الجاري سنة 1958، اما الولايات المتحدة الامريكية فقامت بإزالتها سنة 1959. ثم تبعت الدول الأخرى هذا النظام وهكذا تضاعفت عدد الدول التي عمدت الى الغاء القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال. أدى هذا العامل الى اندماج الأسواق المالية،

¹ ابركان سوماية. حاروش لطيفة. دور العولمة المالية في خلق الازمات الاقتصادية. دراسة حالة الازمة المالية العالمية. 2008. تخصص نقود ومالية دولية. جامعة جيجل. 2013. ص 23.

² شذا جمال خطيب. العولمة المالية ومشكل الأسواق العربية لرأس المال. دار مجد لاوي. عمان. 2008. ص 31.

³ عبد الحميد عبد المطلب. العولمة واقتصاديات البنوك. الدار الجامعية. مصر. 2005. ص 50 51.

الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية

بحيث أصبح أداء بعض أسواق الدول النامية أكثر جاذبية من الاقتصاديات المتقدمة وخاصة من حيث تنويع المحفظة المالية للمستثمرين.¹

2. تكامل أسواق المال الدولية:

تعتبر الحركية الدولية لرأس المال مظهرا أساسيا من مظاهر التكامل المالي الدولي لارتباطها الوثيق بكفاءة الأسواق المالية الدولية التي تعد القناة الأساسية لتدفق الوفرة المالية المختلفة عبر مختلف دول العالم، وقد نتج عن تحرير الأسواق المالية للدول المتلقية والدول المصدرة لرأس المال تزايد في تكامل الدول النامية في النظام المالي الدولي.²

اذ بلغ حجم التدفقات الرأسمالية في الأسواق المالية الدولية الناشئة، خاصة جنوب شرق اسيا وأمريكا اللاتينية خلال الفترة (1973-1983) حوالي 163 مليار دولار، ثم انخفضت بعد ذلك الى حوالي 103 مليار دولار خلال الفترة المتبقية من الثمانينيات متأثرة بأزمة الديون الخارجية التي حدثت في المكسيك عام 1982، ومثلت القروض 57% من حجم هذه التدفقات الرأسمالية. وخلال الفترة (1966-1990) زاد حجم التدفقات الرأسمالية الخاصة. حيث فاقت مجموع التدفقات خلال الفترة (1973-1983) بزيادة مقدارها سبعة اضعاف.³

3. تطور سوق عملات الأورو والدولية وسوق السندات الدولية:

سوق عملات الأورو والدولية هي سوق للعملات خارج حدودها الوطنية. وهي لا تخضع للقيود والضوابط التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية. ومن أهمها سوق " الأورو، الدولار " التي تطورت تطورا كبيرا بعد إيداع الدول النفطية فوائضها في البنوك العالمية في هذا السوق بسبب ارتفاع سعر النفط سنة 1973 والحركة المتزايدة لهذه الأموال أعطت دفعا كبيرا لتطور العولمة.⁴

كما تعتبر سوق السندات الدولية من أكثر أسواق رأس المال تحررا وسهولة في الوصول إليها بهدف الحصول على قروض طويلة الأجل من جانب المقترضين الدوليين، وقد بدأت هذه الأسواق تحتل مركزا بارزا في مجال الاستثمارات المالية الدولية منذ مطلع الستينات من القرن الماضي.⁵

4. التطور الصناعي في بعض الدول النامية واندماجها في السوق المالي العالمي.

¹ صالح مفتاح. العولمة المالية. مجلة العلوم الإنسانية. عدد 2. جامعة بسكرة. جوان 2002. ص 3.
² نادية العقون. العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج. دراسة لازمة الرهن العقاري. أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه. جامعة باتنة 2013. ص 53.

³ احمد بوراس. العولمة والأسواق المالية في الدول النامية. مجلة العلوم الإنسانية. العدد 17. قسنطينة. جوان 2001. ص 24.

⁴ صالح مفتاح. مرجع سبق ذكره ص 6.

⁵ العقون نادية. مرجع سبق ذكره. ص 53.

الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية

تعتبر الدول النامية احدى القوى الدافعة للعولمة. حيث زاد نصيب التجارة (الصادرات الواردات) الى الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول زيادة سريعة من حوالي 33% في منتصف الثمانينات الى حوالي 43% في منتصف التسعينات.¹

ويعود تكامل الدول النامية في الاقتصاد العالمي الى برامج الإصلاح الاقتصادي التي قامت بها، واتجاهها نحو تحرير القطاع المالي والمصرفي، كما عمدت كثير من الدول الى توسيع مدى تحرك أسعار الفائدة، وخفضت من نسب الاحتياطي القانوني، الى جانب خوصصة البنوك وشركات التأمين والغاء الحواجز التي تفصل بين السوق المحلي والدولي للأوراق المالية². مما ساعد على اندماج السوق المالية المحلية لهذه البلدان في الأسواق المالية الدولية.

5. الوتيرة العالية للمبتكرات المالية:

والتي ارتبطت بشكل وثيق بالتطور الهائل الذي عرفته تكنولوجيا الإعلام والاتصال التي قلصت من وقت وتكاليف التعامل وإجراء الصفقات في الأسواق المالية، فساعد ذلك على تعميق ظاهرة الوساطة وتسهيل الحركة العالمية لرؤوس الأموال. وتعد المبتكرات المالية بمثابة المحرك الأساسي لكل التحولات والتطورات التي عرفتها الأسواق المالية. ويجب الإشارة هنا ان اغلب المبتكرات ليست مبتكرات اصليّة، بل اغلبها عبارة عن تحسينات او إضافات تدخل على منتج قديم. أي انها تضاف على هامش الخصائص القديمة. كما ان اهم ما يميز المبتكرات المالية عن غيرها هو طابعها الهجين. فهي في الغالب تجمع بين عدة ابتكارات في نفس الوقت. كما أنها لا تملك براءة اختراع وهي سهلة التقليد أي ان دورة حياتها قصيرة جدا وهذا هو سبب الوتيرة العالية لهذه المبتكرات.³

6. التطور التكنولوجي وانخفاض تكاليف النقل والاتصالات:

أسهمت التطورات المرتبطة بثورة المعلومات والاتصالات والتقنيات ذات الصلة بهما. ومنها التوسع في استخدام الحاسوب والانترنت. في ربط الأسواق المالية والنقدية وتوحيدها على نطاق العالم ككل في ظل التحرير المالي. الأمر الذي هيا لتوظيف التكنولوجيا المتطورة في خدمة المصالح الرأسمالية، وأسهم بصورة مهمة في تحقق العولمة المالية. اذ وانطلاقا من النصف الثاني من سبعينيات القرن العشرين شهد العالم ثورة تكنولوجيا عارمة ساعدت على اندماج أسواق المال الدولية ورفع سيولتها. وتسهيل تدفق رؤوس الأموال والحصول عليها بسرعة كبيرة.⁴

¹ احمد بوراس. مرجع سابق الذكر ص 24.

² العقون نادية. مرجع سابق الذكر. ص 54.

³ نفس المرجع. ص 54.

⁴ العقون نادية. مرجع سبق ذكره. ص 54.

7. تنامي دور المستثمرين المؤسسين:

تضم الأسواق المالية مؤسسات مالية تقوم بالكثير من العمليات على القيم. اذ يمثل المستثمرون المؤسسون الفئة الأكثر أهمية في هذه السوق. نظرا للكتلة الكبيرة لرؤوس الأموال التي يديرونها: وهي تضم صناديق المعاشات التي تدير أموال التقاعد ومؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، شركات التأمين، الصناديق المضاربة. ويكون تدخل هؤلاء المستثمرين في السوق سواء للتغطية او المضاربة، وهم يلعبون دورا متزايدا ليس فقط على مستوى الأسواق المالية لكن أيضا من خلال اليات الإنتاج الحقيقي. وحجم هذه المؤسسات يختلف باختلاف البلدان، كما ان القواعد التي تحكم توزيع العائد والمخاطر بين هؤلاء المتعاملين تختلف باختلاف المؤسسات.¹

اثار العولمة المالية

يمكن عرض الجوانب الإيجابية والسلبية للعولمة كما يلي:²

الجوانب الإيجابية:

- ✚ تساعد العولمة على التحرير الكلي لانتقال رؤوس الأموال بين الدول.
- ✚ توفير قدر كبير من الأموال القابلة للاستخدامات المختلفة في خدمة العملاء.
- ✚ زيادة الضغوط المفروضة على القطاع المصرفي المحلي. لتحسين وضعه ونوعية خدماته، التخفيف من حدة نقص السيولة المالية ولو بشكل مؤقت والحد من المنافسة غير الشرعية المطبقة من طرف الدول على المقترضين الخواص والتحكم في الطلب عبر الزمن.
- ✚ ضمان موارد مالية أكبر و توسيع مجال توظيف الأموال الدولية وتوفير سيولة مالية دائمة والتنوع في الأصول الدولية، وظهور منافسة قوية من اجل توظيف الأموال في المجالات المختلفة.
- ✚ إمكانية زيادة تعبئة المدخرات المالية وزيادة المنافسة بين الشركات.
- ✚ تخفيض فرص لزيادة الكفاءة في تخصيص الموارد في اتجاه مناطق المزايا النسبية.
- ✚ التخفيض من مشكلة التمويل الخارجي.
- ✚ اتجاه أسعار الفائدة نحو الانخفاض الامر الذي يؤثر إيجابيا على الاستثمارات.
- ✚ زيادة المزايا الناجمة عن تنوع المحافظ.

الجوانب السلبية

- ✚ إمكانية بروز ظاهرة غسيل الأموال بما لها من تبعات على السوق المالية في الأمد القصير.
- ✚ فرض ضغوط تنافسية شديدة على القطاع المحلي بما لا يساعده على الاستقرار والاستمرار.

¹ نفس المرجع ص 58.

² عبد اللطيف مصيطفي. محمد بن بوزيان. مرجع سبق ذكره. ص ص 314-315.

الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية

- فقدان الحكومة والسلطات العمومية السيطرة على الظواهر المالية المختلفة.
- قد تعرقل السياسة الاقتصادية لأي بلد بسبب التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال الخارجية.
- انخفاض الطلب على العمالة غير الماهرة وزيادة البطالة.
- سيؤدي حدوث أزمات اقتصادية في احدى الدول الى التأثير وبسرعة على بقية الدول الأخرى المرتبطة بها، مع إمكانية حدوث اثار مدمرة على تلك الدول التي لا تستطيع مواجهة تلك الازمات والمشاكل القادمة من الخارج.
- اضعاف قدرة البنوك على التحكم في السياسة النقدية.

المطلب الثاني: ماهية التحرير المالي

أولاً: تعريف التحرير المالي:

إن وجود عملية التحرير المالي و التي تقوم عليها عولمة الأسواق المالية هو تحرير حساب رأس المال و المقصود بذلك هو إلغاء الحضر على المعاملات في حساب راس المال و الحسابات المالية لميزان المدفوعات والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون و الأسهم (أهم المحافظ المالية) والاستثمار المباشر و العقاري و الثروات الشخصية و عليه فان تحرير حساب رأس المال (قابلية رأس المال للتحويل) ترتبط كذلك بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي و الضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات¹ . وقد بدأ العديد من الدول الأوروبية العمل في تحرير نظمها المالية منذ بداية الستينات وقد بكرت هولندا بذلك عام 1966 ثم بلجيكا عام 1969، ثم تعاقبت الدول على ذلك طيلة عقدي السبعينات و الثمانينات من القرن الماضي ، و من الدول من انتهى من ذلك ومنهم من لم ينتهي بعد²

وعرف التحرير المالي على انه عبارة عن عملية تتمثل في مجموعة من الإجراءات التي تطبق إلغاء القيود المفروضة على القطاع المصرفي فضلا عن تحسين الإطار المؤسسي للسياسة النقدية، ونزع القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال ، وذلك بهدف إصلاح القطاع المالي الداخلي و الخارجي للدولة³ و يعتمد التحرير المالي على تحرير المعاملات التالية⁴:

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية
- المعاملات الخاصة بالائتمان التجاري و المالي و الضمانات ، الكفالات والتسهيلات المالية التي تشمل التدفقات للداخل والخارج
- المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية وهي تشمل الودائع المقيمة واقتراض البنوك من الخارج التي تمثل تدفقات للداخل و القروض و الودائع الأجنبية و التي تمثل تدفقات للخارج.

1 شدا جمال خطيب. العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال دار مجد عمان 2008 ص 31

2 د. حسين كريم حمزة، العولمة المالية و النمو الاقتصادي دار صفاء للنشر و التوزيع ، عمان الطبعة الاولى 2001.ص 59

3 بن علال بلقاسم سياسة التحرير المالي و النمو الاقتصادي في الدول النامية، العلاقة القائمة بينهما وشروط نجاحها، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم الاقتصاد النقدي و المالي، جامع تلمسان الجزائر 2014 ص 39

4 عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001 ص 10

الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية

- المعاملات المتعلقة بحركة رؤوس الأموال الشخصية وتشمل المعاملات الخاصة بالودائع ، القروض المنح أو تسوية الدين.
- المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر وهي تشمل التحرير من القيود المفروضة على الاستثمار المباشر الودائع للداخل أو المتجهة للخارج أو تصفية الاستثمار و تحويلات الأرباح عبر الحدود.

ثانياً: أهداف سياسة التحرير المالي

يتمثل الغرض من تطبيق سياسة التحرير المالي في جملة من الأهداف¹

- تعبئة الموارد المالية المحلية و الأجنبية لتمويل الاقتصاد و زيادة معاملات الاستثمار
- رفع فعالية الأسواق المالية لتكون قادرة على مواجهة المنافسة الدولية، وخلق علاقة بين الأسواق المحلية و الأجنبية تمكنها من فتح مصادر مالية أجنبية للإقراض و التمويل و خلق فرص استثمارية جديدة
- خلق شروط المنافسة في السوق النقدية و الحد من الاحتكارات المالية و المصرفية، والتقليل من الحواجز و العراقيل التي تحول دون التوسع في أنشطة البنوك و المؤسسات المالية و توفير بيئة مالية ومصرفية تنافسية لزيادة جلب الادخار و حجم الاستثمار .
- تمكين البنوك و المؤسسات المحلية من الاندماج في الأسواق المالية العالمية
- تحرير التجارة الخارجية وانضمام الدول النامية الي المنظمة العالمية للتجارة
- تحرير التحويلات المالية الخارجية كتحرير تحويلات العملات الأجنبية و حركة رؤوس الأموال وتحرير المتغيرات الاقتصادية الأخرى كأسعار الصرف و اسعار الفائدة.

ثالثاً: أساليب التحرير المالي

الواقع ان اساليب التحرير المالي تختلف من دولة لأخرى و تتوقف هذه الاساليب عن اهداف الساسة الاقتصادية ويمكن تقسيمها الى:²

تحرير القطاع المالي و بالتالي الغاء القيود على سعر الفائدة إطلاق الرسوم و المعمولات و زيادة استقلالية المؤسسات المالية بالإضافة إلى إلغاء القيود الادارية كالسوق الائتمانية تحسين السياسة النقدية وذلك من خلال تطوير الادوات غير المباشرة لها كخفض الائتمان التفضيلية في قطاعات الاولوية وتخفيف القيود المباشرة على الائتمان تشجيع المنافسة في القطاع المالي مثل تقليل الحواجز امام الانضمام الي السوق او الانسحاب منه توسيع نطاق الاعمال امام المؤسسات المالية.....الخ.

1 ابراهيم بولقرن، حمزة اسلام بوتين، اثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي، حالة الجزائر في الفترة 1990-2013 مذكرة لنيل شهادة الماستر. نقود مالية دولية ، جامعة جيجل 2015 ص 14.

2 عبد اللطيف مصطفى، محمد بن بوزيانن أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق الناشئة ، مرجع سبق ذكره ص 164.

الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية

ويرى (guiliam 1992) من انه من الصندوق أن يتواكب مع التحرير المالي ،تحرير تجارة الخدمات المالية،والغاء القيود على الاستثمار المباشر الوافد او المتجه الي الخارج و الاصول المالية و تحرير سعر الصرف و فتح الاسواق امام المؤسسات الاجنبية على اساس غير تمييزي.

دعم تنظيم لهيكل الجهاز المصرفي تتضمن اعادة تكوين راس المال المصرفي وتحسين درجة الشفافية في المعاملات وزيادة درجة الحماية للمودعين و المستثمرين.

رابعاً: مخاطر التحرير المالي¹:

يؤدي التحرير المالي الي تدويل و انتقال أزمات البنوك و الأزمات المالية و لعل ذلك من اهم التحديات و الآثار السلبية للتحرير المالي حيث حدثت في عقد التسعينات ازمات مالية و بنكية في مالا يقل عن ثلث الدول الاعضاء في صندوق النقد الدولي، وقد تصاعدت أزمات البنوك و الأزمات المالية في جنوب شرق آسيا و امريكا اللاتينية و الولايات المتحدة الامريكية ، كذلك و شمال أوروبا وقد حدثت كل ذلك الازمات في ظل التحرير المالي و العولمة ، حيث كانت لهذه الأزمات تأثير على مجمل الاقتصاديات الوطنية التي حدثت فيها بل وامتد تأثيرها السلبي على النظام المالي في البلاد الأخرى.

وتعد طريقة تطبيق اجراءات التحرير المالي من الأسباب الرئيسية في حدوث الازمات حيث يوجد منهجان للتحرير المالي احدهما مباشر وفيه يتم تحرير القطاع المالي الخارجي في لأن واحد ، وتتم كافة اجراءات التحرير المالي في وقت واحد والآخر تدريجي وهو التحرير الذي يتم فيه بشكل متسلسل ومتاني في اجرائه وتطبيقه بحيطه وحذر.

المطلب الثالث: طرق قياس الاندماج المالي الدولي بين الأنظمة المالية

ساعدت عوامل العولمة المالية و التحرير المالي لحركة رؤوس الاموال غلق اندماج الاسواق المالية مستفيد من مزايا التنوع في الاصل و المحافظ المالية بالاضافة الي حدوث اختلاف في طبيعة التمويل التنموي لدى الدول النامية و الذي كانت تسيطر عليه البنوك و القروض المصرفية و في السبعينيات اخذت موجات التدفقات الاستثمارية تسارع في المحافظ بين المؤسسات الاقتصادية وجدير بالذكر ان حجم هذه التدفقات الي الناتج المحلي الاجمالي هو مؤشر غلق درجة الاندماج العالمي.

1 / مفهوم الاندماج المالي الدولي:

يقصد به اندماج الاسواق المالية بمعنى تجاوز الحواجز الجغرافية و السياسية و الاقتصادية و الثقافية التي تقع عائق امام عمليات التبادل العالمي للسلع والاموال ولقد ترتب على ازالة القيود التشريعية و التنظيمية

¹ عبد الغني حريزي، لآثار التحرير المالي عي اقتصاديات الدول العربية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير تخصص نقود ومالية، فرع العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف 2007 ص 66.

الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية

والرقابية على التعاملات المالية بالأسواق الدولية ابتكار الوسائل و الأدوات المالية المتنوعة لمواجهة المخاطر المالية المحتملة اتجاه الاسواق المالية الى التكامل بل الي الوحدة المالية كقطاع شبه منفصل عن بقية القطاعات النشاطات الاقتصادية لدى غالبية الاسواق المالية في الدول المتقدمة و الناشئة¹.

ولقد ساعد التطور التكنولوجي في وسائل الاتصالات على عولمة النشاط المالي و الاندماج في اسواق المال العالمية حيث يزيد التقدم التكنولوجي في سيولة الاسواق المالية و سهولة تدفق رؤوس الاموال و الحصول على المعلومات يكلف ضئيلة².

وقد عرفته اللجنة الاقتصادية لافريقيا في تقريرها حول الاندماج المالي الافريقي سنة 2008 ، بأنه تلك الآليات التي تستهدف ازالة جميع القيود المفروضة على دخول البنوك و المؤسسات المالية الاجنبية وانتقال التدفقات الاستثمارية و عليه فالاندماج المالي يتكسر بإقامة روابط بين البنوك و اسواق المال و السماح بدخول البنوك الأجنبية إلى الأسواق المالية المحلية و تداول ادراج الاوراق المالية³.

2/ الاندماج المالي و العولمة المالية:

يختلف مفهوم الاندماج المالي في أساسياته عن العولمة المالية التي تعتبر مفهوما شاملا تعبر عن مدى التشابك بين الاقتصاديات العالمية في علاقاتها المالية بعد شيوع سياسات التحرير المالي المنفذة عالميا، في حين يعبر الاندماج الدولي عن روابط ما مع اسواق مالية و مصرفية دولية و يمكن قياسه من خلال نصيب الدولة من التدفقات المالية الدولية و بالتالي يمكن الحكم على مدى اندماجها دوليا⁴.

وعليه فان مفهوم الاندماج المالي بالمعنى الضيق يختلف عن مفهوم العولمة المالية على عكس تشابكها مع مفهومه بالمعنى الواسع حيث يتقاطع الى حد بعيد مع العولمة المالية فتنامي هذه الأخيرة يتوافق حتما مع اندماج مالي متزايد، وكلاهما يرتبط ارتباطا وثيقا بسياسات التحرير المالي⁵ ، وهنا نطرح السؤال التالي: هل كل دولة مندمجة ماليا مع دولة أخرى تكون معولمة ماليا، وهل العكس متلازمة صحيحا؟

يبدو أن الاجابة على السؤالين بالقطع غير ممكنة على الاقل الي يمنا هذا ، الا اننا اذا فصلنا السؤالين يمكن أن نجزم أن كل دولة معولمة ماليا تكون قد قطعت اشواطا متقدمة في اندماجها المالي الدولي لانها ببساطة استطاعت ان تحقق تحريرا ماليا لنظامها المالي ، فاذا كانت العولمة المالية ناتج اساسي لسياسة

1 قتيبة عبد الرحمان العالي، محلية البيان. الاندماج المالي الدولي. 30 مارس 2007

2 نفس المرجع.

3 الاتحاد الإفريقي، تقرير اللجنة الاقتصادية الإفريقية حول الاندماج المالي الإفريقي 2008.

4 بن دعاس زهير، الاندماج المالي الاقليمي وانعكاساته على التنمية الاقتصادية في البلدان النامية أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص النقود و المالية جامعة الجزائر 3، 2016، ص 35 .

5 نفس المرجع ، ص35

الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية

التحرير المالي فان التحرير المالي يعتبر عامل اساسي في عوامل الاندماج المالي لذلك فان زيادة موجات العولمة المالية دائما تكون مرفقة باندماج مالي¹.

3/ أشكال الاندماج المالي:

1/ الاندماج المصرفي:

تعريفه/ هو اتفاق بين مصرفين أو أكثر على ضم كافة مواردها واتحادها في وحدة واحدة بحيث يصبح الناتج كيانا واحدا له شخصية اعتبارية مستقلة عن المصارف التي اندمجت وفقدت وبالتالي شخصيتها الاعتبارية المستقلة².

أنواع الاندماج المصرفي

أ/ حسب طبيعة النشاط: وينقسم إلى:

الدمج الأفقي: وهو الدمج الذي يتم بين بنوك تعمل في نفس النشاط أو أنشطة مترابطة فيما بينها، كالبنوك التجارية أو بنوك الاستثمار و ذلك بهدف زيادة النصيب السوقي لها³.

الدمج الرأسي (العمودي): وهو ذلك الاندماج الذي يضم بين البنوك الصغيرة داخل الدولة عادة، بحيث تصبح هذه البنوك الصغيرة و فروعها امتدادا للبنك الكبير ويتم ذلك بصفة خاصة في حالات البنوك المتخصصة⁴.

الدمج المتنوع (المختلط): هو الدمج الذي يتم بين مصرفين أو أكثر يمارس أنشطة مختلفة بما يحقق التكامل في الأنشطة بين البنوك المندمجة.

ب/ حسب طبيعة العلاقة بين أطراف الاندماج:

الاندماج الطوعي: هو الاندماج الذي يتم بموافقة كل من إدارة المصرف الدامج و البنك المندمج⁵.

الاندماج العسري: وهو الاندماج الذي يتم تحت إشراف السلطات النقدية نتيجة تعرض أحد المصارف لمشاكل مالية كالإفلاس أو التصفية فتدخل السلطات النقدية بقانون مصرفي يشجع المصارف على الاندماج من خلال منحها إعفاءات ضريبية مثلا⁶.

1 روبيين بروكس وآخرون، الرقص بانسجام مجلة التمويل و التنمية العدد 3 يونيو 2003 ص 48.

2 نجلا فتح الرحمان أحمد القاضي، مجلة كلية العلوم الإدارية، جامعة إفريقيا العلمية، العدد الأول يوليو 2017. ص 200

3 حسان خضر ، الدمج المصرفي ، مجلة جسر التنمية، ص 2.

4 نفس المرجع ، ص 3

5 نزار قنوع وآخرون. الاندماج المصرفي وضروراته في العالم العربي مجلة تشرين للبحوث و الدراسات المجلد 31 ن سنة 2009 ص 105

6 محسن أحمد الخصري ، الاندماج المصرفي .الدار الجامعية، مصر.2007.ص35- 47

الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية

الاندماج العدائي: وهو الاندماج الارادي يتم ضد رغبة المنشأة المستهدفة ويكون عندما تضع المنشأة القوية والناجمة انصارها على المنشآت الضعيفة للسيطرة عليها¹.

2/ اندماج الأسواق المالية:

أ/تعريفها: إن اندماج الأسواق المالية لمنطقة ما معناه أن تصبح هناك سوق واحدة يتم فيها إلغاء الحواجز المعيقة الادراجات وإزالة القيود أمام حركة الاستثمارات و تقاسم مخاطرها².

ب/ طرق الاندماج بين الأسواق المالية: يمكن ربط الأسواق المالية بأساليب وآليات مختلفة معها عشرة نماذج بديلة يمكن عرضها فيما يلي³:

- **الربط الحاسوبي:** يقصد به ربط الشبكة الوطنية للمعلومات البورصة بشبكات معلومات دول أخرى أما بصفة مستمرة أو بعدد من الساعات اليومية ويشترط ذلك توفر طاقات معلوماتية في كل سوق مالي مع توفير ضمانات للأمن المعلومات.
- **الربط بالبريد العاجل:** يمكن استخدام البريد السريع في الربط بين البورصات خاصة إذا كانت هناك حاجة ماسة لتبادل الصكوك المالية و الأوراق و العقود الرسمية.
- **الربط بين الوسطاء الماليين:** يمكن ربط الأسواق المالية بالوسطاء الماليين و حالة وجود عدد من ممثلي البورصات العالمية يسمح لهم بالتعامل في البورصات و مسجلين بها ويلعب هؤلاء الوسطاء دورا مهما في ربط أسواق الأسهم و السندات و العملات بين بورصتين أو أكثر.
- **الربط بمحفظة الاستثمار الدولية:** يتم الربط بين عدة أسواق عندما يتم بناء محفظة استثمار أن أوراق مالية متعددة الجنسية وتعتمد شركات الاستثمار الدولية هذا النموذج لتوفير المعلومات بصفة مستمرة عن الأوراق المالية وأسعار الصرف و المخاطر الخ
- **الربط بين الشركات المالية العالمية:** يمكن الربط بين البورصات عن طريق توحيد أو تنسيق السياسات المالية بين الدول المتكاملة من حيث سياسات الاقتراض و الاقتراض المالي وسياسات الاستثمار و قوانين شركات المساهمة العامة وشروط التسجيل المالي في البورصة ... الخ
- **الربط التنظيمي:** تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع الهياكل التنظيمية للبورصات الاخرى المستهدف الربط معها بمعنى ان جميع الانشطة و الادارات وآليات التداول سوف تكون محددة مما يسهل الاتصالات السوقية في تلك البورصات

1 نجلاء فتح الرحمان القاضي. مرجع سابق الذكر ص 202.

2 سليمان المنزري ، الفرص الضائعة في مسار التكامل الاقتصادي العربي و التنمية العربية، مكتبة مد بولي .مصر.1999.ص 136.

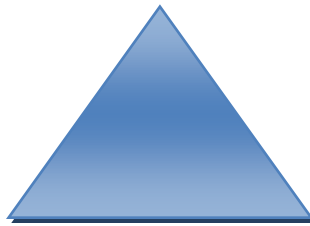
3 فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية 1999، ص 159.

- **الربط التشريعي** : تكتفي بعض البورصات الراقية في عملية الربط بتطبيق التشريعات ذات الاقتصادية والاستثمارية و المالية حيث يسهل ذلك تبادل التداول في الاوراق المالية المختلفة
- **الربط بين الشركات المشتركة**: تلعب الشركات المشتركة دورا كبيرا في ربط الأسواق المالية إذ تؤدي شركات مشتركة بفروع في مناطق مختلفة إلى سهولة تسجيل أسهم وسندات الشركة المشتركة في اكثر من السوق.
- **الربط المتكامل**: يتحقق الربط المتكامل عندما تحقق في نفس الوقت معظم آليات الربط السابقة الذكر وفي هذا الشأن حققت الدول الغربية في الاتحاد الأوروبي ربطا متكاملا الي حد بعيد حيث ترتبط أسواقها المالية بالحواسيب الالكترونية و البريد السريع، مع توحيد التنظيم و التشغيل و التداول و الإفصاح المالي و الربط التنظيميالخ وتستخدم الأقمار الصناعية في إيصال المعلومات إلى أسواق المال

3/ حركة رؤوس الأموال إقليمية ودوليا: تعتبر الحركية الدولية لرأس المال مظهر الاندماج المالي التي يمكن أن تستبدل عليها في الزيادة المسجلة في وتيرة الاستثمار المباشر و الغير المباشر و قد كانت إسهامات **ماندال** أهم منطلقاتها النظرية حيث استند عليها عند صياغته مبدأ المثلث المتناقص سنة 1987 الذي يقتضي ثلاث متغيرات وهي حركة رؤوس الأموال، السياسات النقدية، نظام الصرف¹.

الشكل رقم (02): مثلث التناقص في حركة رؤوس الأموال

حركية تامة لرأس المال



نظام صرف ثابت

سياسة نقدية محلية

المصدر: بن دعاس زهير. ص 55

يتضح من الشكل انه اذا أرادت دولة ما تحقيق حركة تامة لرأس المال حتميا سيصبح سعر الصرف الثابت متناقص مع سياستها النقدية المحلية بمعنى انه إذا تمتع رأس المال بكامل الحرية للانتقال من دولة إلى أخرى فهذا يعني أن أسعار الفائدة متكافئة في ظل غياب مخاطر الصرف ومن البديهي إذا اختلفت أسعار الفائدة فان رأس المال سيزحف نحو الأسواق الأكثر مكافئة مما يفقد البنوك المركزية المقدرة على تحديد أسعار الفائدة ،

¹ بن دعاس زهير. الاندماج المالي الاقليمي وانعكاساته على التنمية الاقتصادية في البلدان النامية. مرجع سبق ذكره ، ص 54.

الفصل الأول : النظام المالي في ظل العولمة المالية

لذلك ستضطر الي التعاون الإقليمي ماي فقدها استقلالية سياستها النقدية لأنه لو تدخلت بغرض تخفيض أسعار الفائدة فديا من خلال زيادة المعروض النقدي فان ذلك سيؤدي إلي هروب الرساميل ستحافظ على سعر الصرف الثابت¹.

إلا أننا نشير الى ان البنك المركزي قد يستطيع المحافظة على قيمة العملة المحلية من خلال دعمها بالعملات الأجنبية ولو أن هذا الاجراء يكون لفترات قصيرة وعليه ففي ظل تثبيت العملة فان السياسة النقدية بلية مهمة لكبح حركة راس المال غير المرغوب فيه. وتجدر الاشارة الي ان المثلث المتناقص كان له دورا بارزا في تسارع وتيرة الاندماج المالي والنقدي الاوروبي منذ بداية التسعينات من القرن الماضي ن فنظرا لتزايد حركة راس المال اوربيا اختارت الدول الأوروبية بين نظام الصرف العائم أو اعتماد سياسة نقدية موحدة.²

4/ الاندماج النقدي:

ان الوصول الي حرية انتقال رؤوس الاموال بين الدول المندمجة يتطلب تنسيق نقدي يهدف الى تحقيق اتحاد نقدي لذلك فالنظريات الاقتصادية لم تهمل موضوع الاندماج النقدي فقد تناولته عدة نظريات كان اهمها المنطقة النقدية المثلي التي جاء بها ماندال سنة 1961، التي ارتكزت على ان تحقيق قابلية انتقال عناصر الانتاج بما فيها راس المال، وقد عرفت هذه النظرية العديد من الإسهامات بهدف تطويرها، ولعل اهمها مساهمة **كنيين** الذي اشترط على الدول التي تريد الانضمام لمنطقة نقدية ان تتمتع بدرجة عالية من التنوع في القطاع الانتاجي، وذلك حتى تكون قادرة على امتصاص الصدمات الخارجية كما اعتبر **ماكينون** ان نجاح المنطقة النقدية المثلي يعتمد على درجة انفتاح الاقتصاديات المتكاملة، فكلما كانت الدولة منفتحة كلما كانت أكثر جاهزية للدخول في شكل من اشكال الاتحاد النقدي³، وعليه فان الاندماج المالي بالمعنى الواسع يتضمن الاندماج النقدي ولو ان العلاقة تبدو سببية بينهما فالاندماج النقدي يتطلب الحد الادني من الاندماج المالي (بالمعنى الدقيق)، وبعد تحقيق الاندماج النقدي تزداد وتيرة الاندماج المالي (بالمعنى الواسع) وعموما يتخذ الاندماج النقدي شكلين رئيسيين هما⁴.

أ/ **الاندماج النقدي الجزئي**: يقوم على اساس التدرج المحلي بغية الوصول الي الاندماج الكامل ويتم اللجوء اليه غالبا اذا وجد تباين عميق بين الدول المتكاملة فيما يخص السياسات النقدية، ومدى تطور الأسواق المالية و النقدية ونظم الصرف، فهو يتماشى مع خطوات الاندماج المالي والاقتصادي.

ب/ **الاندماج النقدي الكامل**: يعني وصول المنطقة المتكاملة الى خلق عملة مشتركة و موحدة تحل محل العملات الوطنية في مختلف وظائف واقامة سلطة نقدية موحدة.

1 نفس المرجع السابق ، ص54

2 بن دعاس زهير .مرجع سابق بص 55

3بن دعاس زهير .مرجع سبق ذكره ص58-59

4 نفس المرجع. ص 58

5/ طرق قياس الاندماج المالي:

يمكن تشخيص الاندماج المالي من خلال متابعة مجموعة من المتغيرات المتعلقة بالنظام المالي والتدفقات الرأسمالية عبر الحدود وتحرير الاسواق المالية والمصرفية وعليه فقياس درجة الاندماج المالي بالمعنى الشامل يعتمد على مجموعة من المؤشرات الانفتاح المالي ، وذلك بحم ماتم استعماله في الدراسات التطبيقية التي تفر بصعوبة الاعتماد على مقياس محدد، كما يصعب تطبيق بعضها على بعض الاسواق ما يتطلب التعامل بحرص شديد عند تقييم هذه الدراسات

أ/ حجم التدفقات الاستثمارية:

يسمح الاندماج المالي بزيادة درجة انفتاح الاقتصاديات ماليا على بعضها البعض، ما يترتب عنه زيادة كثافة التدفقات الاستثمارية بين دول نطاق الاندماج ، ولو ان ذلك يتوقف كذلك على مدى قدرة هذه الدول على تنسيق سياساتها النقدية و المالية وسياسات الصرف و الحوافز التي يمنحها الاقليم لجذب هذه التدفقات لذلك تحاول الاقتصاديات المعاصرة لاسيما منها النامية تعميق اصلاحاتها المالية و النقدية وارساء قواعد السوق وتحرير نظامها المالي بغية التكيف مع متطلبات المرحلة وجذب مزيد من الرساميل خدمة لاغراضها التنموية.

لقد اثبتت العديد من الدراسات التجريبية ان الدول النامية خاصة الناشئة منها قد استطاعت ان تصبح محلا للمراسيل منذ اوائل التسعينات من القرن الماضي، كما عرفت العديد من الدول النامية غير المثقلة بالديون ، والمتبنية لسياسات التحرير و الانفتاح زيادة نصيبها من التدفقات المالية عبر الحدود.

ب/ نموذج تعادل أسعار الفائدة:

تعتبر اسعار الفائدة من اهم المحددات المؤثرة في التدفقات الرأسمالية خاصة القصيرة منها لذلك تسعى الاقتصاديات الحديثة نحو تخفيضها بغية جذب المزيد من التدفقات الرأسمالية، وقد راهنت الاقتصاديات الناشئة كثيرا على معدل الفائدة منذ مطلع السبعينات لتحسين فعالية اسواقها وزيادة درجة اندماجها باعتبار ان راس المال ينتقل من منطقة لخرى على اساس المراجعة الدولية بين اسعار الفائدة ، حيث كلما قل الفرق بينهما ارتفعت درجة تحرير التدفقات الرأسمالية الدولية، وبالتالي ازدادت درجة الاندماج المالي¹ ففي حالة الاندماج التام تتساوى معدلات العوائد بين الدول المندمجة وقد اختبرت العديد من الدراسات التطبيقية لذلك، على غرار دراسة BORGY و PENOT سنة 2005 وجود تكامل متزامن بين اسعار الفائدة الامريكية و الاوروبية.و بالرغم من اهمية سعر الفائدة في قياس الاندماج، فانه يبقى محدود لسبب اختلاف الاوراق المالية فيما يخص طريقة الاصدار، الاستحقاق، المخاطر، فجوة الاسواق أسعار الصرف....الخ².

ج/ الاندماج عن طريق ترابط المردودية البورصية.

¹ بول هالورد، رونالد ماكديونالد. النقود والتمويل الدولي. دار المريخ. الرياض. السعودية 2008 ص 602

² نفس المرجع. ص 602

لقد حاولت العديد من الدراسات استعمال مؤشر من مؤشرات التطور المالي الا وهو درجة الترابط بين عوائد الاوراق المالية لدول مختلفة وعادة مايتخذ هذا المؤشر ثلاث قيم هي :

- ✓ اندماج تام بين الاسواق
- ✓ اندماج غير تام
- ✓ تنافر او انفصال الأسواق

فعندما يكون الاندماج بين الاسواق المالية المدروسة تاما يكون معامل الارتباط بين مؤشرات الاسواق يساوي الواحد، وبالتالي اذا كان ادراج مشترك للاوراق المالية فان قيمتها السوقية ستنساوي بين الدول المتكاملة.

أما اذا كانت منفصلة فان معامل الارتباط يساوي (-1) وبالتالي الاسعار في الاسواق المندمجة لها علاقة بنية مطلقا، ولا يمكن استعمال احدي هذه الاسواق للتنبؤ بالاسعار الأخرى¹.

ج/ استعمال نظريات تقييم الأصول الرأسمالية:

أولى هذه الدراسات جاءت من طرف SOLMIK باعتبار ان جل اهتماماته انصبحت حول نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAMP وتحديد ان CAMP يعتمد على تقييم الاصول المالية في اسواق متعددة، يمكن الاستدلال عليه من خلال التباعد بين علاوات المخاطر بين الاصول المالية المتداولة في أسواق متعددة والتي تعطى بالمعادلة التالية:

$$E(R)_t = R_G + B_i(E(R)_G - R_G)$$

يفترض هذا النموذج ان المخاطر غير المنتظمة قد تم تنويعها او حتى ازلتها وتبقى المنتظمة التي يمكن قياسها من خلال معامل بيتا. ويمكن التمييز بين ثلاث اشكال من النماذج التي قد تحدث بين السوق المالي المحلي و الاسواق الاخرى (محليا ودوليا) اندماج تام، غير تام منفصل، فعندما يكون الاندماج تام فهذا معناه عدم وجود حواجز امام تدفقات رؤوس الاموال بين الدول المتكاملة وبالتالي الاصل المالي يكون له نفس المخاطر و العوائد و العكس بالعكس².

¹ بن دعاس زهير. مرجع سابق الذكر. ص118

² عبد الرزاق وقاسم العلي. ادارة الاستثمارات و المحافظ الاستثمارية. منشورات جامعة دمشق. 2011. ص368

اما نظرية المراجعة الدولية APT فتفرض ان هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على العائد الاستثماري ليس فقط عامل السوق كما في نظرية التسعير الدولي للأصول المالية¹.

وقد اثبتت العديد من الدراسات ان بعض المحافظ المالية تحقق عوائد مرتفعة بالرغم من انخفاض معامل قياس المخاطر المنتظمة ويرجع ذلك لحساسيتها للعوامل الاخرى، ويعطى هذا النموذج بالشكل التالي:

$$E(R)_1=R_G+B_1R_1+B_2R_2+B_3R_3$$

B1: معامل الحساسية للمخاطر السياسية، B2 معامل الحساسية للمخاطر الاقتصادية

B3: معامل الحساسية للمخاطر المالية. R1: مخاطر سياسية.

كما برزت العديد من الدراسات التي اختبرت درجة الاندماج بين الاسواق المالية منذ تسعينات القرن الماضي كدراسات , Solink , Schwartz , Jorion,

د/نموذج الادخار، استثمار:

في ظل اتجاه الاقتصاديات المعاصرة نحو تحرير الحساب الرأس مالي فان رؤوس الاموال طويلة الأجل ستتقل إلي الاقتصاد الذي يرتفع فيه العائد على الاستثمار وتتدني فيه العلاقة بين الاستثمار المحلي و الادخار المحلي فبمجرد أن تلغي الدولة القيود على حسابها الرأسمالي وتتجه نحو الاندماج المالي فان الرساميل ستتحرك باتجاهها لتسوية الاختلالات التي خلفها عدم قدرة الادخار المحلي على مواكبة الفجوة الاستثمارية.

وعليه فحسب هذا النموذج يمكن قياس درجة الترابط بين الادخار المحلي و الاستثمار المحلي وكلما اقترب معامل الارتباط من الصفر دل ذلك على ان الاستثمار المحلي لايعتمد على الادخار المحلي ، وهذا معناه ان هناك حرية في انتقال رؤوس الاموال الي هذه الدولة اما اذا اقترب معامل الارتباط من الواحد الصحيح، فهذا يدل على اعتماد الاستثمار المحلي على الادخار المحلي بمعنى عدم وجود اندماج مالي².

¹ دعاس زهير.مرجع سابق ص 119

² بول هالوود، رنالد ماكدولاند، مرجع سبق ذكره، ص 603

لقد شاع استخدام هذا النموذج منذ اواخر عقد الثمانينات من القرن الماضي، باعتباره نموذج له مدلولية كبيرة في تفسير درجة الاندماج ولازالت دراسة Fedstein-Hariok (لغز F-H)¹ تعتبر من اهم الدراسات المعتمدة لتشخيص حركية راس المال عبر الحدود و الانفتاح المالي الذي يعتبر أولى خطوات الاندماج المالي.

لقد طرح (F-H) هذه الدراسة سنة 1980 لدراسة العلاقة بين الاستثمار و الادخار خلال الفترة 1960-1976 في دول منظمة التعاون الاقتصادي OCPE، وتبقى دراسة Solmik² من اهم الدراسات التطبيقية التي اختبرت النماذج الاسواق المالية، حيث ينطلق هذا النموذج من فرضية مفادها ان الاسواق المالية مندمجة اندماجا تاما وبالتالي فالمتغيرات المحلية لاتتأثر باتجاه الاسعار كما افترض ان مخاطر الصرف يمكن تغطيتها بالكامل و المستثمر يسعى الي توزيع استثماراته على العديد من الدول من خلال تشكيل محفظة للاوراق المالية في كل دولة، وباعتبار ان المستثمر يسعى لتعظيم المنفعة فان محفظته يجب ان تحتوي عليك

- محفظة السوق العالمي وكذا محفظة سندات من مختلف الدول و أصول بدون مخاطر.

$$E(R_i) = r_f + B_i(E(r_m) + r_f)$$

$E(R_i)$: المردودية المتوقعة للأصل في الدولة

$E(R_m)$: مردودية أصول محفظة السوق العالمي

r_f : العوائد الخالية من المخاطر

B_i : معامل قياس المخاطر

¹ بن دعاس زهير مرجع سابق الذكر.ص 120

² مرجع سابق. ص 119.

خاتمة الفصل الأول:

أتاح هذا الفصل مدخلا نظريا للتعرف على طبيعة النظام المالي في ظل العولمة المالية ومكنا من الوصول الي النتائج التالية:

- يعد النظام المالي بمثابة قلب الاقتصاد المعاصر، وأداة وصل بين قطاعاته المختلفة حيث يشمل دوره الرئيسي في توفير الآليات والترتيبات اللازمة لانتقال الأموال بين وحدات الفأض ووحدات العجز يتمحور دور كل منهما في خلق الأدوات و الأصول المالية التي تضمن أداء الوظائف الأساسية لهذا النظام.

- يتم اداء عناصر النظام المالي لدورها وفقا لآليتين هما التمويل المباشر و التمويل الغير مباشر وتؤدي سيطرت احدهما على الآخر الي ظهور نوعين من الاقتصاديات، اقتصاد المديونية يتميز بنظام مالي متجه نحو البنوك ويعتمد التمويل الغير مباشر، واقتصاد السوق المتجه الي سوق المال و المعتمد على التمويل المباشر.

- بالإضافة الي دوره في توفير وتقديم التمويل للأنشطة المختلفة يضطلع النظام المالي بمجموعة وظائف أخرى تساهم بدور فعال في تنشيط الحركة الاقتصادية وتوليد الدخل وتعزيز النمو وقد توصل الي أن ادخارات ست16 دولة تستثمر محليا بنسبة تتعدى 85% إلا انه لا يمكن الاعتماد مطلقا على هذا النموذج بالحكم على مدى اندماج سوق ما باعتبار أن هناك متغيرات اقتصادية قد تشوه هذه الدراسة كالإنفاق العمومي، الحجم الاقتصادي للدولة، النمو الاقتصادي ... الخ.

الفصل الثاني: الهندسة المالية ألية لابتكار واستخدام الأدوات المالية

المبحث الأول: مدخل الى الهندسة المالية

المبحث الثاني: المشتقات المالية الاصلية (الجيل الأول)

المبحث الثالث: المشتقات المالية الهجينة

تمهيد

بفعل المنافسة الشديدة بين المصارف والمؤسسات المالية والتطور الذي شهده العالم والذي مس وسائل الاتصال والإعلام إضافة الى التقدم التقني والتكنولوجي، والتطورات المتسارعة الحاصلة في مجال تمويل المؤسسات والتمويل المصرفي من ناحية أخرى، والرغبات المتطورة في مجال الاستثمار. كل ذلك أدى الى بالمهندسين الماليين الى بذل جهود كبيرة لتنشيط وتطوير الصناعة المالية من خلال استحداث أدوات ومنتجات مالية جديدة تمكن من إدارة المخاطر والتحوط منها. ويعرف هذا الابتكار والتطوير بالهندسة المالية.

وسنحاول في هذا الفصل التطرق الى مفهوم ونشأة الهندسة المالية في المبحث الأول كما نسلط الضوء في المبحث الثاني الى المشتقات المالية الأصلية بينما في المبحث الثالث المشتقات المالية الهجينة.

المبحث الأول: مدخل الى الهندسة المالية

لقد ساهمت عمليات الهندسة المالية وما تضمنه من ابتكار مالي في تقديم العديد من الأدوات المبتكرة ومنها المشتقات المالية، وتشير الهندسة المالية الى عمليات تصميم و تطوير وتقديم أدوات مالية جديدة وأساليب تعامل مستحدثة، بالإضافة الى صياغة حلول مبتكرة لمواجهة المشاكل في مجال التمويل.

بما ان الهندسة المالية تعتبر كوسيلة لتنفيذ الابتكار المالي. لذلك وجب علينا معرفة ما معنى عملية الابتكار المالي ومراحل تطورها التي غيرت مسارات علم المالية. لفهم المشتقات المالية والهندسة المالية يجب أولاً فهم عملية الابتكار المالي الذي كان له الفضل الكبير في تحول النظام المالي العالمي، فالصناعة المالية مثلها كمثل الصناعات الأخرى يجب العمل على بيع منتجاتها لكسب الأرباح، فشركة الصابون مثلاً يجب عليها ان تدرك بان هناك حاجة لمنظف ومنقى النسيج في السوق وعليها ان تطور المنتج لملائمة الحاجة. وبنفس الطريقة لتزيد المؤسسات المالية من أرباحها عليها ان تطور منتجاتها بمنتجات أخرى جديد لإشباع حاجات الزبائن. وبكلمة أخرى هو الابداع الذي يكون مفيداً للاقتصاد ويقود الى بقاءه ورفاهيته، وبذلك نستطيع التعبير عنها بأنها "أي تغيير في المجال المالي والذي يحفز المؤسسات المالية على الابداع الذي يكون ذو ربحية عالية¹ وإذا ما تحدثنا عن الابتكار المالي فليس بوسعنا ان نتجاهل واحد من أبرز الاقتصاديين الذين ساهموا في اثراء علم الاقتصاد ويقترن اسمه بمصطلح الابتكار المالي وهو الاقتصادي الأمريكي النمساوي "جوزيف شومبيتر" صاحب نظرية التنمية الاقتصادية والذي دعا الى الابتكار.²

والابتكار عند شومبيتر يقصد به:³

- ان يجلب الى السوق منتج جديد متميز عن غيره، وله وزنه في الأهمية.
- تقديم فن انتاجي متقدم.
- فتح أسواق جديدة.

المطلب الأول: نشأة الهندسة المالية وعوامل ظهورها.

ان مفهوم الهندسة المالية وممارستها قديم جداً، فقد وجدت ادلة على استخدام صكوك متطورة للانتماء والدفع يرجع تاريخها الى زمن الحملة الصليبية الأولى. وقد وثق ذلك في رسائل التجار اليهود في القاهرة. وبالفعل استوعب مفهوم المخاطر والقياس الكلي لمخاطر التامين، على الأقل من الناحية العملية في القرن 14، وقد تضمنت رسائل التجار والمصرفي الإيطالي "فرانشيسكو داتيني" تعليمات مفصلة الى وكلائه في كيفية تنويع

¹ احمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003 ص 216.

² سمير عبد الرحمن رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار الجامعات، مصر، 2005، ص 78

³ سمير عبد الرحمن رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 79.

المخاطر والتأمين على البضاعة. اما ما يميز الهندسة المالية الحديثة فهو الإدارة الكمية لعدم اليقين فكل من تسعير العقود وتعظيم الاستفادة من الاستثمارات تتطلب بعض القدرات الأساسية من النمذجة الاحصائية لحالات الطوارئ المالية. فالحجم والتنوع وكفاءة الأسواق التنافسية الحديثة تجعل من الضروري استخدام النمذجة.¹

في مطلع الثمانينيات بدأت بورصة ول ستريت (بورصة نيويورك للأوراق المالية) بالاستعانة ببعض الأكاديميين ذوي الشهرة الواسعة لتطوير منتجات أسواق المال كلما زادت هذه المنتجات تعقيدا كلما زادت الاستعانة بالأكاديميين اخذت هذه العملية الوليدة اسما أكثر قبولا وانتشارا والهندسة المالية وقد ساهمت العديد من العوامل في ظهور الهندسة المالية وبينما كانت المخاطرة دائما حاضرة. فان تقلب أسعار الفائدة وكذا أسعار الصرف زاد زيادة محسوسة في السنوات الأخيرة.²

ان تطور الحاسب الشخصي أدى دورا خطيرا في تقدم مجال الهندسة المالية. وذلك باستخدام كبير للطرق العددية الكمية. فالعمليات الحسابية التي كانت تنفذ لمرة واحدة بواسطة أجهزة الحواسيب العملاقة أصبحت اليوم تنفذ بشكل روتيني على حاسوب مكتبي. وقد ساهم هذا الامر في تغيير الوضع فيما يتعلق بالنماذج المالية حيث أصبح بالإمكان تمثيل الأسعار والعوائد في نماذج معقدة نسبيا، كما أصبح التوزيع الاحتمالي غير طبيعي شائع الاستخدام في العديد من قطاعات النمذجة المالية.³

بعد ظهور مفهوم الهندسة المالية تم انشاء الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين في سنة 1992 قصد الارتقاء بصناعتها، حيث ضم الاتحاد 2000 عضو من شتى انحاء العالم يمثلون الممارسين الأكاديميين والمهنيين في المحاسبة والتمويل والاقتصاد والقانون وتكنولوجيا المعلومات. وقد قام هذا الاتحاد بصياغة مجموعة من المعايير لصناعة الهندسة المالية تركز على النظرية والتطبيق.⁴

ويمكن تلخيص ظواهر بروز الهندسة المالية في النقاط التالية:⁵

❖ اتساع و تعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق راس المال، وقد أدى ذلك الى زيادة سيولة السوق، وإتاحة مزيد من التمويل عن طريق جذب مستثمرين جدد وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.

¹ بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات لتغطية من المخاطر المالية في ظل الازمة المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة سطيف، 2011، ص 25.

² الوردي خديجة، دور المبتكرات المالية في مواجهة المخاطر المالية وتحقيق استقرار المؤسسة الاقتصادية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص مالية ومحاسبة معمقة، جامعة باتنة، 2015، ص 76.

³ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص ص 91 92.

⁴ ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2015 ص 20.

⁵ معتوق جمال، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016، ص 82.

❖ إيجاد أدوات إدارة المخاطر، والتي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية طبقاً لتفضيلات المستثمرين للمخاطر.

❖ تطوير أدوات المراجعة بين الأسواق، مما مكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق العالمية.

لم يظهر مفهوم الهندسة المالية من فراغ، بل تولد عن مجموعة من العوامل نوجزها فيما يلي:¹

✚ الحاجة إلى إدارة المخاطر، بعد تزايد مخاطر تقلبات أسعار الصرف ومؤشرات الفائدة، وأسعار الأوراق المالية.

✚ عولمة الأسواق والتغيرات الهيكلية والتنظيمية التي أثرت على عملها، بالإضافة إلى زيادة التقلبات في البيئة الاقتصادية والمالية وبيئة الأعمال عبر العالم، الأمر الذي خلق إمكانيات وفرص جديدة، وفي ذات الوقت عوامل مخاطرة جديدة.

✚ احتدام المنافسة بين بيئة الأعمال العالمية والتي أجبرت جميع الشركات والمؤسسات والمستثمرين على تطوير عملياتهم المالية، وذلك من خلال ابتكار أدوات وعمليات جديدة، بحيث تمكنهم من أن يكونوا أكثر تنافسية، وتضمن لهم زيادة في الأداء وقدرة أكبر على البقاء.

✚ التطورات التكنولوجية السريعة التي تمت في العقدين الأخيرين من القرن العشرين، على الصعيد النظري والتطبيقي، والتي ارتبطت بعملية صنع القرارات، حيث مكنت من تطوير واستخدام نماذج تحليل معقدة من خلال إجراءات حسابية قابلة للتطبيق.

✚ ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية كمعايير تراعى عند إصدار الأدوات المالية، حيث 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 وبسرعة وبدقة عاليتين.

وهذين المعيارين (الكفاءة والفعالية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين وتوجه الأسواق عموماً نحو درجات عالية من تقديم الخدمات للعملاء. لهذا نجد في هذا الجو أدوات أو وسائل مالية (مثل تبادل أسعار الفائدة) تحل محل طرق تمويلية قديمة نسبياً مثل إعادة تمويل القروض.

✚ انهيار اتفاقية بريتن وودز وما ترتب عنه من تقلبات عنيفة في أسعار الصرف، الشيء الذي تطلب تطوير الصرف الأجل والبحث عن آلية للتحوط ضد مخاطر أسعار الصرف.

¹ عامر كمال، إسهامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في الأسواق المالية وتحسين أدائها، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد السابع عشر، جامعة البويرة،

المطلب الثاني: مفهوم الهندسة المالية

لقد تعددت التعريفات التي تناولت الهندسة المالية واجتهد الكثير من الباحثين في تقديم مفاهيم بحسب الزاوية التي ينظرون إليها من خلالها للهندسة المالية. من بين هذه التعريفات نجد ما يلي:

■ الهندسة المالية:

مفهوم قديم. لكنه يبدو حديثاً نسبياً من حيث المصطلح والتخصص. ومعظم تعاريف الهندسة المالية مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات او مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية. لهذا نجد اختلاف تعريفات هذا المصطلح بحسب الزاوية التي يمكن النظر إليها.¹ حيث يعرفها بعض الباحثين بانها: "التصميم، تطوير أدوات واليات مالية مبتكرة. وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل". ويشير بذلك الى ان الهندسة المالية تتضمن ثلاث أنواع من الأنشطة كالتالي:

- ✓ ابتكار أدوات مالية جديدة مثل عقود المشتقات، بطاقات الائتمان.
- ✓ ابتكار اليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التداول الالكتروني.
- ✓ ابتكار حلول جديدة للإدارة المالية التمويلية مثل: إدارة السيولة او الالتزامات او اعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.²

■ الهندسة المالية:

حسب الجمعية العامة للمهندسين الماليين (IAFE)³: الهندسة المالية تتضمن التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة لاستغلال الفرص المالية. فالهندسة المالية ليست أداة بل هي المهمة التي تستعمل الأدوات.

اما من وجهة نظر الأسواق المالية فان مصطلح الهندسة المالية يستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية، ويأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية او النماذج المالية في السوق المالية (مع اجراء تعديلات عليها)، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم المستقبلات... الخ. ويسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين الفهم الأفضل للسوق المالية وبالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق ويعتبر هذا مهما جدا بالنسبة للمتعاملين لان دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات.⁴

ومما سبق يمكن اجمالي مفهوم الهندسة المالية بانها: "مجموعة متعددة وواسعة من الأنشطة التي تتضمن

¹ عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق راس المال، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص 44.

² نفس المرجع ص 44.

³ جليل كاظم العارضي، علي عيود نعمة الجابري، الهندسة المالية وادواتها المشتقة، دار المنهجية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2016، ص 22.

⁴ عبد الكريم احمد قندوز، الهندسة المالية واضطرابات النظام المالي العالمي، المؤتمر الدولي الرابع حول الازمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، يومي 15 و16 أكتوبر 2010 ص 2.

عمليات التصميم والتطوير والتقييد والاندماج وإعادة الهيكلة للشركة وغيرها من الأنشطة المالية.
أهمية الهندسة المالية وأهدافها:

تسعى الهندسة المالية الى قيام المؤسسات المالية برص سياسات مالية قوية وتبني استراتيجيات واليات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق راس المال. ومن خلال هذا المدخل سنتطرق الى أهمية الهندسة وأهدافها.

1- أهمية الهندسة المالية¹

تأتي أهمية الهندسة المالية أساسا من الركيزة الأساسية التي تقوم عليها والمتمثلة في تحفيز عمليات الابداع المالي (Financial Innovation)، بغرض إيجاد الحلول الملائمة لمشاكل التمويل. وتركز الهندسة المالية على تحقيق الاضلاع الثلاثة لمثلث الابداع المالي: "خلق منتجات جديدة، تطوير الاستراتيجيات القائمة، بناء المحافظ الاستثمارية". من هنا يتضح لنا الدور الذي تلعبه الهندسة المالية. وقد أحدث الابداع المالي خلال العقدين الأخيرين تغيرات جذرية في الأدوات والعمليات المالية.

لقد ساهمت عوامل متنوعة في عمليات التحفيز المالي أهمها تزايد التقلبات في أسعار الفائدة وتواتر وتكرار التغيرات التنظيمية والضريبية، فضلا عن تحرير صناعة الخدمات المالية، وزيادة المنافسة بين مصارف الاستثمار. وقد أدت هذه العوامل الى زيادة التركيز على العمل لبناء وتصميم منتجات جديدة، وتطوير عمليات أفضل، وتنفيذ حلول أكثر فعالية للمشاكل المالية التي أصبحت أكثر تعقيدا. في هذا الصدد، أصبحت الهندسة المالية تمثل شريان الحياة بالنسبة للمؤسسات المالية.

وبناء على ما تقدم يمكن القول ان أهمية الهندسة المالية ترجع الى الأمور التالية:

- تحفيز عمليات الابداع المالي.
- تصميم منتجات مالية جديدة لتناسب احتياجات كافة المتعاملين في السوق.
- تقديم حلول إبداعية لمشاكل التمويل.
- تقديم نماذج كمية لإدارة المخاطر والوقاية منها بالاستناد الى تقلبات بحوث العمليات والنماذج الإحصائية المتنوعة القائمة على نماذج الانحدار الخطي وغير الخطي والسلاسل الزمنية وغيرها.

2- أهداف الهندسة المالية

تعد الهندسة المالية هي شريان الحياة للإبداع المالي ولديها العديد من الأهداف لعل أهمها هو:²

- ❖ خفض حجم المخاطرة المالية. وذلك عادة يكون بإيجاد مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة وتطويرها والتي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة وبناء مراكز التعرض للمخاطرة، وإدارة هذه المخاطر

¹ محمد عبد الحميد عبد الحي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، 2014، ص 2.

² سمراد عبد الجبار، دور الهندسة المالية في تطوير المصارف الإسلامية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة كربلاء، العراق، 2017، ص ص

بأفضل صورة ممكنة.

❖ ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو الديون.

وفضلا عما تم ذكره من اهداف رئيسية، أيضا ان للهندسة المالية اهداف ثانوية من بينها:¹

(1) إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل مثل استخدام المقايضة لتغيير المعدلات المتغيرة للقروض الى معدلات ثابتة لأغراض ضريبية او لقدرة أفضل على التنبؤ بالتدفق المالي.

(2) تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبيا، اذ ان تكاليف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالبا اقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية.

(3) تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار والمضاربة والتحوط.

(4) تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال افساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة، التي تتميز بالسيولة العالية نسبيا.

علاقة الهندسة المالية بالابتكار المالي

يقول روبرت ميرتون (حائز على جائزة نوبل في الاقتصاد في مجال المشتقات) ان عملية الهندسة المالية يمكن النظر اليها كعملية بناء لأدوات مالية معقدة لا تختلف في مضمونها عن قوالب البناء في تشييد المباني، ولكن عناصر البناء هنا هي الأدوات المالية الموجودة كالعائد، مخاطر الائتمان مخاطر الأسعار ومخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف اما المباني فهي المنتجات المالية الجديدة.²

والسؤال هنا الذي يجول في الازمان هو: هل الهندسة المالية والابتكار المالي شيء واحد؟

اما فيما يخص العلاقة بين الهندسة المالية والابتكار المالي فيجيب مارتون على هذا السؤال بقوله ان:³ الهندسة المالية هي وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي، وأنها منهج مصوغ في صورة نظام او مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدمه مؤسسات او شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها. ويستفاد مما تقدم ان الهندسة المالية والابتكار المالي ليس شيئا واحدا، وانما هما عمليتان متكاملتان تعتمد كل منهما على الأخرى. فالحاجة تدفع على الابتكار، والابتكار يعتمد على الهندسة المالية لتوظيف النماذج، والتي يتوفر للقائمين عليها من المهندسين الماليين من الخبرات والمهارات والقدرة على توظيف النماذج الرياضية والاحصائية المعقدة ما يؤهلها لوضع هذه الابتكارات موضع التنفيذ، ليتم طرحها في الأسواق في صورة أدوات مالية وخدمات لها أفضل الاسبقية.

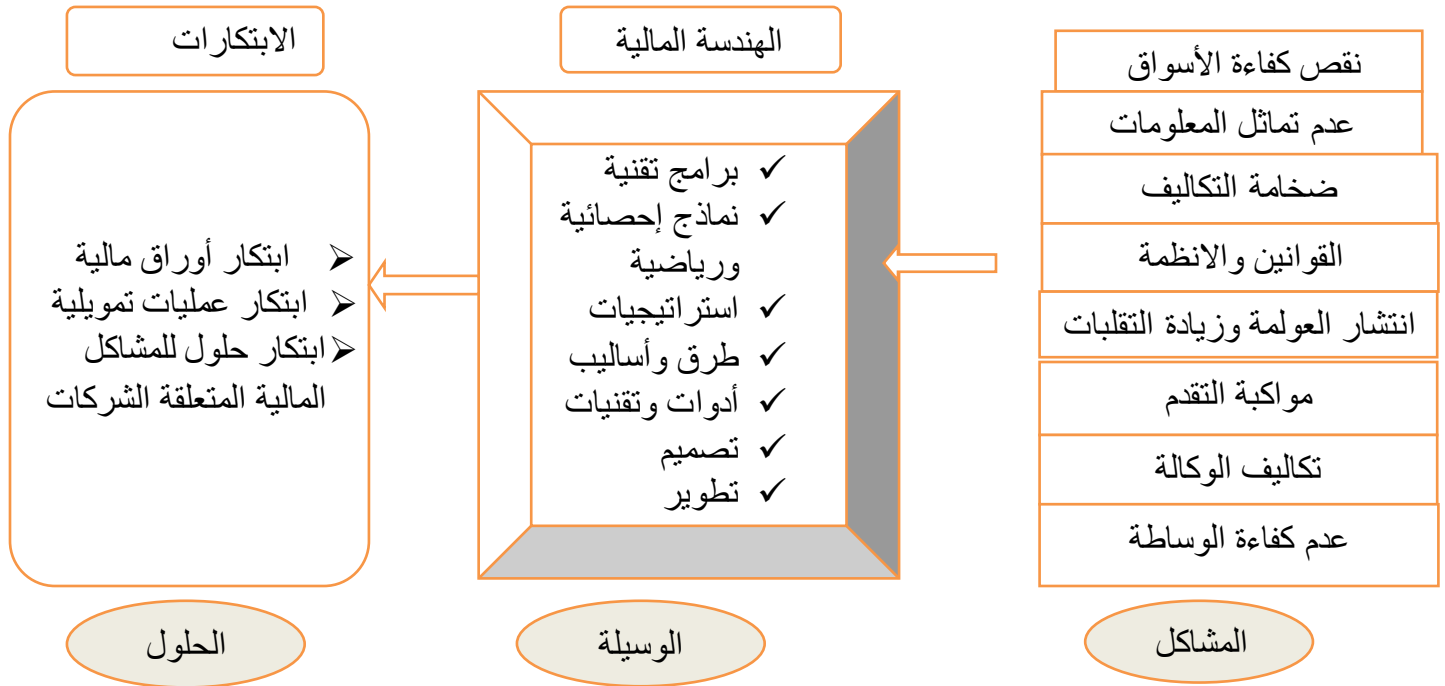
ويمكن تلخيص علاقة الهندسة المالية بالابتكار المالي في الشكل التالي:

¹مرجع سبق ذكره ص ص 250 269.

²بوعكاز نوال، مرجع سبق ذكره، ص

³سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 83.

الشكل (03): علاقة الهندسة المالية بالابتكار المالي



المصدر: بن صوشة ثامر، مطبوعة الهندسة المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2017-2018 ص 30.

ادوات الهندسة المالية

نقصد بأدوات الهندسة المالية كل ما يستخدمه المدير او المهندس المالي في تحقيق اهداف الهندسة المالية. وهذا يعني ان الأداة الأهم للهندسة المالية هي العقل البشري من خلال الابتكار والتطوير للأدوات والعمليات المالية بما يخدم اهداف المنشآت. وتشمل الهندسة المالية كل من الأدوات التقليدية والتوريق والمشتقات المالية.

الأدوات المالية التقليدية:

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الاعمال السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق راس المال. وتمثل الورقة صك يعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائد او الحق في جزء من أصول منشأة ما، او الحقين معا فحملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة مثلا لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد عن عمليات المنشأة كما ان لهم نصيب في أصولها وان كان ليس من حقهم المطالبة به طالما ان

المنشأة مستمرة. كذلك فإن لحملة السندات نصيب في الأرباح يتمثل في الفوائد المستحقة، ونصيب في الأصول يتمثل في الأصول المرهونة لصالحهم أو في الأصول بصفة عامة وذلك في حالة الإفلاس أو التصفية.¹

يمكن تقسيم الأدوات المالية التقليدية الى قسمين هما: أسهم وسندات. وذلك وفق ما يلي:

أولاً: الأسهم²

يعرف السهم بأنه: "صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي حق الملكية لحامله ليمثل حصته في راس مال الشركة حيث تعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين راس مال الشركة فيشركات المساهمة (SPA) ذلك بعد طرحها للاكتتاب العام في السوق الثانوية (سوق التداول على مستوى البورصة)".

يمكن ايجاز بعض الخصائص المميزة للأسهم عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى في التالي:³

(1) القابلية للتداول:

توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في السوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنها. علماً ان أسعارها معرضة للتقلبات في السوق بفعل عدة عوامل.

(2) التساوي في قيمة الأسهم:

ينقسم رأسمال شركة المساهمة الى أسهم متساوية القيمة، هذا يعني الحرص على تساوي المساهمين في الأرباح والخسائر، والحق في التصويت وتوزيع موجودات الشركة وفائض التصفية بعد حل الشركة. ان تساوي الأسهم في القيمة يسهل تداولها وكذا حساب النصاب والاعلبيية في اجتماعات الجمعية العامة للشركة.

(3) عدم قابلية السهم للتجزئة:

يمثل السهم حق المساهم في الشركة، كما يمثل حصة في رأسمالها، فيؤثر مصير ملكيته على ممارسة الحقوق الملازمة له. فلا يجوز ان يتعدد مالكو الأسهم امام الشركة، فاذا ألت ملكية السهم الى عدة اشخاص بسبب الوفاة أو بغير ذلك من الأسباب، فان السهم لا يتجزأ عليهم، ولا يكون لأي منهم صوت في الجمعية العامة للمساهمين، لذا يجب عليهم ان يختاروا شخصاً واحداً يباشر الحقوق المتصلة بالسهم اتجاه الشركة.

(4) تحديد السهم مسؤولية المساهم

ان مالك الأسهم لا يكون مسؤولاً عن ديون الشركة الا بقدر ما وضعه من مال، الشيء الذي يجعل مسؤوليته محدودة، وبالتالي لا يجوز تحميل المساهم مسؤولية تتجاوز حدود الحصة التي يمتلكها في الشركة، فلا يجوز مثلاً للجمعية العامة اتخاذ قرار يشدد مسؤولية المساهم.

¹ منير إبراهيم هندي، اساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية "الأسهم والسندات"، منشأة المعارف، مصر 2008، ص 53.

² محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص 77.

³ محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره ص ص 78 79.

ثانياً: السندات

يعرف السند بأنه: "ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها شركة المساهمة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبه بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار".¹

يمكن تلخيص أهم خصائص السندات وهي كالتالي:²

- **السند أداة دين:** يترتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنيته، في حين يترتب السهم لحامله حق ملكية. لذا يكون حامل السند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة، أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.
- **محدودية الأجل:** يصدر السند باجل محدد يستحق بطوله، وينص على هذا الاجل صراحة في عقد الإصدار، هذا على عكس السهم الذي يبقى قائماً مادامت الشركة المصدرة قائمة. ويعتبر اجل السند عنصراً هاماً في تحديد معدل فائدة السند، وكذلك سعره السوقي.
- **السند أداة استثمارية ثابتة:** وهي فئة من الأوراق ذات دخل ثابت، إذ تدفع الفوائد لحملة السندات سنوياً، سواء حققت الشركة أرباحاً أو خسائر.
- يجب ان تظهر وثيقة الإصدار اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، ضمانات الممنوحة للحملة مقابل اكتتابهم في السندات المعنية لطمأنتهم على مدخراتهم. كم تظهر سعر الإصدار الذي يجب ان يدفعه المكتتب للحصول على السند، والذي عادة ما يساوي هذا السعر القيمة الاسمية للسند.
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد اعلى.
- تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة الى قيمتها الاسمية وهما: قيم أدنى عند بيعها بخصم، وقيم اعلى عند بيعها مع علاوة.
- تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لان مستثمري السندات يخضمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد. وهنا فان المعدلات الأعلى للخصم تعطي قيماً حالياً أدنى للسندات.
- **قابلية التداول:** وهي قابلة للتداول كالسهم أيضاً، وتختلف طرق تداوله باختلاف الشكل الذي يصدر به، فإذا كان سندا اسماً فينتقل بطريقة التطهير، اما إذا كان السند لحامله فيجري انتقاله بطريقة التسليم.
- ويجوز ان يصدر السند بشكل معين وان يجري تحويله فيما بعد الى شكل اخر، كان يصدر اسماً ثم يحول للحامل او العكس وذلك طبقاً لشروط.
- كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى فان السندات تحمل مخاطر أكبر. ان الفترة الأطول للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة.

¹ محمد مطر، مرجع سبق ذكره، 220.

² نفس المرجع، ص ص 221، 222.

■ ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.

ثانياً: التوريق

تعتبر تقنية التوريق إحدى النواتج 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 بفعل الهندسة المالية.

1- تعريف التوريق

يعرف التوريق على أنه أداة مالية مستحدثة، تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول ووضعها في صورة دين واحدة معززة ائتمانياً ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، وذلك تقليلاً لمخاطر المصرف، وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للمصرف. لذلك يتمثل مصطلح التوريق في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول، أي تحويل الديون من القرض الأساسي إلى مقرضين آخرين.¹

2- أهداف التوريق:

- تسعى المؤسسات المالية من وراء عملية التوريق إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:²
- رفع كفاءة الدورة المالية ومعدل دوراتها عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى.
- مساعدة الشركات ذات العجز المالي أو المعرضة له في تحسين هيكلها التمويلي عن طريق تحويل الالتزامات قصيرة الأجل إلى التزامات متوسطة وطويلة الأجل.
- تقليل مخاطر الائتمان للأصول من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.
- تطبيق مبدأ الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأن التوريق يتطلب مجموعة من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.
- إنعاش الأسواق الراكدة، لاسيما تفعيل وتنشيط سوق السندات، وبالتالي تطوير وتعميق سوق الأوراق المالية، مما يتيح التنوع في صناديق الاستثمار، وبالتالي فرص استثمار جديدة للمستثمرين.

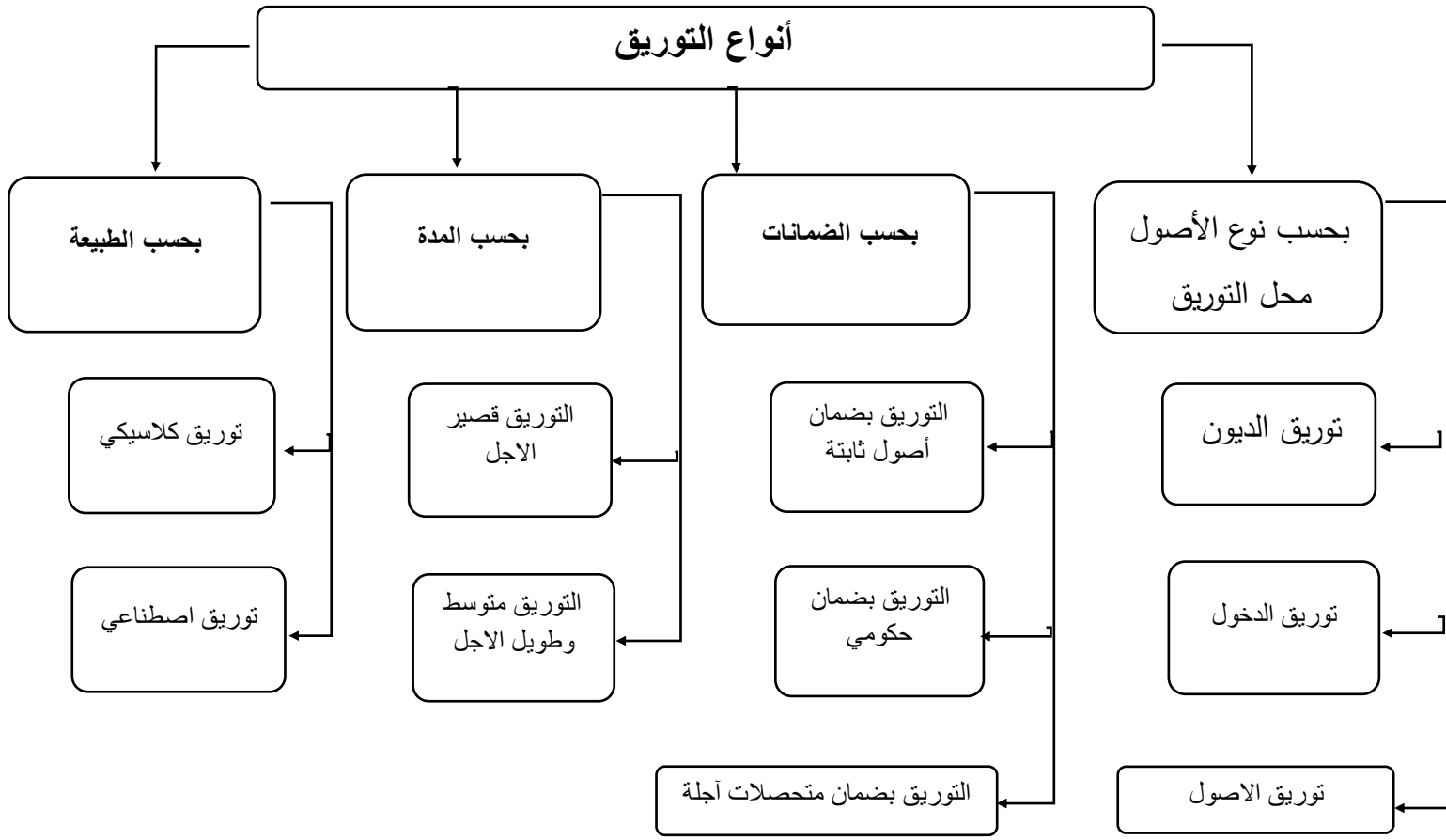
3- أنواع التوريق

تتعدد أنواع التوريق بتعدد معايير تصنيفه، والشكل رقم (2) يوضح أهم هذه التصنيفات:

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والطباعة، عمان، الطبعة الأولى 2012، ص 254.

² عجيل حاسم النمشي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما، الدورة التاسعة عشر، منظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة، ص 5 6.

الشكل رقم (04) أهم تصنيفات أنواع التوريق



1- تصنيف التوريق بحسب نوع الأصول:

ينقسم التوريق حسب نوع الأصول الى الأنواع التالية:¹

- أ- **توريق الديون:** بمقتضاه تقوم مؤسسة متخصصة في التمويل بتجميع ديونها المتجانسة في محفظة مالية واحدة تمثل محفظة التوريق، ثم تتولى بنفسها اصدار سندات او أوراق مالية على أساسها وتطرحها على المستثمرين للاكتتاب فيها.
- ب- **توريق الدخل:** تقوم بع المؤسسات بتوريق بعض دخولها التي ستحققها في المستقبل بنفسها او عن طريق شركة التوريق، وذلك بنفس طريقة عملية توريق الديون.

¹ صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق واثره في وقوع الازمة المالية في ضوء التفكير الإسلامي، مداخلة من المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، أيام 2،1 ، افريل ، 2009 ، ص ص 7.6.

ت - **توريق الأصول:** تقوم المؤسسة بطرح سندات بقيمة بعض أصولها المدرة للدخول، وتطرحها للجمهور للاكتتاب فيها، ثم تستأجرها منهم تأجيرا تمويليا، ليحصل حملة السندات على أفساط الاجارة كعائد على سنداتهم، ثم تقوم المؤسسة بشراء جزء من قيمتها بصفة دورية لتعود ملكيتها اليها مرة أخرى في نهاية المدة.

2- التصنيف بحسب الضمانات

حسب هذا التصنيف يقسم التوريق الى:¹

أ- **التوريق بضمان أصول ثابتة:** مثل توريق ديون التمويل العقاري، الذي يتم فيه رهن العقار للمقرض للحصول على قرض.

ب- **التوريق بضمان حكومي:** وذلك في حالة ضمان جهة حكومية لمقترض ما، او تكون هي نفسها المدين، فيكون القرض مضمون السداد من الموازنة العامة للدولة.

ت- **التوريق بضمان متحصلات آجلة:** وذلك في حالة الديون التي لا يقدم المدين فيها ضمانات عينية مثل ديون بطاقة الائتمان.

3- التصنيف بحسب المدة

حسب هذا التصنيف، يقسم التوريق الى ما يلي:²

أ- **التوريق قصير الاجل:** وذلك من خلال بيع مؤسسة محفظة من الأصول الى شركة التوريق والتي تقوم بدورها بإصدار أوراق مالية قصيرة الاجل تمكنها من إعادة تمويل نفسها، ويتم ذلك من فترة تقل عن سنة.

ومن اهم هذه الأوراق نجد الأوراق التجارية المضمونة بأصول (Asset-Backed commercial Paper) (ABCP).

ب- **التوريق متوسط الاجل:** يتعلق أساسا بتوريق أصول مؤسسات الائتمان وشركات التامين، بحيث يمكنها الحصول على التمويل لفترة زمنية تزيد عن السنة. من أشهر منتجاته الأوراق المالية المضمونة بالأصول (Asset-Backed Securities) (ABS).

4- التصنيف بحسب طبيعة التوريق

حسب هذا التصنيف، يقسم التوريق الى نوعين:³

أ - **التوريق الكلاسيكي:** ويعرف بالتوريق خارج الميزانية، حيث انها تقوم بتسديد قيمة المحفظة المتنازل عنها من خلال عوائد الإصدار.

ب - **التوريق الاصطناعي:** يعرف بالتوريق داخل الميزانية، حيث لا يتم اخراج القروض وضماناتها من ميزانية المؤسسة البادئة بالتوريق، وانما يتم تحويل المخاطر المرتبطة بها فقط الى شركة التوريق.

¹ محمد عبد الحليم عمر، دراسة حول الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها و تداولها، الدورة التاسعة عشر، منظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة، 2009، ص 3.

² مريم سرامة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في ازمة 2008، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2012، ص 82.

³ نفس المرجع، ص 82.

ثالثاً: المشتقات المالية

تضم الهندسة المالية مجموعة واسعة ومتعددة من الأدوات المالية الجديدة اقل تكلفة وأدنى مخاطر واعلى عائد، وتعتبر المشتقات المالية من اهم هذه الأدوات التي قدمها الفكر المالي والهندسة المالية. ويتم تداول هذه الأدوات في الأسواق الآجلة، ولكن ماذا يقصد بالأدوات المالية المشتقة؟

1- مفهوم المشتقات المالية

نظرا للتعريفات الكثيرة التي وضعت لبيان حقيقة المشتقات المالية، واختلاف تلك التعريفات فيما بينها من حيث شموليتها ووضوحها، سنقدم هنا بعضها ونستخلص اهم خصائصها.

➤ **المشتقات المالية:** هي عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية، يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة. يكون تقلب قيمتها اشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها. وتتعلق المشتقات المالية بعمليات والتزامات خارج الميزانية.¹

➤ **المشتقات المالية:** تعرف كذلك بانها ليست اصولا مالية، وليست اصولا عينية وانما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها ويترتب عليها حقا لطرف والتزاما على الطرف الاخر.²

➤ **المشتقات المالية:** اما التعريف الذي وقع عليه اختيار بنك التسويات الدولية التابع لصندوق النقد الدولي بانها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها تتطلب الاستثمار المالي في الأصول، وكعقد بين طرفين، فان أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح امر غير ضروري".³

➤ **المشتقات المالية:** كما عرفتها المجموعة الاستشارية لنظم المحاسبة القومية على انها: "أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة او مؤشر او سلعة، والتي من خلالها يمكن شراء او بيع وعلى خلاف أدوات الدين، فان ما يتم دفعه على الأداة المشتقة يتم استرداده، كما لا يوجد عائد مستحق المخاطرة المالية في الأسواق المالية. اما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول او المؤشرات محل التعاقد. على الاستثمار".⁴

ومن خلال هذه التعريفات يمكن القول ان المشتقات المالية هي أداة مالية تتصف بالخصائص التالية:⁵

❖ يتم تنفيذها وتسويتها في تاريخ مستقبلي.

❖ يتم تغيير قيمة المشتقات المالية استجابة للتغير في سعر الصرف او سعر الفائدة او سعر الأوراق المالية، بمعنى اخر يكون ارتباط العقود المالية للمشتقات بسعر فائدة محدد.

¹ هشام فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وادواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 58.

² مصطفى كامل خليل الحجازي، المشتقات المالية وتداعيات الازمة المالية العالمية، المؤتمر العالمي السنوي الثالث عشر، يومي 2، 1 افريل، جامعة المنصورة، مصر، ص 24.

³ شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 371.

⁴ سمير عبد الرحمن رضوان، مرجع سبق ذكره، ص ص 60 ، 61.

⁵ كريد كمال ال شيبين، الاستثمار والتحليل المالي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 398.

- ❖ قد لا تتطلب عقود المشتقات المالية عادة استثمارات مبدئية.
- ❖ تستعمل المشتقات المالية لمواجهة المخاطر نتيجة التغير في أسعار تلك الأصول.
- ❖ تحدد عقود المشتقات المالية سعر الصرف، سعر السلعة، الفائدة وغير ذلك.

2- أسواق المشتقات المالية:

أسواق المشتقات المالية تختلف عن غيرها من الأسواق، بأنها تجري في نوعين من الأسواق هما:

1. الأسواق المنتظمة:

وهي أسواق نمطية تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه البائع و المشتري، وتعرف الأسواق المنتظمة بأنها الأسواق التي تكون العقود المتداولة محددة حسب نمط معين بالنسبة لأجلها واحجامها وشروط تسليمها، أي بمعنى ان هذه الشروط ليست محلا للتفاوض عليها، يتم تنفيذ الصفقات في هذه الأسواق من خلال دار المقاصة او ما يسمى دار التسوية التي تقوم بدور الوسيط بين البائعين والمشتريين، حيث ان هدف وجودها هو ضمان احترام والتزام المتعاملين بتنفيذ الصفقات، وتتميز هذه الأسواق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم ويشترط التعامل فيها ان تكون الأوراق المالية مدرجة في تلك الأسواق ومن المشتقات المالية التي يمكن تداولها في هذه الأسواق هي عقود الخيارات و المستقبلات.¹

2. الأسواق غير المنتظمة:

ظهرت هذه الأسواق نتيجة امتناع بعض الشركات عن الإفصاح عن البيانات و المعلومات الخاصة بها خوفا من المنافسة او لعدم توفر الشروط التي يمكن الدخول بها الى الأسواق المنتظمة، على عكس السوق المنتظمة، فالسوق غير المنتظمة تحكمها عمليات غير منتظمة، هذه العمليات التي تتم على مقصورة الأسواق غير المنتظمة، هي الأكثر تغييرا للنظام المالي الدولي، بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة، ولأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة، وتتداول أيضا في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيدا (الخيارات ، المبادلات).²

3. المتعاملون في المشتقات المالية:

يمكن تصنيف مستخدمي المشتقات المالية الى ثلاث فئات هم المتحفظون، المضاربون والمراجحون، وبوسع كل أحد يسعى الى الربح ان يقبل المخاطرة، ويغتنم عائدها، او يتحوط ضد المخاطر فيلجأ الى عقود المشتقات، والناس بين عاشق للمخاطرة ورافض لها.

¹دانيا إبراهيم غيا، دور المشتقات المالية كادوات للتحوط التعاقدية اتجاه المخاطر المالية ومدى امكانية تطبيقها في المصارف السورية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الأسواق المالية، جامعة دمشق، 2013، ص 16.

²عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 49.

أولاً. المتحطون:

تهتم بالتعامل في الأصول المالية باستخدام المشتقات المالية من اجل التقليل بقدر الإمكان من الخسائر عن طريق اتخاذ مركز معاكس لمركزهم السابق حتى يحموا أنفسهم من الخسائر في حال عكس السوق حركته.¹

ثانياً. المضاربون:

يدخلون سوق المشتقات المالية لتحسين وضعيتهم وتوسيع مركزهم بمساعدة أثر الرفع المالي، يتم ذلك من خلال هامش مبدئي منخفض جداً، ثلاثة بالمائة في المتوسط من قيمة الأصل محل التعاقد ومحاولة تسجيل أرباح مهمة جداً، إذا ما تحققت توقعاتهم فيما يخص سعر ذلك الأصل.²

فلو ان تنبؤاتهم تشير الى ان أسعار عقود المشتقات المالية على أصل ما بتاريخ تسليم ما، ستكون أقل من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر في نفس تاريخ تنفيذ عقد المشتق المالي. فسوف يسعون الى شراء تلك العقود المشتقة في تاريخ التسليم، سوف تكون اعلى من السعر الذي سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر في ذات التاريخ، فسوف يأخذون مركزاً قصيراً أي يبيعون عقود مشتقة.³

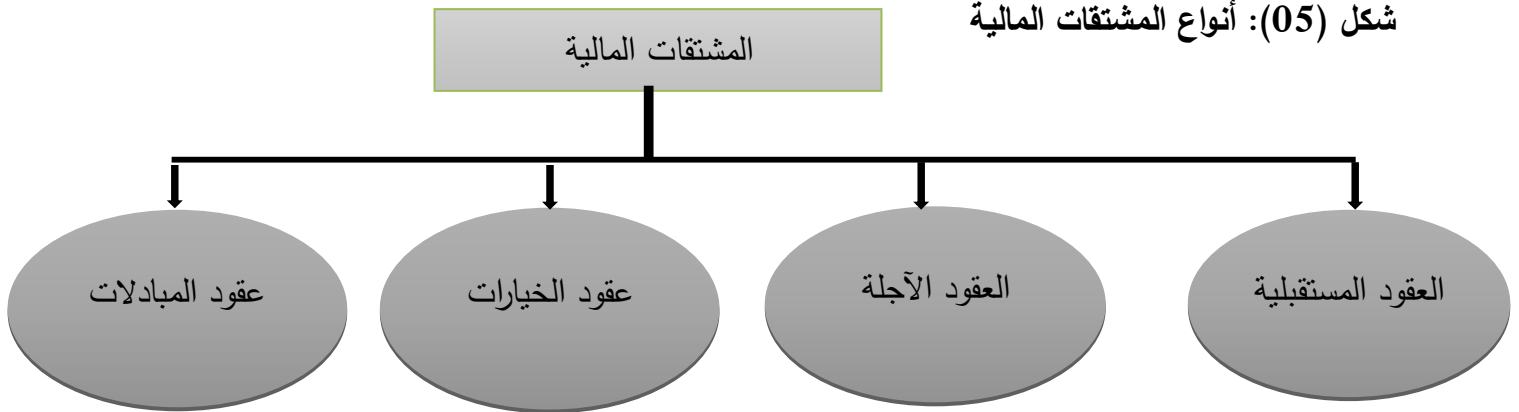
ثالثاً. المراجحون:

هم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات المالية عندما يجدون ان هناك فرق بين سعرين لأصل معين بين سوقين او أكثر، اذ تشتري من السوق منخفض السعر ثم يبيعون في نفس الوقت في السوق مرتفع الأسعار وبالتالي يحققون ربح عديم الخطر. ومعظم عمليات بيع وشراء العملات تدخل في هذه التعاملات، وساعد التطور التكنولوجي في إتمام هذه الصفقات بسرعة.⁴

المبحث الثاني: المشتقات المالية الاصلية (الجيل الأول)

تتعدد أنواع المشتقات المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية، ويتمثل جوهرها في العقود المستقبلية، العقود الآجلة، وعقود الخيارات، وعقود المبادلات. ويمكن توضيحها من خلال الشكل التالي:

شكل (05): أنواع المشتقات المالية



¹ نفس المرجع، ص 52.

² سحنون محمد، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الازمات، الملتقى العلمي الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص 4.

³ منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشأة المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص 644.

⁴ طارق عبد العال، حوكمة الشركات والازمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 59.

والتي سنحاول التطرق إليها بشيء من التفصيل كالآتي:

المطلب الأول: العقود المستقبلية

تعريفها:

(1) تعتبر العقود المستقبلية من الأدوات المالية الهامة والمستحدثة في العقود الأخيرة من القرن الماضي. وتعرف العقود المستقبلية بأنها اتفاق تعاقدى نمطي يستلزم تسليم موجود معين في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد بواسطة طرف ثالث كوسيط.¹

(2) هو عقد معياري منظم بواسطة بورصة منظمة، وهو أيضا اتفاق بين مشتري وبائع الان (او في زمن الصفر) لتبادل أصل مقابل نقد وذلك في تاريخ لاحق وبسعر يحدد الان.²

(3) يعرف العقد المستقبلي كذلك بأنه عقد نمطي الزامي اما لشراء او بيع أصل معين بسعر محدد مسبقا وفي تاريخ مستقبلي معين، حيث يتم الاتفاق على السعر والأصل والكمية عند تاريخ ابرام العقد، على ان يتم تسليم الأصل ودفع الثمن مستقبلا. ويلتزم كل من طرفي العقد بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد، اما مبلغ نقدي او في صورة أوراق مالية يسمى (الهامش المبدئي) لدى السمسار الذي يتم التعامل من خلاله، وذلك حماية لهما من المشاكل التي قد تحدث لأحدهما نتيجة عدم قدرة الطرف الاخر على الوفاء بالتزاماته.³

ويقتضي التعاقد في العقود المستقبلية مجموعة من الشروط هي:

- ا. وحدة التعامل: وهي الكمية والوحدة التي بموجبها يتم ابرام العقد.
- ب. شروط التسليم: وتتضمن الأشهر التي يتم فيها التعامل على العقد، والفترة الزمنية خلال الشهر الذي ينبغي ان يتم فيه التسليم والمواصفات الواجب توفرها بالسلعة موضوع التعامل من حيث النوعية والجودة ووسيلة التسليم التي يتم بموجبها تسليم الأصل.
- ج. حدوث تقلبات الأسعار: تعمل أسواق العقود المستقبلية بنظام حدوث التقلبات السعرية، حيث تفرض حدا أدنى وحدا اقصى، وذلك حسب العقد محل التعاقد وذلك كل يوم، وفي اليوم الموالي يتم التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم المعني، ويستثنى من ذلك نوع واحد من العقود لا يطبق عليه نظام الحدود وهي العقود على مؤشرات السوق.
- د. التسوية السعرية اليومية: تتميز العقود المستقبلية بإجراءات تسوية يومية لمراكز أطراف التعاقد مع كل تغير في سعر العقد الجديد، بل ان بيت التسوية نفسه يقوم بإحلال العقد بعقد جديد، وسعر العقد الجديد يتحدد على أساس التسوية والذي ينشر في صحف المال عن العقود المماثلة.

¹ عماد عبد المحسن دلول، أثر استخدام بعض أدوات الهندسة المالية في المخاطر الائتمانية، مجلة الإدارة والاقتصاد، السنة السابعة والثلاثون، العدد تسعة وتسعون، 2014، ص 449.

² طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، 2003، ص 111.

³ دانيا إبراهيم غيا، مرجع سبق ذكره، ص 39.

⁴ حيرش عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص 50، 51.

هـ: نظام الهوامش: نظرا لما ترتب عليه التعاقدات من مخاطر عدم القدرة على الوفاء، فعلى طرفي العقد ان يودعا لدى السمسار الذي يتم التعامل معه مبلغا نقديا يمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد، يطلق عليه الهامش المبدئي، والغرض منه اثبات الجدية وحسن نية الطرفين، كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية اذا ما تعرض احد الطرفين للخسائر نتيجة تغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه، وعادة ما تتراوح نسبته من 5 الى 10 من قيمة العقد المبرم، ولهذا فقد يترتب على تغيرات الاسعار انخفاض الهامش المبدئي واستنزافه، وبالتالي تقوم ما يسمى بـ " غرفة المقاصة" او "بيت التسوية"، بتحديد قيمة دنيا للهامش المبدئي لا يمكن تجاوزها، وتسمى بـ " هامش الوقاية او الصيانة"، ويمثل الحد الأدنى الذي يجب الا يقل الهامش المبدئي عنه، وعادة تتراوح نسبته من 70 الى 80 من الهامش المبدئي، نشير كذلك الى ان غرفة المقاصة تلعب دورا مهما واساسيا في هذه العقود، اد تلعب دور الوسيط المالي بين الطرفين، كما يمكنها ان تقوم بممارسة ما يسمى " الصفقات العكسية".

عناصر العقد الرئيسية:

حيث يجب ان يشتمل العقد على:¹

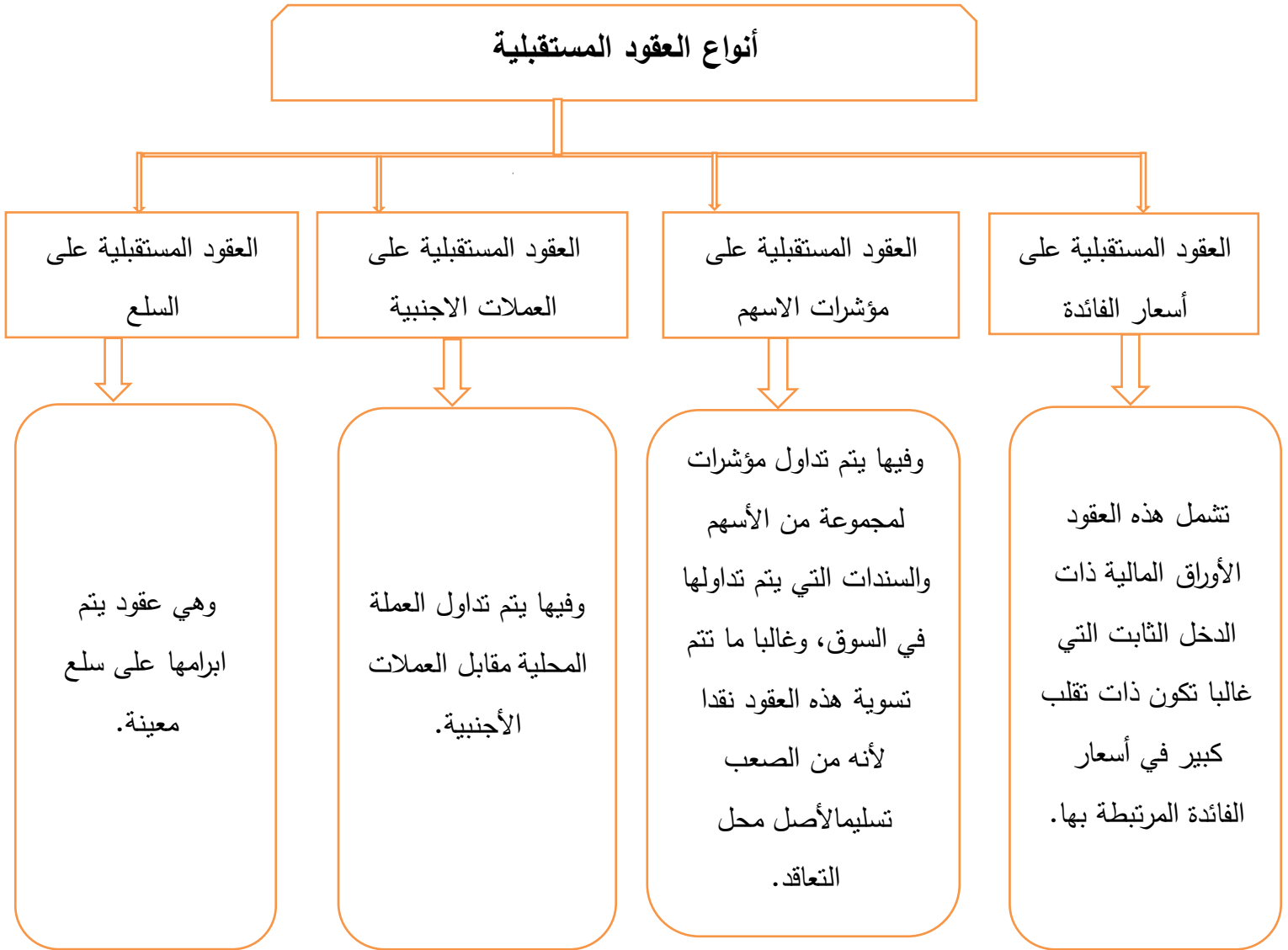
- ✓ اطرافه (البائع والمشتري): مشتري العقد وهو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل. اما بائع العقد فهو الطرف الملتزم بتسديد الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.
- ✓ تاريخ التعاقد: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإنجاز العقد.
- ✓ محل التعاقد (نوع الأصل محل العقد): يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه وشرائه بين طرفي العقد والذي يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات.....
- ✓ تاريخ التسليم: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.
- ✓ سعر التنفيذ او سعر التسوية: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.
- ✓ الكمية.
- ✓ مكان وطريقة التسليم.

أنواع العقود المستقبلية:

تتنوع العقود المستقبلية بحسب الأصل محل التعاقد. ويوضح الشكل الموالي اهم أنواعها.

¹حيرش عبد القادر، مرجع سابق، ص 51.

الشكل (06): أنواع العقود المستقبلية



المصدر: من إعداد الطلبة

أ. العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:

هي عقود مستقبلية تبرم على أوراق مالية ذات دخل ثابت، وسميت بذلك لان أسعار تلك الأوراق تتأثر وبصورة عكسية بالاتجاه الحالي والمستقبلي لأسعار الفائدة، وتمثل هذه العقود التزاما من البائع بتسليمه للمشتري أحد أدوات المديونية في سوق النقد او في سوق راس المال مقابل قيمة جارية تقل عن القيمة الاسمية التي صدرت بها تلك الأداة.¹

¹ شرياق رفيق، مطبوعة أسواق مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي_قائمة، 2017 ص 49.

تستخدمها الشركات التي قد تعاني من الخسائر الناجمة عن التقلبات في أسعار الفائدة (مثل البنوك وشركات السمسرة وشركات التأمين). يمكن استخدام هذه العقود للتحوط والتقليل من المخاطر، اما المضاربون فيستخدمون هذه العقود للمراهنة على انخفاض او ارتفاع أسعار الفائدة في السوق مستقبلاً¹.

ب. العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:

بدا التعامل بهذه العقود في 16 فيفري 1982، والتعاقد على مؤشرات الأسهم حقيقته، التزام بين طرفي العقد بان يدفع أحدهما مبلغا نقديا، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه (تاريخ التسليم)، والمبلغ المتفق عليه (سعر الشراء)، يدفعه البائع في حالة كون قيمة المؤشر اعلى من سعر الشراء، او يدفعه البائع لما تكون قيمة المؤشر اقل من سعر الشراء. وما دامت المؤشرات تقاس بالنقاط، فانه عادة ما يضرب ذلك الفرق بين قيمة المؤشر وسعر الشراء في قيمة ثابتة تسمى المضاعف، ويختلف قدرها مؤشر الى اخر، غير انه يقدر في معظم المؤشرات ب 500. وكما هو واضح من خلال ماهية المؤشرات، فانه لا وجود لأصل حقيقي معقود عليه في العقود المستقبلية على المؤشرات، لذا فان التسوية ستكون بالضرورة نقدية، أي لا مجال للتسليم والتسلم، وهذا ما يعد من أبرز سمات هذه العقود².

وتكمن أهمية ذلك في مساهمتها في تخفيض تكلفة المعاملات، فلو ان التسوية كانت بالتسليم والتسلم حينئذ يكون لزاما على بائع العقد المستقبلي تحمل تكلفة المعاملات المصاحبة لشراء العدد الكبير من الأسهم التي يتكون منها المؤشر للوفاء بمتطلبات العقد. هذا وتتمثل التسوية النقدية، بقيام أحد طرفي التعاقد بدفع قيمة الفرق بين العقد المستقبلي تفوق قيمة أسهم المؤشر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، حينئذ يجني الطرف البائع أي صاحب المركز القصير ربحا يتمثل في الفرق بين القيمتين ويحدث العكس عندما تكون قيمة العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم أكبر من قيمة العقد المستقبلي، اذ سيمثل الفرق حينئذ أرباحا لمشتري العقد. وبالطبع يمكن لأي من الطرفين اقفال مركزه على العقد قبيل تاريخ التسليم، وذلك بأخذ مركز عكسي عليه، أي شراءه إذا كان قد سبق له بيعه، او بيعه إذا كان قد سبق له شرائه³.

ج. العقود المستقبلية على العملات الأجنبية:

هي عقود يكون محل التعاقد فيها عملات، وتمثل اتفاق بين طرفين يتم بموجبه شراء او بيع معياري من عملة معينة مقابل عملة معينة أخرى على سعر صرف محدد، على أساس ان يتم التسليم والاستلام في تاريخ لاحق يحدد عند تاريخ التعاقد. وللاشارة فان هذه العقود كغيرها من العقود المستقبلية الأخرى نادرا جدا ما تنتهي بتسليم وتسلم العملات المتعاقد عليها، بل ان يقوم المتعاقدون بتصفية مراكزهم والخروج من السوق، وذلك بإبرام

¹ عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 77.

² شرياق رفيق، مرجع سابق، ص 49.

³ عيساوي سهام، مرجع سابق الذكر، ص 79.

عقود عكسية للعقود التي ابرمها سابقا، ويتولى بيت التسوية تسوية تلك العقود نيابة عنهم. وهناك عدة أسواق رسمية منظمة يتعامل فيها بالعقود المستقبلية على أسعار الصرف، ويعتبر سوق النقد الدولي التابع لبورصة شيكاغو من أكبر الأسواق للتعاملات على المستقبلية على العملات.¹

د. العقود المستقبلية على السلع:

ليس كل السلع يمكن ابرام عقود مستقبلية عليها، بل يجب ان تتوفر في السلعة مجموعة من الشروط لكي تكون قابلة لذلك. والعقد المستقبلي على السلع يمثل التزاما من البائع للمشتري بتسليمه كمية متفقا عليها من سلعة ما (ذهب، نفط، محصول زراعي....) بمواصفات متفق عليها، في تاريخ محدد، مقابل سعر متفق عليه يلتزم المشتري بدفعه للبائع عند الاستلام.

خصائص العقود المستقبلية:

تتسم عقود المستقبلية بخصائص عديدة نذكر منها:²

1. ان لعقود المستقبلية طرفين أحدهما بموقع المشتري او المستلم للأصل الاستثماري (المركز الطويل) والآخر بموقع البائع او المسلم للأصل الاستثماري (المركز القصير) وبالتالي فان ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني.
2. نمطية شروط التعاقد فلا تتباين العقود من عقد لأخر ولا تخضع لرغبة المتعاقدين كما هو الحال في العقود الآجلة من حيث حجم العقد ومدته وصفاته او جودته.
3. ولان هذه العقود يجري التعامل عليها من خلال السوق الرسمية، لذلك فإنها تكون قابلة للتداول وتحرر بذلك المتعاقدين من التزاماتهم بتسليم او تسلم المعقود عليه.
4. فيها يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقا في تاريخ التعاقد على ان يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد وبذلك يتم تجنب او تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها اذ لا ينظر الى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعا.
5. يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء او بيوت مقاصة توكل اليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يوميا بين طرفي العقد.
6. ان طرفي هذه العقود غالبا ما لا يعرف أحدهما الاخر، وبالتالي لا يدخل طرفا التبادل مع بعضهما البعض مباشرة، ولكن من خلال بيوت التسوية او المقاصة التي تعمل كمشتريه او كبائعه دون تنافس أي من المشتريين او البائعين. وهي تمارس وظائفها الأساسية في توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وتحقيق الاستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين وضمان انجاز العقود بكفاءة.

¹ شرياق رفيق، مرجع سابق الذكر، ص 49.

² عيساوي سهام، مرجع سابق، ص ص 81، 82.

7. يقوم متاجرو المستقبلات بوضع ما يعرف بالهامش الاولي والذي هو أموال يجرى ايداعها في حساب خاص لدى غرفة التصفية بالسوق المالية كضمان لاستبقاء الأطراف بالتزاماتهم ويحدد هذا الهامش بصيغ مختلفة: منها وديعة حقيقية او اعتماد مصرفي او اذونات خزينة... وهو يمثل غالبا نسبة قليلة من القيم الاسمية للأصول الخاضعة لعقود المستقبلات والتي لا تتجاوز عادة 5.

وبشكل عام يحدد الهامش المطلوب حسب ظروف التبادل وسلوك المستثمر. فكلما سادت تقلبات الأسعار وكان المستثمر متحوطا فان هذا الهامش يرتفع أكثر. وتتدخل بيوت التصفية بالتأثير على هذا من خلال بحثها عن استقرار السوق وموازنة الحسابات، خاصة من خلال جزء من الخسائر على الهامش المذكور والتزام المتاجرين بتوفير السيولة الإضافية لرفع موازنات الحسابات اليومية.

المطلب الثاني: العقود الآجلة

تعريف العقد الاجل:

1. العقود الآجلة هي نوع من المشتقات المالية والتي تعرف كذلك بمصطلح العقود الامامي.¹
2. اتفاق على شراء او بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين. ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين او بين مؤسسة مالية واحد عملاتها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصات عادة.²
3. تعرف أيضا العقود الآجلة على انها عقد منتظم يلتزم بمقتضاه طرفا العقد، أحدهما البائع والآخر مشتري لبيع او شراء أداة مالية او عملة اجنبية او سلعة في تاريخ محدد مستقبلا بسعر متفق عليه، فهي بذلك عقود ذات طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب او خسائر نتيجة التغيرات في المركز المرتبط بالعقود، ويمكن من تخفيض مصدر المخاطرة المتمثل بعدم التأكد في العوائد والكلف المتوقعة، اذ تمكنا من الدخول في اتفاقية العقد الأجل فالعقد الاجل اتفاقية لبيع او شراء موجود ما في المستقبل بتاريخ وسعر محدد مستقبلا، ومن هنا فان العقود الآجلة لا يتم تداولها او المتاجرة فيها في سوق الأوراق المالية وسوق الأدوات المالية المشتقة كباقي المشتقات اذ انها اتفاق خاص ومغلق بين الطرفين.³
4. كما يعرف العقد الاجل بانه عقد يلتزم فيه البائع ان يسلم للمشتري السلع محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ.⁴

وعلى ما تقدم فان العقد الاجل يحتمل نوعين من هذا السعر:⁵

¹ هاشم فوزي دباس، مرجع سابق، ص 81.

² طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 12.

³ جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، مرجع سابق، ص 47.

⁴ هاشم فوزي دباس، مرجع سابق ص 81.

⁵ عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 110.

• **سعر التنفيذ:** وهو السعر المتفق عليه لتنفيذ العقد اجلا، ويتم تحديده بين طرفي العقد على وفق العرض والطلب ومدى رؤية كلا منهما للاستفادة من هذا السعر في المستقبل وتوقعاته عن المستقبل، ولا يتغير هذا السعر من تاريخ ابرام العقد وحتى تاريخ التنفيذ.

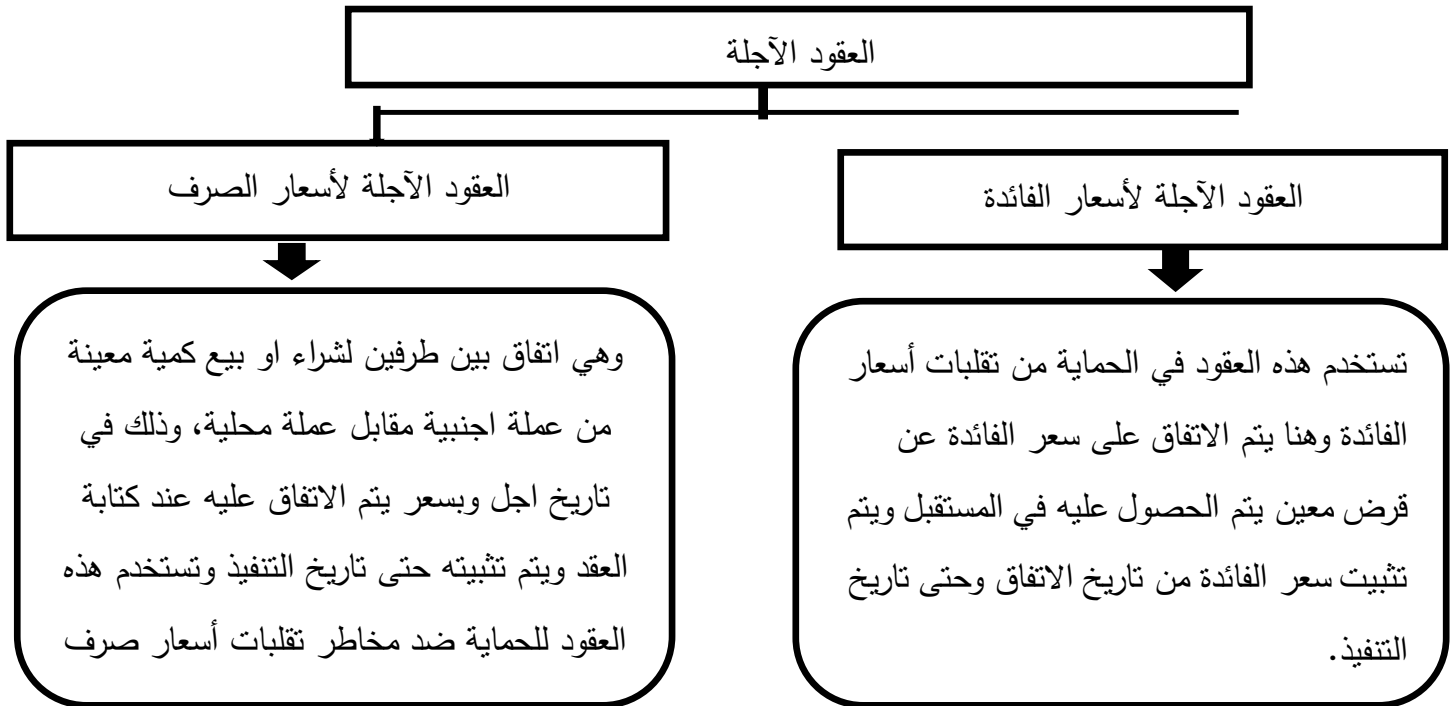
• **السعر الاجل:** وهو سعر العملة او الأصل موضع العقد الاجل في المستقبل، وهذا السعر يتغير بمرور الوقت مع تغير الأسعار في السوق، ويمكن القول ان سعر التنفيذ هو توقع للسعر الاجل في تاريخ ابرام العقد، ولكن ليس شرطا ان يتساوى في تاريخ التنفيذ.

ويتحدد الربح والخسارة في العقد الاجل من خلال العلاقة بين السعر الحالي للأصل (السهم مثلا) او كما يطلق عليه بالسعر الفوري او الانبي وبسعر التنفيذ المتفق عليه بموجب العقد بين الطرفين (البائع والمشتري)، فعندما يرتفع سعر الأصل بتاريخ تنفيذ العقد فان المشتري سيحقق ربحا وهو بالمقابل يمثل خسارة للبائع، لان الأصل سيباع بسعر التنفيذ عندما يكون السعر السوقي للأصل بتاريخ التنفيذ اقل من سعر التنفيذ.

أنواع العقود الآجلة

توجد للعقود الآجلة عدة أنواع وكذا عدة تصنيفات، ولعل اهم وأشهر تصنيف هو كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (07): أنواع العقود الآجلة



المصدر : من إعداد الطلبة

1. العقود الآجلة لأسعار الفائدة:¹ وهي العقود الآجلة التي تم ربطها بأدوات الدين، وتنطوي على بيع/ شراء مستقبلا صك الدين، وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة الصك ويتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت بعدها سعر الفائدة من تاريخ العقد الاجل وحتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود في الحماية ضد تقلبات أسعار الفائدة. ولها ابعاد عدة يجب ان يحتويه العقد:

- تحديد مواصفات صك الدين الفعلي الذي سيتم تسليمها في تاريخ التنفيذ.
- كمية من صك الدين.
- كما يتم تحديد السعر (سعر الفائدة) على صك الدين.
- التاريخ الذي سيتم تسليم فيه الأداة.

2. العقود الآجلة لأسعار الصرف:² وهي اتفاق بين طرفين لشراء او بيع كمية معينة من عملة اجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ اجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، الا انه يؤخذ عليها عدم قابليتها للتحويل والتنازل عنها ولا يمكن الاستفادة من تحرك أسعار الصرف عند تنفيذ العقد مستقبلا نظرا للالتزام بسعر تم تحديده مسبقا. وتعتبر سوق العقود الآجلة للعملات من أكثر الأسواق نشاطا، ويطلق عليها سوق بين البنوك، وقد نمت هذا السوق نتيجة لتعويم العملات في أوائل السبعينات وتشمل مئات البنوك حول العالم يمثلون أنفسهم او عملائهم، ويعتبر هذا السوق كبير جدا من حيث الصفقات فهي تكون بذلك ذات احجام كبيرة وغير عادية خاصة للمستثمرين الفرديين.

خصائص العقود الآجلة، ايجابياتها وسلبياتها:

تتمتع العقود الآجلة بعدة خصائص تميزها عن غيرها من العقود تستمد منها ايجابياتها وكذا أيضا سلبياتها:

أولا. خصائص العقود الآجلة

يمكن تلخيص هذه الخصائص كالتالي:³

1. تلك العقود عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما، وعند تاريخ الاستحقاق لا بد من تسويتها عن طريق تسليم الأصول محل العقد.
 2. تتداول هذه العقود في الأسواق غير المنظمة (خارج البورصات)، كونها عقود شخصية أي تكون مباشرة بين الطرفين ويتم تخصيصها وفقا لاحتياجات الطرفين، ولذلك فهي تتمتع ببعض المرونة.
- كما تتمتع أسواق العقود الآجلة بخصوصية عدم تداول العقود، نقص في السيولة ومخاطر الطرف المقابل وهي من السلبيات الرئيسية للعقد الاجل.

¹ عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 111.

² عيساوي سهام، مرجع سابق، ص 112.

³ عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية، دار طيبة مصر، 2008، ص 113.

3. هي عقود ذات طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب وخسائر نتيجة للتغيرات في قيمة المركز المالي المرتبط بتلك العقود، كما تعتبر هذه العقود خطية أي ان النتائج المترتبة على تنفيذ تلك العقود في ضوء التغير في قيمة الأصول المتعاقد عليها قد يؤدي الى تحقيق ربح لطرف يعادل الخسارة التي تحققت للطرف الاخر تماما.

4. تتضمن العقود الآجلة احتمال مواجهة كل من المخاطر التالية:¹

✓ مخاطر الائتمان.

✓ مخاطر العجز عن السداد.

✓ تتحقق قيمة العقد الاجل عند انتهاء الصلاحية ولا توجد أي مدفوعات بداية التعاقد او خلاله.

إيجابيات العقود الآجلة وسلبياتها

ميزة العقود الآجلة هو انها يمكن ان تكون مرنة قدر الأطراف المعنية، فهي تستخدم للوقاية من تقلبات الأسعار السوقية ولتقليل المخاطر من تذبذب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة، ولان العقود الآجلة يتم التعامل بها في الأسواق غير الرسمية، فان احجام وتواريخ هذه العقود تكون مرنة وغالبا ما تكون قيامها كبيرا ولذلك فان الافراد والمشتريين الصغار عادة لا يتعاملون في هذا النوع من العقود. ولا يتطلب التعاقد على البيع او الشراء وجود هامش قبل التسليم.²

ومع ذلك العقود الآجلة تعاني من اهم مشكلتين تحد من فائدتها، فالمشكلة الأولى انه من الصعب جدا على المؤسسة العثور على طرف اخر (يسمى هذا الطرف المقابل) للتعاقد معه، بالرغم من وجود الوسيط لتسهيل المطابقة بين الأطراف لكن قلة ما يجد مؤسسات ترغب في الدخول في العقد الاجل لفترات طويلة او بحجم معين، لذلك من الصعب إيجاد مؤسسات تريد التعاقد في نوع معين من العقد الاجل، وعلاوة على ذلك فحتى لو وجد الطرف المقابل فانه قد لا يحصل على نفس السعر الذي يريده، اذ توجد مشكلة خطيرة بالنسبة لسوق العقود الآجلة خاصة في المعاملات المالية مثل التعاقد على أسعار الفائدة، فانه سيضطر الى قبول سعر غير ملائم ولذلك فهو سوق يعاني من نقص السيولة (والسيولة تشير الى السهولة التي يمكن ان تحول الموجودات الى نقد وتشير أيضا الى سهولة اجراء المعاملات المالية). والمشكلة الثانية للعقود الآجلة هي انها تخضع لخطر التخلف عن السداد وهي مخاطر ناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقود الآجلة الوفاء بالتزاماته، اذ يصعب التنفيذ في الموعد المحدد، مثل عدم قدرة المشتري تدبير النقد لشراء الأصل في تلك الفترة او إذا عجز البائع عن التسليم وبذلك لم يعد متاحا لاستكمال شروط العقد الاجل وذلك لعدم وجود ضمان التنظيم خارج العقد، فالملاذ الأخير للطرف الأول هي المحاكمة ولكن هذه العملية ستكون مكلفة، ولكن بدلا من ذلك سوف تضطر الى التعاقد بسعر غير ملائم. ووجود خطر التخلف عن السداد في العقود الآجلة يعني ان أطراف هذه العقود يجب ان تتحقق من الطرف المقابل الى ان تكون على يقين من ان الطرف المقابل هو سليم من الناحية المادية على حد

¹ محمود محمد داغر، الأسواق المالية مؤسسات، دار النشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 137.

² هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 84.

سواء، ولأن هذا النوع من التحقيق مكلف فان خطر التخلف عن السداد يشكل عائقاً رئيسياً لاستخدام العقود الآجلة.¹

المطلب الثالث: عقود الخيار

تعريف عقود الخيار

■ عقد الخيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل، وبطبيعة الحال فان رغبة مشتري العقد في التعامل سوف تتوافر إذا كانت التحركات السعرية المستقبلية للشيء محل العقد في صالحه، وفي الحالات التي يمتلك فيها حائز العقد الحق في الشراء فإنها تسمى خيارات الشراء، اما الحالات التي يمتلك فيها حائز العقد الحق في البيع فإنها تسمى خيارات البيع، والتاريخ المستقبلي المحدد للتنفيذ يسمى تاريخ انتهاء صلاحية العقد والسعر المحدد في العقد للتنفيذ يسمى سعر التنفيذ. وهو عقد يعطى المشتري الحق لكن ليس بالالزام بشراء أو بيع أحد الأصول الأساسية بسعر محدد أو قبل تاريخ معين.²

■ ويعرف كذلك على انه عقد بين طرفين مشتري ومحرر، ويعطى العقد للمشتري الحق في ان يشتري او يبيع الى المحرر وحدات أصل حقيقي او مالي، بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد على ان يتم التنفيذ في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التنفيذ، وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وذلك مقابل تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه المكافأة هذه الأخيرة تدفع عند التعاقد وغير قابلة للرد.³

اركان عقود الخيار وخصائصها:

أولاً: اركان عقود الخيار: ويتم عقد الخيار إذا توافرت الشروط المتعلقة بالأركان به وهي:⁴

1. **مشتري الحق (صاحب المركز الطويل):** شخص يقوم بشراء الخيار (بيع/ شراء) وله الحق في ممارسة هذا الخيار او عدمه، في أي وقت قبل او في تاريخ التنفيذ، نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني.
2. **محرر الحق (البائع) (صاحب المركز القصير):** هو الشخص الذي يقوم بالحق لصالح مشتري الحق نظير مكافأة يحصل عليه منه.
3. **سعر التنفيذ (الممارسة):** هو السعر المعلن الذي يمكن شراء به الأصل المالي (في حالة خيار الشراء) او بيعها (في حالة خيار البيع) من قبل صاحب الخيار عند ممارسة عقد الخيار، على أساسه تتم التسوية بين طرفي العقد في تاريخ التنفيذ.
4. **السعر السوقي:** هو سعر الأصل المالي في تاريخ تنفيذ او ممارسة الاتفاق أي خلال فترة تحرير العقد وتاريخ التنفيذ.

¹ عيساوي سهام، مرجع سابق الذكر، ص 114.

² طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 39.

³ منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، عقود الخيارات، الطبعة الأولى، الجزء 3، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007، ص 5، 6.

⁴ عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 118.

5. **تاريخ التنفيذ:** هو تاريخ انتهاء حق المشتري في الخيار، على انه قد لا يحق للمشتري تنفيذ العقد الا في تاريخ التنفيذ، وهو ما اصطلح على تسميته بعقد الخيار الأوربي، وقد يحق له تنفيذه في أي وقت خلال الفترة الممتدة من تاريخ التعاقد الى التاريخ المحدد للتنفيذ، وهو ما يصطلح على تسميته بعقد الخيار الأوربي.

6. **ثمن الخيار (العلاوة او المكافأة):** وهو المبلغ الذي يدفعه مشتري الخيار لمحرره مقابل تمتعه بحق الخيار، والتزام المحرر بالتنفيذ، وهذا الثمن لا يسترد باي حال من الأحوال، سواء مارس المشتري حقه في الاختيار، وذلك ببيع او شراء الأصل المالي المنصوص عليه في العقد، او لم يمارسه.

خصائص عقود الخيار: يتبين مما سبق بان الخيار هو عقد ينطوي على عدد من الخصائص المهمة وكما يأتي:

❖ عقود الخيارات المالية لها قيمة مثل الأوراق المالية الأخرى ممثلة في التدفقات المالية التي تحقق في المستقبل، ولكن تعتمد قيمة الخيارات المالية على قيمة وتقلب أسعار الأصل المالي المتعاقد عليه الخيار وغالبا ما يكون ورقة مالية أخرى (سندات، أسهم).¹

❖ عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وانا يعطيه الحق في ان يختار بين تنفيذ الصفقة او عدم تنفيذها ونظير هذا الحق فان مشتري عقد الخيار يدفع مبلغا خلال مدة العقد ويسمى ثمن الخيار بالعلاوة او المكافأة.²

❖ عقد الخيار قابل للتداول فيحقق لصاحب عقد الخيار ببيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية للأصل محل التعاقد.³

❖ تمتاز عقود الخيار بانها معروفة الخسارة مسبقا فأقصى ما يخسره صاحب العقد هو الثمن الذي دفعه لممارسة حق الخيار بالكامل فقط إذا لم ينفذ العقد.⁴

❖ يمكن عقد الخيار صاحبها امكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها الى قيمة حق الخيار لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل.⁵

❖ عقود الخيار عقود محددة تحقق المعرفة الكاملة لمستخدميها سواء لإتمام العقد او عدم اتمامه.⁶

❖ اعتماد الخيار على فكرة الرفع المالي، حيث ان المستثمر في سوق الخيار يمكن ان يحقق نفس الأرباح التي يحققها في السوق الحاضر، ولكن حجم الاستثمار في السوق الحاضر يفوق كثيرا حجم الاستثمار في الخيار، مما يعني ارتفاع معدل العائد على المال المستثمر في سوق الخيار بمراحل تفوق معدل العائد على المال

¹فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 26.

²عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية - أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات - الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2003، ص 414.

³نفس المرجع، ص 414

⁴نفس المرجع، ص 415

⁵عبد الغفار حنفي، مرجع سابق ص 416.

⁶عادل محمد رزق، مرجع سبق ذكره، ص 110

المستثمر في السوق الحاضر، اما في حالة خسائر حامل الخيار فإنها قد تؤدي براس مال المستثمر في الخيار بالكامل، ومن هنا ينطوي الاستثمار في الخيار على درجة كبيرة من الرفع المالي.¹

أنواع عقود الخيار

تتعدد الخيارات على وفق اعتبارات وأنواع واشكال عديدة، فهناك خيارات التعهدات والمؤشرات وخيارات خاصة ببعض الشركات والمؤسسات والعملات. ويتم في العادة تقسيم عقود الخيارات على قسمين رئيسيين هما: خيارات الشراء وخيارات البيع.

أولاً: خيار الشراء

تعد خيارات الشراء اهم أنواع الخيارات وأكثرها شيوعاً وتداولاً، إذ تعطي لحاملها (مشتري الخيار) الحق وليس الالتزام بشراء أصل حقيقي (سهم مثلاً) بسعر تنفيذ معين وفي تاريخ استحقاق معين.

وهو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف 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 انه سوف ينفذ العقد ويشترى الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.²

ويتحدد في عقد خيار الشراء الآتي:³

- نوع الأصول وكميتها التي يشملها خيار الشراء.
- تاريخ انتهاء صلاحية عقد الخيار.
- نوع العقد إذا كان أمريكياً أو أوروبياً.
- سعر التنفيذ، هو السعر الذي يتم عليه ممارسة شراء الأصل بموجب العقد.

كما يتيح خيار الشراء فرصة للمستثمر لحماية استثماراته ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأصل المالي الذي يريد المستثمر شرائها في المستقبل. ووفقاً لعقد خيار الشراء يقوم المستثمر الذي لديه توقع بارتفاع السعر مستقبلاً بشراء حق الخيار من محرر حق الخيار، وغالباً ما يكون المحرر لديه توقع بانخفاض السعر، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد فإن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء ووفقاً للسعر المحدد السابق المتفق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل يكون لصاحب الخيار ان يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق الاتفاق عليه.⁴

أنواع عقود خيار الشراء: وتنقسم عقود خيار الشراء الى أنواع ومن أهمها حسب الفرعين التاليين:

¹ نفس المرجع، ص 110.

² جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، مرجع سبق ذكره، ص 74.

³ جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، مرجع سابق، ص 74.

⁴ عيساوي سهام، مرجع سابق، ص ص 120 121.

1. على أساس تاريخ التنفيذ: وهناك نوعين وهما:

أ. عقود خيار الشراء الأمريكية: وهو الحق في خيار الشراء غير ان هذا الحق يمكن ممارسته او تنفيذه في أي وقت لاحق خلال الفترة التي تنقضي بين ابرام العقد وتاريخ تنفيذه.¹

ب. عقود خيار الشراء الأوروبية: وهو الحق في تنفيذ خيار الشراء ويتم ممارسته فقط في الموعد المحدد لانتهاء العقد. لذا ضمن المعتقد ان تكون قيمة الخيار الأمريكي أعلى من قيمة حق الخيار الأوربي وذلك لتميزه بخاصية المرونة.²

2. على أساس التغطية: وتنقسم الى حسب هذا الأساس الى نوعين هما:³

أ. عقود خيار الشراء المغطاة: ويكون العقد مغطى عندما يكون لدى البائع رصيда من الأصل محل التعاقد يكفي للوفاء بالتزامه إذا ما طُلب بتنفيذ العقد وتسليم الأصل محل التعاقد.

ب. عقود خيار الشراء غير المغطاة: وهو حق خيار الشراء الذي لا يكون البائع مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

ثانيا: عقود خيار البيع:

هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد او البائع للطرف الآخر (المشتري) الحق في الاختيار بين بيع أصل معين او عدم البيع وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد، ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى العلاوة او سعر الخيار وبطبيعة الحال فان المشتري سوف يدفع العلاوة للحصول على حق الاختيار، كما انه سوف يبيع الأصل محل العقد إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.⁴

كما يتيح فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها.⁵

أنواع عقود خيار البيع:

وتنقسم عقود خيار البيع الى عدة أنواع ومن أهمها حسب الفرعين التاليين:

1. على أساس تاريخ تنفيذ العقد: وهناك نوعين هما:⁶

أ. عقود خيار البيع الأمريكية: وهو الحق في خيار البيع الا ان هذا الحق يمكن ممارسته وتنفيذه في أي وقت خلال الفترة الممتدة من قيام العقد وحتى تاريخ انتهائه.

ب. عقود خيار البيع الأوروبية: وهو يتيح لحامله الحق بتنفيذه في تاريخ محدد وهو تاريخ التنفيذ.

2. على أساس التغطية: وتنقسم حسب هذا الأساس الى نوعين وهما:

¹ محمد محمود داغر، مرجع سابق، ص 129.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص 42 43.

³ سمير عبد الرحمن رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 191.

⁴ طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 44.

⁵ عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 125.

⁶ عيساوي سهام، نفس المرجع، ص 128.

ا. عقود خيار البيع المغطاة: ويوصف بان هذا العقد مغطى إذا كان لدى البائع الخيار (المحرر) السيولة الكافية للوفاء بالتزاماته إذا ما طُلب بتنفيذ العقد.¹

ب. عقود خيار البيع غير المغطاة: وهو حق خيار البيع الذي لا يملك فيه محرر العقد الأموال المقابلة لقيمة تنفيذ العقد أي قيمة العقد محل التعاقد.²

المطلب الرابع: عقود المبادلات

تعريف عقود المبادلة:

هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية بعملة واحدة أو بعملات مختلفة خلال فترة مستقبلية. لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنة....)³. فعلى سبيل المثال الطرف (ا) يوافق على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين (فرضا مليون دولار) كل سنة لمدة 5 سنوات وذلك لطرف آخر وليكن (ب)، والطرف (ب) سوف يدفع معدل فائدة عائم (أي سوقي ويعتمد على تفاعل قوى العرض والطلب) على نفس المبلغ المحدد وهو مليون دولار وذلك كل سنة لمدة 5 سنوات، والأطراف التي توافق على الدخول في المبادلة تسمى الأطراف المقابلة وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات اجنبية.⁴

عقود المبادلة هي تلك العقود التي يلزم فيها كل طرف في العقد تبادل مجموعة من المدفوعات (ليست موجودات) التي يملكها بمجموعة أخرى من المدفوعات التي يملكها طرف آخر.⁵

كما تعرف بانها التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفقات النقدية أو موجود معين مقابل تدفق نقدي حقيقي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد.⁶

تحدد شروط عقد المبادلة عدة عناصر رئيسية هي:⁷

✚ طرفي العقد.

✚ الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المبادلة.

✚ قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المبادلة.

✚ العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات.

✚ السعر الاجل لمبادلة الأصل المتفق عليه.

✚ مدة سريان العقد.

¹ سمير عبد الرحمن رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 191.

² طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص 50.

³ محمود محمد داغر، مرجع سبق ذكره، ص 137.

⁴ طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 213.

⁵ عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 161.

⁶ هاشم فوزي دباس، مرجع سابق، ص 86.

⁷ عيساوي سهام، مرجع سابق، ص 162.

يطلق على تاريخ الدفع بتاريخ التسوية، كما تسمى الفترة بين تواريخ التسوية بفترة التسوية. وتعتبر عقود المبادلة عقود شخصية، لذا فان الطرفين عادة ما يكون عبارة عن تجار، فقد يكون أحد الأطراف تاجر والأخر عميل له، وربما يكون شركة، صندوق تقاعد، صناديق التحوط، او أي هيئة أخرى. لذا فإنها تتميز بعدة مخاطر من الطرف المقابل.¹

مميزات عقود المبادلة:

- هناك عدة أسباب لاستخدام هذا الكم الهائل من عقود المبادلة ومن أبرزها:²
 - الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المعومة وتلك الثابتة لمنشآت.
 - منخفضة التكاليف.
 - تعتبر أداة لإدارة المخاطر والتحوط، ولاسيما مخاطر تغير أسعار الفائدة ومعدلات صرف العملات الأجنبية.
 - تتميز بمرونة عالية، فكثير من المنشأة تضع مرونة المبادلات موضع الاعتبار فتستطيع ان تصدر سندات سعر فائدة معوم وإذا ما شعرت بالخطر فإنها تقوم بتحويلها الى سندات ذات عائد ثابت.
 - ولعقود المبادلة عدة خصائص التي تتصف بها ومن اهم هذه الخصائص هي:³
 - عقود ملزمة للطرفين.
 - هي عقود غير نمطية، وانما تفصل حسب الزيون، لذا يتم التعامل بها في الأسواق الموازية.
 - يتم التعاقد بصورة مباشرة او غير مباشرة بين طرفي العقد.
 - تركز على تبادل التدفقات في اغلب الأحيان فضلا عن تبادل الموجودات في أحيان أخرى.
 - توفر إمكانية التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.
 - لا تتضمن دفع العلاوات.
- ولكن وبالرغم من ذلك فهي كغيرها من المشتقات المالية لها مجموعة من المزايا وتتصف بمجموعة من العيوب، ويمكننا توضيح ذلك في الجدول رقم:

¹ عيساوي سهام، مرجع سابق، ص 162.

² سمير عبد الرحمن رضوان، مرجع سابق، ص ص 239، 240.

³ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 91.

الفصل الثاني: الهندسة المالية آلية لابتكار واستخدام الأدوات المالية

المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 92.

أنواع عقود المبادلة:

المزايا	العيوب
<p>تحقق هيكل اقتراض بالكلف المرغوبة.</p> <p>تمكن المقترضين من الحصول على مصادر تمويل جديدة.</p> <p>يمكن استعمالها في التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.</p> <p>تتمتع بمرونة كبيرة ويمكن تصميمها حسب رغبة المتعاملين.</p> <p>لا تتطلب دفع العلاوات او الهوامش في اغلب أنواعها.</p>	<p>لا تخضع لرقابة السوق المنظم.</p> <p>تتطوي على مخاطر ائتمانية كبيرة.</p> <p>يصعب قياس المخاطر الناتجة عنها.</p> <p>تكون في بعض الأحيان معقدة.</p>

هناك أنواع من عقود المبادلة يمكن الإشارة إليها كالتالي:

أ. عقود مبادلات أسعار الفائدة:

يشمل عقد مبادلة أسعار الفائدة اتفاقاً بين طرفين أو أكثر يطلق عليها الطرف المقابل لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة مستقبلية، إذ يقوم أحد الأطراف بدفع فائدة تعتمد على معدل متغير. بينما يقوم الطرف الثاني بدفع معدل فائدة ثابت، والدافع من هذا الاتفاق أو العقد هو ان كلا منهما قد نظر للمشكلة من زاوية تختلف عن الزاوية التي نظر منها الاخر.¹ حيث تعتبر مبادلة سعر الفائدة من اهم أنواع المبادلات من حيث حجم المعاملات، ويتم استخدامها للتحوط من مخاطر أسعار الفائدة، ويستخدمها صناع السوق كثيراً لاتخاذ مواقف التبادل التي تعكس وجهة نظرهم على اتجاه أسعار الفائدة.²

يقوم عقد المبادلة على الأركان التالية:³

- **دافع الفائدة الثابتة:** يمثل الطرف الأول لعقد المبادلة، حيث يقوم هذا الطرف بدفع فائدة ثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة، ويهدف هذا الطرف الى التحوط ضد مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة.
- **دافع الفائدة المتغيرة:** يمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة، حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على فائدة ثابتة، ويهدف هذا الطرف الى التحوط ضد مخاطر انخفاض معدلات الفائدة.
- **معدل الفائدة الثابتة:** هو سعر الفائدة الثابت في العقد، والذي يتفق عليه الطرفان، ويحصل عليه الطرف الثاني (المحرر او البائع).
- **معدل الفائدة المتغيرة:** قد يتفق طرفي العقد المبادلة على ان يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة.

¹ جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي، نعمة الجبوري، مرجع سبق ذكره، ص 57.

² عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 165.

³ حيرش عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 62.

○ موعده التسوية:

تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه (ربع سنوي، نصف سنوي....)، وتجدر الإشارة الى ان التسوية في عقود المبادلة لا تتم يوميا، لذلك يطلق على الأرباح او الخسائر في عقد المبادلة أرباح او خسائر ورقية.

○ قيمة عقد المبادلة:

هو المبلغ المعتمد اسميا لصفقة التبادل، ويطلق عليه المبلغ الوهمي او الاعتباري او الاسمي، والذي يتم الاتفاق عليه مسبقا، ويستخدم فقط كمقياس لتحديد مقدار الدفعات (التدفقات النقدية) التي تسدد وفقا لاتفاقية المبادلة، ولا يتم تبادله اطلاقا في مبادلة سعر الفائدة، بينما في مبادلات العملات يمكن ان يتم تبادله أحيانا.

عقود مبادلات العملات:

ان الهدف الأساسي لعقود مبادلة العملات هو تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلا في أسعار صرف العملات وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء او بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر وفي الوقت نفسه تجري عملية متزامنة في السوق الاجل، وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها او شراء العملة التي سبق بيعها.¹

ويمكن تمييز حالات مختلفة لهذه المبادلة:²

- يقوم الطرف الأول بدفع معدل فائدة ثابت على اليورو الذي يستلمه، وبالمقابل يقوم الطرف الثاني بدفع معدل ثابت على الدولار الذي يستلمه.
- يقوم الطرف الأول بدفع معدل متغير على اليورو الذي يستلمه، بينما يقوم الطرف الثاني بدفع معدل متغير على الدولار الذي يستلمه.

تعرف كذلك عقود مبادلة العملات على انها اتفاق بين الأطراف لتبادل دوري للتدفقات النقدية المستقبلية باي عملة اختاروها ومبادلة عائداتها باي عملة يحتاجون اليها. ويتضمن تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والأخر عقد بيع، وقيمة كل من العقدين واحدة الا ان تاريخ استحقاقهما مختلف ويفصل بينهما فترة زمنية معينة.³

أنواع عقود مبادلة العملات: هناك عدة أنواع من عقود المبادلة للعملات ولكن من أشهرها مايلي:⁴

¹ جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، مرجع سابق، ص 57.

² نفس المرجع، ص 57.

³ عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص ص 172، 173.

⁴ عيساوي سهام،

مرجع سبق ذكره، ص 174.

مبادلة العملات قصيرة الاجل: وهي عقود المبادلة قصيرة الاجل والتي تحدث عادة في أسواق النقد، وتتميز كون العقد اقل من سنة كما لا تتم بأسعار ثابتة ولكن تتم بأسعار السوق الاجل حيث تختلف أسعار العملات حسب فروقات أسعار الفائدة.

مبادلة العملات المتوسطة او طويلة الاجل: وهي عملات تنفذ لآجال تزيد عن السنة وغالبا لمدة خمس سنوات. كما تسمى أيضا مبادلة العملات الثابت كونها تتم بسعر ثابت للعملة. ويغلب على اغراضها الطابع التحوطي أكثر من أغراض المضاربة.

المبحث الثالث: المشتقات المالية الهجينة

مع نمو حجم المشتقات المالية وتعدد احتياجات المستثمرين لم تعد الأنواع السابقة للمشتقات كافية لتلبية هذه الاحتياجات، لذا ظهرت الحاجة الى استحداث أدوات جديدة تتمثل في العقود الهجينة. ونظرا لظهور مستحدثات جديدة ومنتجات وأساليب وطرق جديدة وحديثة على الساحة المالية والاقتصادية والمصرفية وظهور نوعية جديدة من المشاكل والخلافات والشغرات على نفس الساحات بالإضافة الى العقارية والإدارية تختلف كل الاختلاف عن مثيلته في الماضي وإيجاد اليات وطرق وأساليب لتجنب وحل هذه المعوقات والمشاكل يتطلب التعريف بهذه المستحدثات.

المطلب الأول: تعريف المشتقات المالية الهجينة

(1) تعرف الأوراق المهجنة بانها أوراق مالية جديدة لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية(السندات) وأدوات حقوق الملكية (الأسهم) بل مزجت بين خصائص كل منهما. وعليه فان الأوراق المهجنة لها بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، وكما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات. وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث انها خليط بينهما.¹

(2) هي عبارة عن مزيج لعدد من عقود المشتقات على نفس الأصل.²

(3) منتجات مالية تجمع بين الملكية والمديونية.³

(4) هي عبارة عن ورقة مالية واحدة تجمع بين اثنين او أكثر من الأدوات المالية، وعادة ما تجمع بين كل من خصائص الديون وحقوق الملكية، ومن الأنواع الأكثر شيوعا للأوراق المهجنة او المختلطة هي السندات القابلة للتحويل والتي تحتوي على صفات السندات العادية، الا انها تتأثر بشكل كبير بتغير أسعار الأسهم القابلة للتحويل.⁴

¹ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 70.

² اليزاز حليلة، مرجع سبق ذكره، ص 146.

³ أحلام عنكوس، سوق الأسواق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية، جامعة ام البواقي، 2014، ص20.

⁴ [https:// www.meemapps.com](https://www.meemapps.com), consulté le 23/09/2020 à 22:53

5) تعتبر الأوراق المالية الهجينة مزيجا من ميزات أوراق المديونية وأوراق الملكية. فهناك السندات ذات الفائدة المتغيرة حيث تتغير فيها الفائدة خلال عمر السند اما وفقا لتواريخ محددة او فاصل زمني معين، حسب الاتفاق المبرم بين الشركة المصدرة للسند وحامل السند.¹

6) هي أوراق مالية تقترب مميزاتهما سواء من الأسهم او السندات، او هي تلك الأوراق التي تنتمي الى مجموعتين أسهم او سندات ولكن تحمل خصائص المجموعة الأخرى.²

7) يتم شراء وبيع الأوراق المالية المهجنة في البورصة او من خلال الوساطة المالية، وقد تمنح تلك الأوراق للمستثمرين معدل عائد ثابت او عائم، وقد يتم دفع العوائد كأرباح او فوائد. بعض الأوراق الهجينة تعيد قيمتها الاسمية (par value) او (face value) الى حاملها عندما تصبح مشتقة الدفع (mature). وبعضها الاخر له مزايا ضريبية ومن الأنواع الشائعة الأخرى للأوراق المالية الهجينة هي الأسهم الممتازة القابلة للتحويل والتي تدفع أرباح الأسهم بسعر ثابت او عائم قبل ان يتم دفع أرباح الأسهم العادية.³ وللتوضيح أكثر نستعين بالمثلين التاليين:⁴

المثال الأول:

إذا امتلك مسير محفظة اسمها X (هذه الأسهم تخص مؤسسة أسعار أسهمها متقلبة)، سيقوم لأجل التغطية بشراء خيار الشراء وخيار بيع على نفس الأصل وبنفس سعر التنفيذ، بهذه العملية إذا ارتفع سعر السهم ب 10% سيحصل على ربح 10% من وراء خيار الشراء، ويخسر مكافأة خيار البيع، وعلى العكس إذا انخفض سعر السهم ب 10% سيربح 10% من وراء خيار البيع، ويخسر مكافأة خيار الشراء، إذا من وراء هذا المزيج استطاع هذا المسير ان يحول خطرا كبيرا الى ربح كبير.

المثال الثاني:

إذا كان مسير محفظة متأكد من ان CAC 40 (وهو مؤشر بورصة فرنسي) سيرتفع، فانه يستطيع ان يقرر شراء خيار شراء وبيع خيار بيع على cac40 بنفس سعر التنفيذ (مراهنة على قيمة الأصل محل العقد في تاريخ استحقاق الخيارات)، وبفضل هذا المزيج فان هذا المسير يعلم انه عندما سيرتفع المؤشر ال cac40 ب 10 سيربح 10 بفعل خيار الشراء الذي بحوزته ويربح مكافأة خيار البيع الذي باعه (مشتري خيار البيع لا يبيع ابدأ بسعر اقل من سعر السوق وهو بالتالي لا ينفذ خيار البيع في هذه الحالة).

¹حازم بدر الخطيب، دور واهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، العدد 11، ماي 2007، ص

²https://www.startimes.com_consulté_le_07/03/2020 à 09:44

³ https://www.meemapps.com_consulté_le_23/09/2020 à 22:53

⁴سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص بنوك وتأمينات، جامعة قسنطينة،

المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية الهجينة

طور المهندسون الماليون الأوراق المالية التقليدية (الأسهم والسندات) الى عديد من الأوراق المالية المستحدثة ومن اهم أنواع الأوراق المالية المبتكرة الصادرة عن الشركات المدرجة في البورصات المنظمة وغير المنظمة هي مستحقات الأسهم العادية، مستحقات الأسهم الممتازة ومستحقات السندات.

أولاً: مستحقات الأسهم العادية

بجانب الأسهم العادية التقليدية ظهرت بفضل الهندسة المالية أنواعا جديدة من الأسهم وهي كالتالي:

1. الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

الأصل في توزيعات الأسهم العادية المصدرة لاحد الشركات مربوطة بالأرباح التي تحققها الشركة ككل ولكن بعض الشركات في الولايات المتحدة الامريكية أصدرت أسهما إنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية وعلى الرغم من مزاياها غير انها خلقت نوعا من تضارب المصالح بسبب الاختلاف في تحديد أسعار التحويل بين الأقسام الإنتاجية.¹

2. الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة

الأصل ان التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر بمثابة أعباء يجب خصمها من الإيرادات قبل احتساب الضرائب ولكن في أمريكا صدر تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تبيع حصة من الأسهم العادية الى العاملين فيها في ظل خطة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخصم توزيعات الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة.²

3. الأسهم العادية المضمونة

في سنة 1984 في أمريكا ظهر ولأول مرة أسهما تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم الى حد معين من خلال فترة محددة عقب الإصدار بغرض تجنب مخاطر انخفاض قيمة السهم أدنى من قيمة شرائه والتعويض يكون اما في صورة أسهما عادية إضافية او في صور نقدية او في صورة أسهم ممتازة.³

4. أسهم المؤشرات

استجابة للدعوة للمزيد من الابتكارات والكفاءة لأدوات الاستثمار فتحت بورصة نازداك أبوابها لقيد ما يسمى بأسهم المؤشرات كمحاولة لتخفيض مستوى المخاطر، فاسهم المؤشرات هي أوراق مالية تعطي لحاملها حق شائع على محفظة مماثلة لمكونات أحد مؤشرات البورصة، حيث قيد اول سهم للمؤشرات في بورصة نازداك في 10

¹محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 100.

²ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص 65.

³محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 100.

مارس 1999 وهو سهم (Nasdaq100) والذي ساعد بورصة نازداك على تحقيق نجاح في هذا الجانب، كما ارتفعت معدلات السيولة.¹

ثانيا: مستحدثات الأسهم الممتازة

تعريف الأسهم الممتازة:

○ "يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية الهجينة، حيث انها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه الأسهم العادية في كونها ليس لها تاريخ استحقاق، ومن جهة أخرى تشبه السندات في انها تضمن لحاملها دخلا ثابتا محدد سلفا."²

○ "جزء من الملكية ولكن ليست حقيقية، حيث انه لا يجوز لصاحب السهم الممتاز التصويت في الجمعية العمومية."³

○ " مستند ملكية له قيمة اسمية، دفترية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير ان القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة."

فالسهم الممتاز ليس له نصيب من الاحتياطات والارباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية، كما تتميز هذه الأسهم بانها دائمة مادامت المؤسسة قائمة ومستمرة، فهي ليس لها تاريخ استحقاق محدد.⁴

○ هي أسهم يتقرر بموجبها حقوقا لحملتها مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية، كالأولوية في الأرباح الموزعة، الاسبقية في استرجاع أموالهم المستثمرة عند تصفية الشركة، كما لهم الحق في أرباح سنوية محددة بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم. غير ان الشركة ليست ملزمة بدفع تلك النسبة إذا لم تحقق أرباحا، او في حالة تحقيق أرباح وتقرر عدم توزيعها فانه لا يتم توزيعها لا على أصحاب الممتازة ولا الأسهم العادية. وتلجا الشركات لإصدار الأسهم الممتازة عندما ترغب في زيادة راس المال لجذب وتشجيع الجمهور على الاكتتاب.⁵

○ يطلق عليها أيضا أسهم الأولوية او أسهم الأفضلية، رغم انه سند ملكية مثله مثل السهم العادي الا انها تتمتع ببعض المزايا التي لا نجدها في الأسهم العادية. كما يمكن ان تقوم بتقديم امتيازات لحملة الأسهم القديمة بتحويلها الى أسهم ممتازة. مكافأة لهم على ما بذلوه من مجهود في سبيل إنجاح هذه الأخيرة.

بالإضافة الى الخصائص السابقة التي تتميز بها الأسهم الممتازة فإنها تتمتع بخصائص أخرى:

✓ يمثل السهم حصة من ملكية الشركة، وبما يعادل قيمته الاسمية فقط حيث انه وكما أشرنا سابقا ليس له الحق في الاحتياطات والارباح المحتجزة.

✓ الأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق، الا انه قد ينص عقد إصدارها على حق الشركة في استدعائها، أي إعادة شرائها من أصحابها بقيمة تتجاوز قيمتها الاسمية خلال فترة محددة من تاريخ إصدارها.

¹ أساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص 66.

² عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 39.

³ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 70.

⁴ عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 29.

⁵ شرياق رفيق، مرجع سبق ذكره، ص 34.

✓ يحرم حملة الأسهم الممتازة من حق الترشح او المشاركة في إدارة الشركة، كما ليس لهم الحق في التصويت على قرارات الجمعية العامة للشركة الا في حالات استثنائية ينص عليها عقد الإصدار، كمرور المؤسسة بظروف عويصة.

✓ حق تراكم العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذه الأسهم، وان هذا الحق كثيرا ما يحرم منه أصحاب الأسهم.

✓ حق تحويل الأسهم الممتازة الى أسهم عادية وذلك عندما يعلم أصحاب الأسهم الممتازة ان حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبيا مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها.¹

أنواع الأسهم الممتازة:

أولا: الأسهم الممتازة القابلة للتحويل

هي أسهم ممتازة يمكن تحويلها الى أسهم عادية إذا ما رغب حاملها بذلك وعادة ما تكون قابلة للاستدعاء وذلك بهدف اجبار حاملها على تحويلها في حالة ما إذا كانت قيمة التحويل اعلى من سعر الاستدعاء ويحدد في نشرة الإصدار بطريقة تحويل الأسهم الممتازة وكذلك موعد تحويلها منذ بداية الإصدار. ويعتبر هذا النوع الأكثر قبولا من قبل الافراد في السوق المالي.²

ثانيا: الأسهم الممتازة المشاركة وغير المشاركة في الأرباح مع الأسهم العادية:

يشترك هذا النوع من الأسهم الأسهم العادية فيما يبقى من الأرباح بعد اخذ نصيبها منها أولا، بتعبير اخر تأخذ الأسهم الممتازة أرباحها أولا ثم تعود وتشارك العادية في الباقي، اما غير المشاركة فهي لا تشارك العادية في أرباحها أي تكفي بالأرباح المخصصة لها ولا يحق لها بالباقي ويعتبر هذا النوع من الأنواع قليلة الاستخدام.³

ثالثا: الأسهم مجمعة الأرباح وغير مجمعة الأرباح:

في النوع الأول يسقط حقها في الحصول على الأرباح في حال عدم كفايتها ويرحل دفعها الى السنة المقبلة، وبهذا تصبح مجمعة. اما الأسهم غير مجمعة الأرباح ففي حالة عدم كفاية الأرباح خلال سنة معينة فإنها تسقط ولا تدفع نهائيا.⁴

رابعا: الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء

حاملها يحصل على جزء من الأرباح وفي حالة استدعائها فإنه يسترد قيمتها الاسمية وهي بذلك تشبه الدين، بعبارة أخرى هو النوع الذي يعطي الحق للشركة في استدعاء السهم الممتاز بعد مدة، ويترتب على ذلك التزام

¹ شرياق رفيق، مرجع سبق ذكره، ص 34.

² ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص 66.

³ شرياق رفيق، مرجع سبق ذكره، ص 34.

⁴ نفس المرجع، ص 35.

المنظمة المصدرة بضرورة استقطاع واحتجاز جزء من أرباحها خلال العام لدى بنك الاستثمار الخاص بسداد قيمة الأسهم الممتازة عند الاستدعاء.¹

خامسا: أسهم ممتازة مؤجلة الأرباح

هي أسهم تؤجل أرباحها الى ما بعد حساب أرباح الأسهم الممتازة والعادية ويكتتب في هذه الأسهم مؤسسو الشركة، وذلك بغرض إعطاء ثقة أكبر بنجاح الشركة وبالتالي تشجيع المستثمرين على الاكتتاب في الأسهم العادية للشركة وغيرها.

سادسا: الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة

الأصل في الأسهم الممتازة انها أوراق مالية ذات توزيعات ثابتة تتحدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم، غير انه في الولايات المتحدة الامريكية في 1982 ظهر لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة التي ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على سندات الخزنة، على ان يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة أشهر بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات بشرط ان نسبة التوزيعات لا تزيد عن الحدود العليا والدنيا المشروعة (من 7,5% الى 15,5%).²

سابعا: الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت

هي أسهم ممتازة تعطى كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم كتعويض لملاك الأسهم المضمونة، حيث ان حامل الأسهم المضمونة له حق الأولوية في حالة الإفلاس وقيمة السهم الاسمية تعادل قيمة السهم العادي الاسمية ولها حق التوزيعات بنسبة تعادل ما يحصل عليه السهم العادي كما له حق التصويت في الجمعية العامة للمساهمين، حيث تعطي له أكثر من صوت واحد. خلافا للمبدأ العام الذي يعطي لكل سهم صوت واحد.³

ثامنا: الأسهم الممتازة ذات صكوك الشراء

هي صكوك تصاحب أسهما ممتازة تسمى ب(Warrants) تمنح صاحبها او حاملها خيار شراء عدد معين من الأسهم العادية الصادرة عن الشركة مستقبلا وبسعر معين متفق عليه خلال فترة زمنية محددة، ويمكن تداول هذه الصكوك بذاتها او ان يتم تداولها مع السهم الممتاز المصاحب لها.⁴

ثالثا: مستحدثات السندات

استحدثت السندات في الثمانينات والتسعينات من القرن العشرين ولها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية العادية وتم هذا الابتكار بعد ان حضيت السندات باهتمام كبير من قبل المهندسين الماليين:

¹<https://specialties.bayt.com>; consulté le 23/09/2020 à 23:52

²ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص 65.

³طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2005، الإسكندرية، ص 22.

⁴ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص 66

01: السندات التي لا تحمل معدل للكوبون

تسمى السندات ذات الكوبون الصفري أيضا سندات بدون معدل فائدة، هي سندات تباع بخصم على القيمة الاسمية على ان يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعها في البورصة بالسعر السائد وذلك قبل تاريخ استحقاقها، وقيمة هذه السندات تزداد بمرور الزمن نتيجة لتراكم الفوائد.¹

02: السندات ذات معدل الفائدة المتحرك

يهدف هذا النوع من السندات لمواجهة التضخم فهي تسمح برفع معدلات الفائدة او خفضها حسب تغيير معدلات العائد في السوق للسندات طويلة الاجل حيث يتم فيها تقييم أسعار الفائدة لمدة ستة أشهر على ان يعاد النظر فيها دوريا كل نصف سنة بهدف تعديل سعر الفائدة لتدعيم قدرة المستثمرين على مواجهة التضخم.²

03: السندات ذات الدخل

هي سندات مشروطة بتحقيق الشركة للأرباح، فاذا حققت الشركة أرباحا فان حامل السند سيحصل على فائدة اعلى من سعر الفائدة الثابت على السندات الأخرى.³

04: السندات الرديئة (متواضعة الجودة)

تهدف لامتلاك محلين، إدارة الشركة وحصص كبيرة من راس مال المنشأة التي يديرونها استجابة للتطورات التي شهدتها سوق المال في مجال التمويل وعمليات الاندماج وشراء جزء من الأسهم المتداولة في البورصة ويكون فيها معدل الكوبون مرتفع من اجل تعويض مستثمر عن المخاطر المتعلقة بها.⁴

05: سندات المشاركة

تمنح المستثمر حق الفوائد الدورية إضافة الى جزء من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها.⁵

06: السندات القابلة للتحويل

هي سندات يمكن تحويلها الى أسهم إذا ما رأى حاملها ذلك، ففي اغلب الأحيان تحتوي هذه السندات على فقرة تخول للشركة او الجهة المصدرة حق استدعاء السند القابل للتحويل عند السعر الاسمي مع احتمال زيادة معينة.⁶ وهي نوع من الأوراق المالية التي تمثل دين او سند دين والتي يمكن تحويلها الى كمية محددة مسبقا من الأسهم العادية الأساسية للشركة في أوقات معينة خلال اجل السند وفقا لتقدير حامل السند.⁷ يتم اصدار السندات القابلة للتحويل من قبل الشركات لعدد من الأسباب أهمها:⁸

¹ نفس المرجع، ص 67.

² نفس المرجع، ص 67.

³ أساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص 67.

⁴ نفس المرجع، ص 68.

⁵ نفس المرجع، ص 68.

⁶ بوعكاز نوال، مرجع سبق ذكره، ص 36.

⁷ بن علي بلعوز واخرون، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، 2013، ص 447.

⁸ نفس المرجع، ص 447.

❖ تمكن الشركة التي أصدرتها من تقليل تفسيرات المستثمرين السلبية لإجراءات الشركة، على سبيل المثال، إذا اختارت شركة عامة اصدار سهم، فان السوق عادة ما يفسر ذلك كدليل على ان سعر سهم الشركة مبالغ في تقديره الى حد ما، ولتفادي هذا الانطباع السلبي، قد تختار الشركة اصدار سندات قابلة للتحويل، والتي من المرجح ان يحولها حاملوها الى أسهم عادية في حال استمرار الشركة في الأداء بشكل جيد.

❖ تسمح للشركات بتخفيض تكاليف الاقتراض. من وجهة نظر المستثمر، السند القابل للتحويل لديه عنصر القيمة المضافة مدمج فيه، وهو في الأساس سند مع خيار الأسهم، خاصة مع خيار شراء الأسهم الملحق به. وبالتالي، يميل هذا السند الى تقديم معدل عائد أدنى مقابل قيمة الخيار لتبادل السند بسهم، والا يدفع السند فائدة فقط للمستثمر على استثماره لرأس المال.

07: السندات المضمونة بأصول (التوريق)¹

هي الأدوات التي يتم تداولها في البورصة وتكون مضمونة بأصل له عائدا او ايراد تمتلكه الشركة المصدرة، وهي أدوات تجلب المستثمرين لارتفاع عوائدها ومن الممكن ان تضيف السندات المضمونة بأصول الى سندات رهن عقاري او سندات غير عقارية مثل ديون المشروعات الصغيرة، والسيارات المؤجرة والأوراق التجارية المضمونة بأصول وبطاقات الائتمان وقروض شراء الأراضي والمنازل وغيرها ولقد ازداد حجم التعامل بالسندات المضمونة في أصول البورصات العالمية والناشئة 1995.

08: سندات صكوك الشراء²

هي سندات معها صكوك "Warrants" تصدرها الشركة، تعطي المستثمر خيار شراء عدد معين من أسهم الشركة مستقبلا وبسعر متفق عليه خلال فترة زمنية محددة، وهذه السندات تشبه الخيارات في كونها مرتبطة بالأوراق المالية التي تصدرها الشركة وتختلف عنها في جوانب أخرى منها:

- السندات ذات صكوك الشراء تصدر عن الشركة نفسها بينما الخيارات تصدر عن المستثمرين.
- في حالة تنفيذ الصكوك فانه ستحدث زيادة في عدد الأسهم الشركة بينما في حالة ممارسة خيار الشراء فلن تحدث زيادة في حجم أسهم الشركة.
- خيار الشراء لفترة زمنية قصيرة نسبيا (بضعة أسابيع) بينما صكوك الشراء تمتد لفترات زمنية ما بين سنتين وعشر سنوات وتستطيع الشركة المصدرة للسندات ذات صكوك الشراء تغيير شروط العقد في أي لحظة واجبار حملتها على التنفيذ.

09: السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم³ (O.B.S.A)

أوراق مالية تجمع بين صفات الأسهم وصفات السندات، حيث يمكن لحملتها الاكتتاب في أسهم الشركة المعنية، بحيث يحصل على قسيمة تابعة لسنداته، تؤهله للاكتتاب في سهم او عدد من الأسهم بسعر محدد وفي

¹ أساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص 66.

² نفس المرجع، ص 66.

³ صلعة سومية، مرجع سبق ذكره، ص 61.

فترة زمنية معينة، وبالتالي فحامل هذه السندات يمكن ان يصبح في فترة قادمة من المساهمين العاديين بالإضافة لكونه دائن بالنسبة للشركة.

10: سندات المساهمة¹

تصدر هذه السندات من طرف شركة المساهمة، ولأغراض مختلفة منها: تمويل الصادرات والواردات، الاستثمار في قطاع السكن، تمويل الشركات الصناعية العمومية، الشركات التجارية، البنوك... وتختلف خصائص هذه السندات من بلد الى اخر، ففي الجزائر مثلا (وكما هو الحال في فرنسا) تتميز بعدم قابليتها للتسديد، كما لا تكون قابلة للتعويض الا في حالة تصفية الشركة او بناء على مبادرة منها ضمن الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار، ويحصل حاملها على عوائد جزء منها متغير والآخر ثابت، إضافة الى ذلك تتميز هذه السندات بقابليتها للتداول، وذات قيمة اسمية، وليس لحاملها حق التصويت.

11. سندات قابلة للاستدعاء

هي سندات تتيح لحاملها استبدال الاستحقاق باستدعائها واستبدالها بسندات أخرى بأسعار فائدة اقل، وهذا مقابل تعهد مصدر السند بدون علاوة إضافية عند الاستدعاء تضاف للقيمة الاسمية للسند.²

12. سندات قابلة للبيع

تتيح هذه السندات للمستثمر فرصة ارجاعها مرة أخرى للشركة المصدرة في مقابل الحصول على نفس القيمة الاسمية.³

13. راس مال المخاطر

تقدم هذا النوع من راس المال شركات تسمى شركات راس مال المخاطر، والتي ظهرت اول مرة في ثمانينيات القرن الماضي، وهي شركات متخصصة في تمويل عمليات على درجة عالية من المخاطر، املا في الحصول على عائد مرتفع يتناسب مع تلك المخاطر، يتكون راس مال المخاطر عادة من أسهم ممتازة مصحوبة بصكوك تعطي الحق في شراء أسهم عادية.⁴

انتشرت هذه المؤسسات في الولايات المتحدة الامريكية وبعده في الدول النامية:⁵

- مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري.
- التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة.
- توفير التمويل للمشروعات الجديدة او عالية المخاطر التي تتوفر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع.

¹ شرياق رفيق، مرجع سبق ذكره، ص 38.

² جعفري مفيدة، دور الهندسة المالية في زيادة حدة الازمة المالية العالمية 2008، مذكرة لنيل شهادة الماستر، جامعة ام البواقي، 2014، ص 60.

³ نفس المرجع، ص 60.

⁴ بن علي بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص 449.

⁵ إسماعيل بن راس، راس مال المخاطر كبديل مستحدث للتمويل مذكرة لنيل شهادة ماستر جامعة ورقلة، 2014، ص 21.ش

• لذلك يمكن القول ان راس مال المخاطر هو طريقة لتمويل الشركات غير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة او أسواق الدين، عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها. وهذه الاستثمارات هي لأجل طويلة وهي سائلة ذات مخاطر عالية لكن بعوائد عالية نسبيا.

ثالثا: شهادات الاستثمار¹

يتمتع أصحاب هذه الشهادات بنفس حقوق الأسهم العادية ماعدا حق التصويت الذي يحرم منه أصحاب هذه الشهادات، وعليه يمكن اعتبار هذه الشهادات جزء من السهم، حيث يمثل الجزء الاخر في شهادات حقوق التصويت التي لا يمكن لحملة شهادات الاستثمار امتلاكها، ولا يمكن التنازل عن شهادات حقوق التصويت الا إذا كانت مرفقة بشهادات الاستثمار.

فإصدار شهادات الاستثمار يسمح بالحصول على التمويل اللازم دون التخلي عن السيطرة على الشركة من قبل المساهمين القدامى، وتتداول هذه الشهادات في بورصة الأوراق المالية كباقي الأوراق المالية الأخرى، كما يتمتع حملتها الى جانب المساهمين القدامى بالأولوية في الاكتتاب في أي اصدار قادم لشهادات الاستثمار، إضافة الى ذلك ففي حالة قيام الشركة بتوزيع أسهم مجانية على المساهمين، فانه يجب على الشركة ان تصدر أيضا شهادات استثمار جديدة وتوزعها على حملة الشهادات كل حسب ما يمتلكه من الشهادات القديمة.

رابعا: الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف العمومي²

تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات راس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

¹ شرياق رفيق، مرجع سبق ذكره، ص 40.

² صلعة سومية، مرجع سبق ذكره، ص 20.

خلاصة الفصل الثاني:

من خلال معالجتنا لهذا الفصل تم التوصل الى ان الهندسة المالية هي مفهوم قديم في التعاملات المالية، لكنه من حيث التخصص مفهوم حديث نسبيا. وتهدف الهندسة المالية عموما الى تحقيق مجموعة من الأهداف تتقاطع كلها في ضمان بقاء المؤسسة. مهما كان نوعها في عالم الاعمال وذلك من خلال إيجاد حلول والخروج من مشاكل التمويل وتحقيق مزايا للمستثمرين، تمكنهم من إدارة المخاطر التي يمكن ان تهدد اصولهم. تتمثل هذه الأدوات في الخيارات، العقود المستقبلية والآجلة، عقود المبادلة، التوريق، مستحدثات الأوراق المالية التقليدية، المشتقات الهجينة.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

المبحث الأول: سوق الرهن العقاري الأمريكي.

المبحث الثاني: أزمة الرهن العقاري الأمريكية.

المبحث الثالث: تأثير المشتقات المالية وتقنية التوريق في تفاقم أزمة الرهن العقاري.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

المبحث الأول: سوق الرهن العقاري الأمريكي.

المبحث الثاني: أزمة الرهن العقاري الأمريكية.

المبحث الثالث: تأثير المشتقات المالية وتقنية التوريق في تفاقم أزمة الرهن العقاري.

تمهيد:

تعتبر أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية من أشد الأزمات المالية التي هزت أكبر اقتصاديات العالم، وزعزعت استقرار أسواق المالية الدولية، وامتدت تداعيات لتهدد بإغراق الاقتصاد العالمي. وقد بدأت بوادرها سنة 2007 لتتعمق أكثر سنة 2008، وتطلب الأمر خططا هائلة لإنقاذ البنوك لتجنب ما يقول البعض إنه قد يكون أكبر أزمة مالية منذ أزمة الكساد العظيمة سنة 1929، كما كشفت عن هشاشة النظام الأمريكي القائم على الرأسمالية الليبرالية. وباعتبار الشرارة الأولى للأزمة كانت في قطاع العقار فإن الأمر يتطلب أولا فهما وتدقيقا في آلية التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية. حيث سيتم تقسيم هذا الفصل الى ثلاث مباحث نحاول من خلالها معرفة كيف ساهمت المشتقات المالية

في تفاقم أزمة الرهن العقاري وتأثيرها على النظام المالي الأمريكي:

المبحث الأول: سوق الرهن العقاري الأمريكي.

المبحث الثاني: أزمة الرهن العقاري الأمريكية.

المبحث الثالث: تأثير المشتقات المالية وتقنية التوريق في تفاقم أزمة الرهن العقاري.

المبحث الأول: سوق الرهن العقاري الأمريكي

المطلب الأول: مفهوم الرهن العقاري

قبل التطرق الى سوق الرهن العقاري الأمريكي لابد من التطرق الى الرهن العقاري نظرا لدورها في انفجار أزمة الرهن العقاري الامريكية 2008.

1. تعريف الرهن العقاري:

الرهن العقاري هو ان يضع المدين في يد الدائن عقارا او في يد شخص ثابت يتفقد عليه، يحتبس هذا العقار الى ان يدفع له دينه بتمامه فاذا استحق الدين ولم يدفع، حق للدائن ملاحقة نزع الملكية الجبري لدى دائرة التنفيذ، ويسجل هذا العقد على صحيفة العقار في السجل العقاري ويجوز ان يضمن العقار المرهون ديننا على غير المالك كما ان رهن العقار يمنع من بيعه او التصرف به الا موافقة الدائن.¹

2. إيجابيات وسلبيات الرهن العقاري²

أ. إيجابيات الرهن العقاري

- توفير القروض لتمويل بناء المساكن بالنسبة لمحدودي الدخل.
- تشجيع المؤسسات المالية والممولين لتقديم الائتمان (بضمان المنزل نفسه) بمعنى ان المنزل المقترض سيصبح الضمانة الأكثر أهمية للحصول على التمويل.
- زيادة حجم رؤوس الأموال المتاحة للتمويل العقاري، وذلك بدخول ممولين جدد الى سوق التمويل في شكل مؤسسات مالية مختصة بالتمويل العقاري.
- زيادة السيولة المتوفرة للقطاع العقاري بتشغيل رؤوس الأموال العاطلة مما يساهم إيجابيا في توفير القروض لتمويل بناء المساكن، وذلك يزيد الطلب على مواد البناء وعلى الأراضي ما سيزيد في ارتفاع أسعارها.
- إنعاش السوق العقاري وذلك بإيجاد حل لمشكلة السكن لدى الفئات ذات الدخل المحدود والمتوسط.
- الضمانات التي يوفرها هذا النظام يطور من برامج البنوك وابتكار عمليات جديدة للتمويل العقاري، إضافة الى خلق روح التنافس بين البنوك لجذب أكبر شريحة من العملاء.
- مساعدة المواطنين من ذوي الدخل المتوسطة على تملك مسكن خاص بدلا من تأجير المنازل دون تملكها.
- زيادة عدد شركات التقسيط والتمويل العقاري، وتوسيع نشاطاتها وهذا ما يزيد من فرص التمويل المواطنين.
- زيادة حجم المعروض من العقارات، وهذا ما يؤدي الى تراجع نسب الفائدة التي تأخذها الشركات والبنوك التمويلية.

¹بوعكاز نوال، مرجع سبق ذكره ص 153.

²قيابلي الحاجة، مرجع سبق ذكره، ص 73، 74.

ب. سلبيات الرهن العقاري

• اندفاع المواطنين ذوي الدخل المتوسطة للحصول على القروض مما سيزيد الطلب على العقارات، وهذا ما يؤدي الى رفع أسعار مواد البناء نتيجة لزيادة الطلب بشكل يفوق إمكانات زيادة الطاقات الإنتاجية.

اولا: تطور سوق الرهن العقاري

مر سوق الرهن العقاري بمرحلتين تتمثلان في مرحلة ما قبل العولمة المالية ومرحلة ما بعد العولمة المالية وفيما يلي إيضاح لكل منهما:

1) قبل العولمة المالية:

البنوك الأمريكية كانت تقوم بتمويل عمليات الإقراض بنظام الرهن العقاري ويتم التمويل من حصيلته الإيداعات التي لديها من إيداعات عملائها ومعنى ذلك ان حجم التمويل العقاري كان محدودا بمقدار مدى ما يتوافر لدى تلك البنوك من سيولة عملائها المودعون، وهو ما يسمى Traditionl model.

في ظل هذا النظام خضعت أسواق الرهن العقاري لدرجة عالية من التنظيم وكان الائتمان العقاري يخضع لسيطرة جهات الإقراض المتخصصة التي واجهت قدرا محدودا من التنافس في الأسواق المجزأة وقد وضعت القواعد التنظيمية حدودا قصوى لأسعار الفائدة وحدودا للقروض العقارية وفترات السداد وأسفرت هذه القواعد التنظيمية عن ترشيد استخدام الائتمان في أسواق الرهن العقاري وقد استمر هذا النموذج حت الثمانينات من القرن الماضي.¹

2 بعد العولمة المالية:

مع دخول عصر العولمة الاقتصادية وما أنتجته من عولمة مالية تزايدت عملية تحرير أسواق التمويل العقاري مع الإلغاء التدريجي للقيود على أسعار الفائدة، ودخول ما يسمى بمرحلة الليبرالية الجديدة بداية من عهد رونالد ريجان ووصولاً الى بوش الابن، في الإدارة الأمريكية بدأت تنشأ وتزايد قوة ما تسمى بالسوق الثانوية للرهن العقاري التي خلفت سهولة ومرونة كبيرة للغاية في تمويل القروض العقارية عن طريق أسواق راس المال وتعمقت العلاقة بين سوق النقد الممثلة في البنوك وسوق راس المال، ومع نمو نشاط التوريق والمشتقات المالية، كل ذلك أدى الى تشجيع مجموعة كبيرة من البنوك و المؤسسات المالية الأخرى على دخول سوق الرهن العقاري.²

¹ عبد الحميد عبد المطلب، الديون المصرفية المتعثرة والازمة المالية المصرفية، "ازمة الرهن العقاري الأمريكي"، الدار الجامعية الإسكندرية، 2009، ص 252.

² نفس المرجع، ص 252.

لقد ساعد الأولويات السياسية في الولايات المتحدة الأمريكية لتملك السكن على تثبيت هذا الاتجاه، حيث كانت الوكالة الاتحادية مثل الجمعية الوطنية الفدرالية للرهنات السكنية (mortgage association the federal national) والتي أطلق عليها اختصارا (Fannie Mae) التي أنشأت عام 1938 في عهد الرئيس روزفلت وذلك بغرض شراء الرهن من البنوك، وفي عام 1970 قام الكونغرس بتبني مؤسسة أخرى وهي المؤسسة الفدرالية للرهنات العقارية (corporation The federal home mortgage) واطلق عليها اختصارا (Freddie Mac) لتكون المنافس لمؤسسة فاني ماي، وللتين تكلفهما الحكومة الأمريكية بدعم سوق الرهن، وهما نشييطان في إعادة تمويل الرهنات مما أدى الى زيادة ملحوظة في الإقراض المقدم لبنوك الرهن المحتاجة للسيولة مقابل شراء المزيد من الأوراق المالية التي بحوزة تلك البنوك نتيجة لبيع المساكن.¹

2. الخصائص الرئيسية لأسواق الرهن العقاري

فيما يلي بعض الخصائص الرئيسية لأسواق الرهن العقاري:

- نسبة القروض الى القيمة (أي نسبة القرض العقاري الى قيمة المساكن) ومدة القرض المعتادة: فارتفع نسبة القرض الى القيمة يفسح المجال امام المقترضين لاقتراض المزيد، بينما تسمح فترات السداد الأطول بالمحافظة على نسبة خدمة الدين، (المقصود بخدمة الدين سداد القسط مضافا اليه الفائدة المستحقة) الى الدخل في حدود يمكن استيعابها.
- إمكانية تكرار الاقتراض بضمان قيمة المسكن والسداد المبكر للقرض بدون رسوم: فإمكانية الاقتراض بضمان القيمة المتراكمة للمساكن تسمح للمستهلكين (المقترضين) بالاستفادة مباشرة من ثروتهم السكنية والحصول على المزيد من القروض عند ارتفاع أسعار المساكن، وتتسبب رسوم السداد المبكر في تقييد المقترضين على إعادة تمويل قروضهم العقارية في حالة انخفاض أسعار الفائدة.
- انشاء أسواق ثانوية للقروض العقارية:

حيث كلما ازداد تطور أسواق القروض العقارية الثانوية سيجد المقرضون سهولة أكبر في الحصول على التمويل عبر أسواق راس المال وتقديم القروض للمقترضين إذا ما تساوت الشروط الأخرى.

2. هيكل سوق الرهن العقاري الأمريكي²

لقد ارتكز سوق الرهن العقاري الأمريكي على مستويين (سوق ابتدائية وسوق ثانوية) لتمويل السكن، فبتطبيق الولايات المتحدة الأمريكية السياسة النقدية بداية من نهاية السبعينات، أدى الى ارتفاع معدلات الفائدة الى

¹ عكاس مسيئة، العولمة المالية ودورها في حدوث الازمات المصرفية، دراسة مقارنة بين أزمات الدول الناشئة وأزمة الرهن العقاري" مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر-03-2013، ص 112.

² قبايلي الحاجة، مرجع سبق ذكره، ص ص 75، 77.

مستويات عالية.

غير أن ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية على المدى الطويل، أدى الى ارتفاع مماثل في معدلات الفائدة الحقيقية في المدى المتوسط، "مما جعل مؤسسات الادخار والائتمان الأمريكية غير قادرة على الاستثمار في تمويل القروض طويلة الأجل بمعدلات فائدة ثابتة، وإعادة تمويل هذه القروض باستعمال الودائع قصيرة الأجل"، وهذا ما جعل الحكومة الأمريكية تقوم بإخراج من حسابات مؤسسات الادخار والائتمان الأمريكية جميع الأصول طويلة الأجل وتشكيل محافظ متجانسة للقروض العقارية ثم بيعها في السوق الثانوية.

وقد تم إنشاء البنوك العقارية متخصصة في منح القروض العقارية التي مهمتها تمويل القروض، وذلك بإصدار سندات او أوراق مالية تقوم بشرائها المؤسسات المالية. فتمويل السكن من خلال اللجوء الى السوق المالية، أصبح بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية من أهم موارد التمويل، ولكن الحصول على هذه الموارد يتطلب خلق وتطوير بعض الميكانيزمات التي عادة ما تلعب فيها الدور الأساسي:

1. نظام البنوك العقارية.

2. نظام التسهيلات الائتمانية.

3. نظام السوق العقاري.

سنقوم بشرح مختصر لهذه الأنظمة فيما يلي:

1. نظام البنوك العقارية Mortgage Banking system

تقوم عادة بمنح القروض العقارية، والتي تلجأ الى السوق المالية لإعادة تمويل هذه القروض عن طريق اصدار سندات، التي تقوم بشرائها المؤسسات المالية (المستثمرين)، والتي تستثمر على المدى الطويل.

2. نظام التسهيلات المالية (SMF) Secondary mortgage facility

إضافة الى ما تقوم به بنوك الولايات المتحدة الأمريكية، من منح وإدارة حافظة القروض العقارية، يوجد لها أيضا نظام تسهيلات (SMF)، الذي مهمته خلق مؤسسات مالية متخصصة، وتوفير الأموال اللازمة لها، لكي تستطيع ان تقوم بوظيفتها على أكمل وجه، حيث تصدر هذه السندات في السوق المالية، وتستعمل المبالغ المحصل عليها في إعادة تمويل الحافظات المالية المقدمة من البنوك العقارية والبنوك التجارية.

3. نظام السوق العقارية الثانوية (SMM) Secondary mortgage market

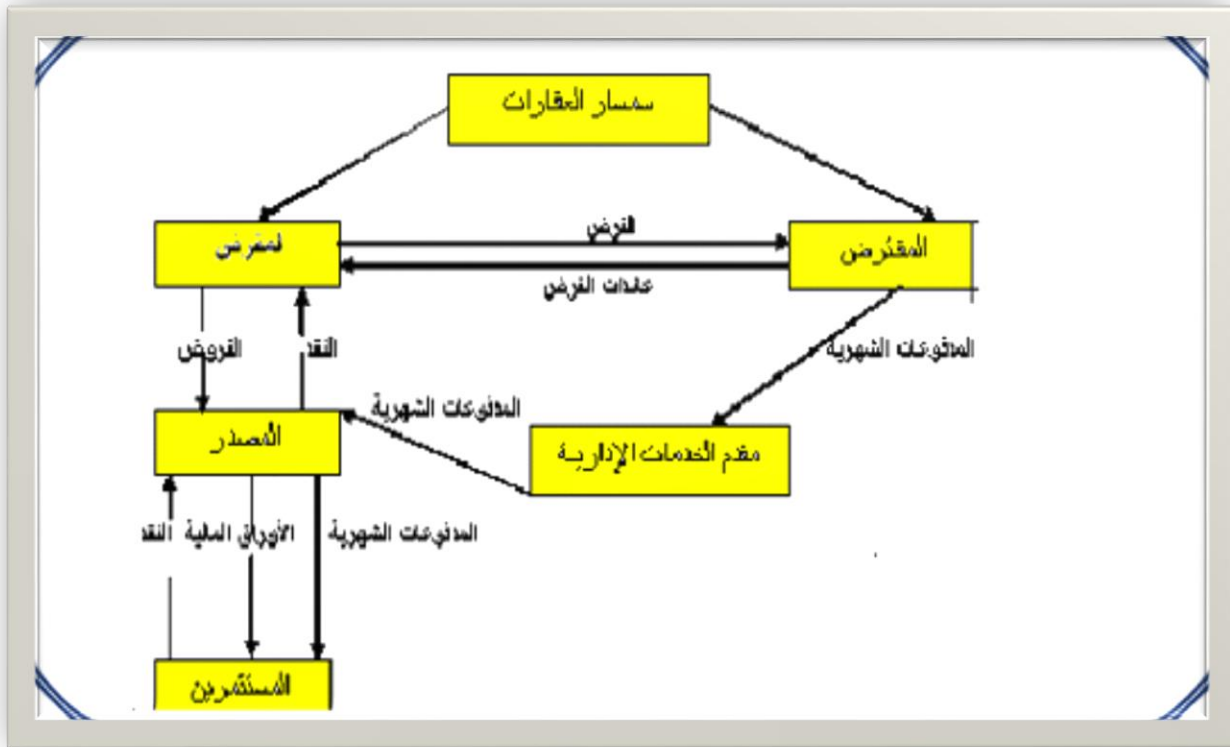
إن بنوك ومؤسسات الادخار التي تتعامل مع القروض العقارية تقوم بجمع عددا كبيرا من القروض التي منحت للمواطن في شكل حافظة مالية، ثم تقوم ببيعها في السوق الثانوية. وبذلك يمكن تحويل جزء من المخاطر من

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

البنوك العقارية الى المؤسسات المالية التي تشتري هذه القروض في السوق الثانوية، ثم تقوم المؤسسات المالية بإصدار أوراق مالية مدعمة بقروض عقارية في السوق الثانوية.

في حين أن الشكل الموالي يوضح هيكل السوق الرئيسي والثانوي للرهن العقاري الأمريكية، الكيفية التي تتم بها عملية التوريق به، والمأخوذ من تقرير شيلابير رئيس مؤسسة التامين على الودائع الفيدرالية الأمريكية في تقريرها أمام لجنة الخدمات المالية، في الكونغرس في 17 أبريل 2007.

الشكل (08): هيكل السوق الرئيسي والثانوي للرهن العقاري الأمريكية



المصدر: قبائلي الحاجة، أزمة الرهن العقاري وإصلاح النظام المالي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد نقدي، جامعة وهران، 2013، ص 77.

الأدوات المالية التي تستخدم في توريق قروض الرهن العقاري

يمكن تقسيم الأدوات المالية التي تستخدم في توريق القروض العقارية إلى ما يلي¹:

✓ أوراق الرهن العقاري **Backedsecuritie (MBS) Mortgage**:

تمثل أول منتجات التوريق ظهوراً، فهي تمثل أوراق مالية مضمونة بمحفظه من القروض العقارية التقليدية جمعتها مؤسسات مالية (شركات الادخار، البنوك التجارية، شركات الرهن العقاري) لتمويل عمليات شراء المقرض للمنزل أو أي أصول عقارية ويقوم المصدر بتجميع هذه الأوراق في حزمة واحدة وبيعها للمستثمرين

¹عكاش مسيفة، مرجع سبق ذكره، ص 123.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

عن طريق طرح أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية بقيمة هذه المديونيات، وعندما يقوم المقترض بدفع أقساط الدين يتم تسليم المستثمرين الفوائد المستحقة لهم.

✓ الأوراق المالية غير العقارية أو الأوراق المالية المضمونة بأصول:

(ABS) Asset Backed securitie : تدريجياً يتم تطبيق تقنية التوريق على باقي عناصر أصول، كقروض السيارات، قروض المؤسسات، قروض الإيجار أو أي أصل مالي آخر.

✓ **التزامات الدين المضمونة Debt Obligation Collateralized**:

هذه الأوراق تمثل محافظ مكونة من ديون مصرفية أو أدوات مالية قابلة للتفاوض في السوق، ومن مشتقات الديون، نجد: CDO²، CMO، CSO، CBO، CLO.

بعد أن يحصل ملاك العقارات على التمويل أو إعادة التمويل على عقاراتهم من البنك عن طريق سمسرة العقارات، يقوم البنك ببيع القرض إلى الشركات العقارية.

-الشركات العقارية بدورها تقوم بعملية توريق القرض هذا بعد تجميعها في مجمع قرضي (POOL) عن طريق أحد الشركات المتخصصة في التوريق (Special Vehicul Purpose SPV)، وينتج عن هذه العملية أوراق مالية مضمونة برهن عقاري (MBS).

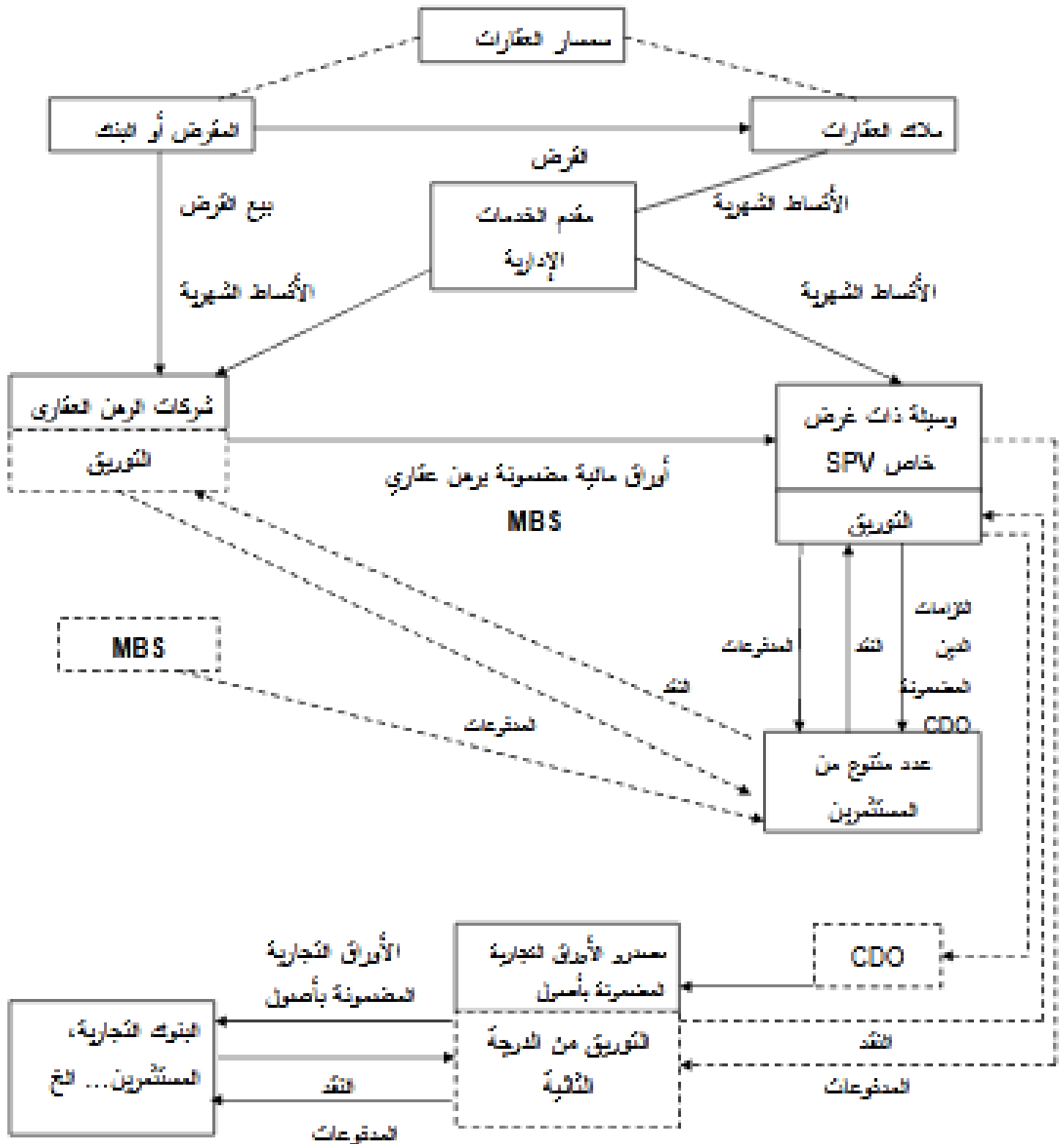
شركات توريق أخرى تقوم بتوريق (MBS) وتحويلها إلى (CDO)

تصنيفها إلى ثلاثة شرائح ذات مردودية عليا، متوسطة وسفلى.

-استقطاب كافة المستثمرين بكل أنواعهم حكومات، مؤسسات كبرى، أفراد.

لتقوية ضمان السندات ابتكرت البنوك العاملة في إطار الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية طرق جديدة بتوجيه حامل السندات إلى التأمين عليها لدى شركات التأمين مع تحميلها المسؤولية في حالة عجز المقترض على السداد مقابل الحصول على دفعات منتظمة، وقد تم تنفيذ عمليات التأمين دون أي رقابة أو إجراءات توجيهية من الأجهزة المالية المسؤولة مما سهل انتشارها بصورة لم يسبق لها مثيل طيلة العقدين الماضيين، وأصبحت هذه العمليات من أكثر الأدوات المالية انتشاراً، وبسببها تشجعت البنوك ومؤسسات الرهن العقاري على التوسع في الإقراض.

الشكل رقم (09): شرح آلية التوريق في سوق العقارات.



المصدر: عكاش مسيفة، العولمة المالية ودورها في حدوث الازمات المصرفية، "دراسة مقارنة بين أزمات الدول الناشئة وازمة الرهن العقاري"، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر-3-2013، ص 125.

ثانيا: الفترات السابقة قبل انفجار أزمة الرهن العقاري الامريكية

1) واقع البنوك قبل حدوث الأزمة

أ. زيادة احجام المديونية (الرافعة المالية):

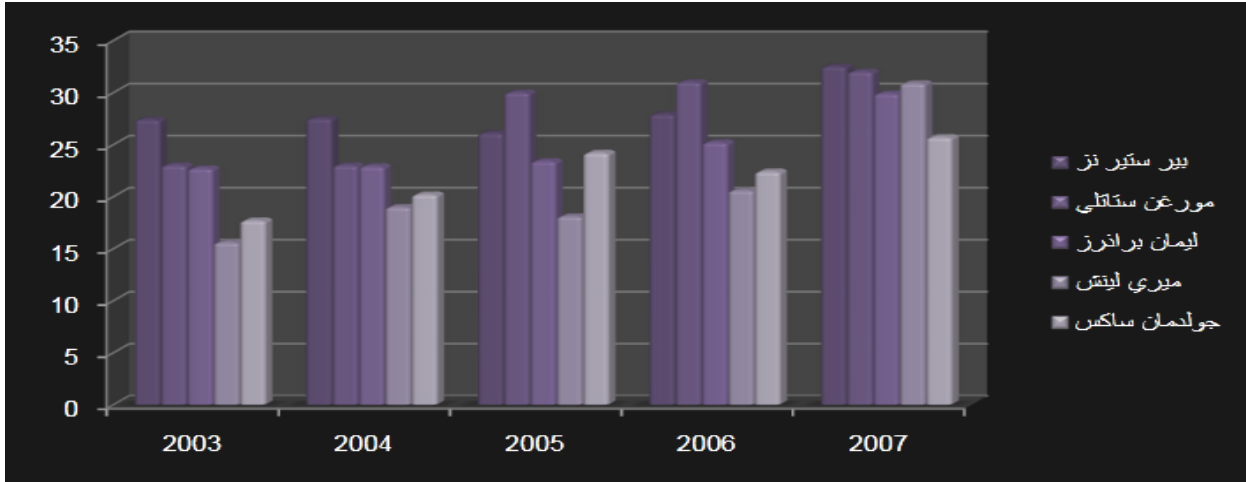
حددت اتفاقية بازل للرقابة المصرفية على البنوك حدود التوسع في الإقراض بان لا تتجاوز نسبة من راس المال المدفوع لهذه البنوك، فالبنك لا يستطيع ان يقرض أكثر من نسبة محددة لما يملكه من راس المال والاحتياطي وهو ما يعرف بالرافعة المالية.

رغم ان البنوك المركزية تراقب البنوك التجارية في ضرورة احترام النسب فان ما يعرف باسم بنوك الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية لا يخضع لرقابة البنك المركزي وذلك بعد الغاء العمل بقانون Glass steagall والفصل بين أعمال البنوك التجارية وبنوك الاستثمار، ومن هنا توسعت البنوك في الإقراض لأكثر من ستين ضعفا من رؤوس أموالها، وهذه الزيادة الكبيرة في الإقراض تعني المزيد من المخاطر اذا تعرض المدينين لمشكلة في السداد كما حدث في الأزمة العقاري، كما سنشير الى السبب الذي جعل البنوك تتوسع في الإقراض هو الجشع Greed فمزيد من الإقراض والاقتراض يعني مزيد من الأرباح، اما المخاطر الناجمة عن هذا التوسع فهي لا تهم مجالس الإدارة في معظم هذه البنوك، والتي تهتم فقط بالأرباح قصيرة الاجل، حيث يتوقف عليها حجم مكافآت الإدارة، ومن هنا ظهرت الأرباح المبالغ فيها والمكافآت المالية الكبيرة لرؤساء البنوك، هكذا أدى الاهتمام بالربح في المدة القصيرة الى تعريض النظام المالي للمخاطر في المدة الطويلة.¹

إذا ما نظرنا للشكل رقم (10) نلاحظ ان البنوك الاستثمارية في الولايات المتحدة الأمريكية معظمها زاد كثيرا من حجم الرفع المالي وهو ما أدى الى تحمل هذه الأخيرة مخاطر ائتمانية.

¹ حضيرات عمر، الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية الراهنة 2008 وموقف الاقتصاد الإسلامي منها، مداخلة قدمت في إطار مؤتمر الأزمة الاقتصادية المعاصرة، أسبابها، تداعياتها، وعلاجها، جامعة جرش الأردن، يومي 14، 16 ديسمبر، 2010، ص ص 5، 6.

الشكل رقم (10): نسبة الديون الى الأصول المملوكة (الرافعة المالية) في البنوك الامريكية.



المصدر: نبال قصبه، أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية والحلول المقترحة، مداخلة قدمت في مؤتمر الازمة الاقتصادية المعاصرة، أسبابها، تداعياتها، علاجها، جامعة جرش الأردن، يومي 14 و16 ديسمبر، ص 9.

أ. نقص الشفافية والرقابة عند إصدار وتصنيف وتداول سندات الرهن العقاري

بالنظر الى السلسلة التي تم من خلالها تسويق بعض منتجات قروض الرهن العقاري والمشتقات المالية المرتبطة بها بأشكال غريبة وكميات ضخمة، دون الخوف من عدم قدرة المقترضين على السداد، ومن ثم منحها درجات ائتمانية عالية لا تستحقها بالتعاون مع شركات تصنيف شهيرة، والتأمين عليها ضد مخاطر عدم الدفع عن طريق شركات تامين عالمية، ومن ثم جمعها على شكل حزم وبيعها في الأسواق العالمية، بالنظر الى ذلك كله يمكن ان نلاحظ ان جميع من ساهموا في هذه العملية كانت تنقصهم الشفافية والرقابة المحاسبية، اذ ان كلا منهم كان يحاول ان يحقق أقصى قدر ممكن من الربح بعد ان يلقي بعبء المخاطر على الطرف الأخرى.¹

2. حالة الاقتصاد الأمريكي قبل الأزمة:

لقد عرفت الأنشطة الإنتاجية في الدول الصناعية الكبرى وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية تراجعاً كبيراً في مقابل الأنشطة الخدمية. أن هذا التراجع جعل الاقتصاد الأمريكي يشهد تدهوراً حاداً من سنة 2007، مما جعله لا يستطيع الصمود في مواجهة بدايات الأزمات المالية التي ما فتئت تتزايد حدة يوماً بعد يوم، وهذا التراجع يمكن الوقوف عليه من خلال الأرقام التالية:

أ: تعاني الولايات المتحدة الأمريكية مما يعرف بالعجز التوأم، أي عجز الميزانية وعجز الميزان التجاري، حيث تراجع فائض الميزانية العامة للولايات المتحدة الأمريكية من 255 مليار دولار سنة 2000 الى 92 مليار دولار سنة 2001، ليتحول بعدها الى عجز ب 230 مليار دولار سنة 2002، واخذ بعدها هذا العجز في تزايد الى

¹عكاس مسيئة، مرجع سبق ذكره، ص 126.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

ان أصبح 455 مليار دولار سنة 2007، اما عجز الميزان التجاري فقد اخذ يزداد سنة بعد سنة حتى أصبح يقدر بحوالي 850 مليار دولار سنة 2007.¹

ب. ارتفاع معدل التضخم ومعدل البطالة وعجز ميزان الحساب الجاري خلال السنوات التي سبقت الازمة المالية العالمية. حيث بلغ معدل التضخم 5% سنة 2007 بعدما كان يتراوح بين 2% و 3% سنويا، اما معدل البطالة فقد ارتفع الى حوالي 5,5% بعدما كان يقدر ب 4% في أواخر القرن العشرين، اما العجز في ميزان الحساب الجاري فاخذ في التزايد الى ان بلغ حوالي 700 مليار دولار سنة 2007.²

ت. تزايد حجم المديونية الخارجية للولايات المتحد الأمريكية، حيث أصبحت أكبر دولة مدينة في العالم، وهذا نتيجة لجوئها الى رؤوس أموال الدول الناشئة تغطية العجز في ميزان مدفوعاتها، حيث أصبحت هذه الدول تستحوذ على ثلاثة ارباع الاحتياطي العالمي المقدر ب 3000 مليار سنة 2006، تستحوذ منه الصين لوحدها على 1400 مليار دولار منه، وهي الدائن الأول للولايات المتحدة الأمريكية.³

الجدول رقم (11): الحالة العامة لاقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2001-2008.

اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية								
المؤشر الاقتصادي .	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
PIB مليار دولار (ppa).	14	14	13	12	11	11	10	10
PIB/hab(ppa).	47186	46434	44630	42494	40267	38143	36765	35871
المعدل السنوي لنمو PIB الحقيقي.	0.4	2.1	2.7	3.1	3.6	2.5	1.8	1.1
الدين العام (% من PIB).	70.0	61.8	60.8	61.3	61.1	60.1	56.7	54.4
معدل التضخم السنوي (%).	3.8	2.9	3.2	3.4	2.7	2.3	1.6	2.8
معدل البطالة (%).	5.8	4.6	4.6	5.1	5.5	6.0	5.8	4.7

المصدر: المانسيب رابح امين، الهندسة المالية وأثرها في الازمة المالية العالمية لسنة 2007 ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر 3- ص 104.

¹ علي لطفى، الازمة المالية العالمية: الأسباب، التداعيات -المواجهة، بحث مقدم للملتقى الدولي حول "تداعيات الازمة الاقتصادية العالمية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية" يومي 4-5 افريل 2009، شرم الشيخ، مصر، ص 7.

² نفس المرجع، ص 7.

³ عبد القادر بلطاس، تداعيات الازمة المالية العالمية، دار النشر ليجوند، الجزائر، 2009، ص 25.

انهيار سوق الرهن العقاري الأمريكي:¹

أسهمت عدة نقاط ضعف في انهيار السوق الذي سمح تغييره بزيادة قدرها 3% في معدلات عد السداد لمدة أكثر من 90 يوما في قسم فرعي للسوق العقارية الأمريكية، في إلقاء نظام مالي أمريكي يتعامل في 57000 مليار دولار في أزمة كبيرة مست العالم كله.

أولاً: انهيارت السوق في الوقت الذي وضعت فيه الشرائح الأعلى مخاطرة للدين الثانوي لدى مستثمرين ذوي استنادة عالية، وليس على صناديق المضاربة اشتراطات صارمة فيما يخص كفاية رأس المال (وهي في هذا الصدد اقل تنظيمًا). وكانت بحكم الممارسة العادية الجارية في الاستثمارات عالية الاستنادة مسموح لها بتحمل مفرط للمخاطر، في حين أن الممارسات التي تتميز بتحمل المخاطر لا بد ان تتناسب مع راس المال المستثمر، وللوقاية من عمل المخاطر يتطلب وضع حد وقائي بين الخسائر والإفلاس، إن تحمل مخاطر تتجاوز حدود ما تسمح به قواعد الحيطة والحذر يعتبر أساسا غير مستقر لتنظيم الأسواق المالية ونقطة ضعف في هيكل السوق. **ثانياً:** انهيارت السوق أيضا لان مؤسسات مالية غير منظمة وضعيفة الرسملة كانت هي التي توفر السيولة لأسواق التعامل في المشتقات فيما يخص الالتزامات المهيكلة المضمونة بقروض CDO ومشتقات الائتمان، وبمجرد ان واجهت الأسواق مشكلة عدم السداد، فقدت سيولتها وتوقفت التعاملات.

ثالثاً: أسهمت الهيئات المنظمة وضعيفة الرسملة المصدرة للقروض العقارية في الأزمة، فقد كانت الهيئات المنشئة للقروض العقارية مثل صناديق المضاربة تعمل برأس مال اقل مما يجب، وكانت تستخدم التمويل قصير الأجل لتمويل إنشاء القروض العقارية الثانوية، وهي تتوقع ان تحتفظ بها لمدة وجيزة فقط وعندما لم تتمكن من بيع هذه القروض الى شركات التوريق، اضطر الكثير منها الى الانسحاب من السوق.

رابعاً: أدى انعدام الشفافية في أسواق المشتقات المالية الى تفاقم الموقف، كما أدى عجز المشاركين في السوق عن الوقوف على مخاطر القروض الثانوية وموقعها، الى تحول مفاجئ في تقييم المخاطر، وبعد ان كانوا يفرطون في التفاؤل بشأن مخاطر سوق القروض العقارية الثانوية، أصيب المستثمرون باضطراب كبير وسرعان ما اصابهم الذعر وأصبحوا أكثر حساسية للمخاطر (تقييم مفرط للمخاطر) وانصرفوا حتى عن شراء الشرائح الممتازة.

خامساً: عانت أسواق المشتقات كذلك من فقدان السيولة فبدل ان تظهر المشتقات مرونة في مواجهة تقلبات الأسعار، توقفت هذه الأسواق عن التعامل عندما صارت الأطراف المقابلة غير جديرة بالثقة وهرب المستثمرون.

¹بوعكاز نوال، مرجع سبق ذكره ص 163.

المبحث الثاني: مفهوم أزمة الرهن العقاري الأمريكية

■ المطلب الأول: مفهوم أزمة الرهن العقاري الأمريكية

- أزمة الرهن العقاري او أزمة الرهون العقارية الثانوية او أزمة الإسكان الامريكية او أزمة الائتمان، او الازمة المالية العالمية. كلها مسميات لازمة مازالت تداعياتها مستمرة الى يومنا هذا، وكانت أبرز تجلياتها نقص سيولة السوق وسيولة التمويل في النظام البنكي الأمريكي. والتي بدأت خلال 2006 بعد انفجار فقاعة سوق الإسكان في الولايات المتحدة الامريكية، لتتطور فيما بعد وتصبح أزمة مالي عالمية من عام 2007. بدأت الازمة بعد انخفاض أسعار المنازل في الولايات المتحدة الامريكية وارتفاع معدلات التخلف عن سداد القروض الثانوية وغيرها من القروض العقارية، بسبب ضعف الجدارة الائتمانية لملاك المنازل، خصوصا بعد ان رفع الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة من 1% عام 2004 الى 5,25% عام 2007، مما انعكس على أقساط مدفوعات ملاك المنازل بالارتفاع، وع اندار معايير الاقتراض، زادت القروض الثانوية المتعثرة، مما تسبب في إفلاس العديد من شركات الرهون العقارية والمؤسسات العاملة في سوق الرهن العقاري.¹
- أزمة الرهن العقاري 2008 هي أزمة مالية خطيرة ظهرت على السطح فجأة فجرها في البداية تهاتف البنوك على منح القروض عالية المخاطر، واعتبرت اسوا أزمة من نوعها بعد أزمة الكساد سنة 1929، حيث بدأت الازمة أولا بالولايات المتحدة الأمريكية ثم امتدت الى باقي دول العالم لتشمل الدول الاوربية والدول الاسيوية والدول الخليجية والدول النامية. التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي، وقد وصل عدد البنوك التي انهارت في الولايات المتحدة الأمريكية خلال سنة 2008 الى 19 بنكا.²
- أزمة الرهن العقاري هي التوسع الهائل في منح القروض العقارية في سوق الولايات المتحدة الأمريكية، مقابل سعر فائدة اعلى والهدف هو تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح. سارت الأمور لسنوات عديدة على هذا النحو وبشكل جيد، لكن مع تراجع أسعار المنازل ومع تراجع النمو الاقتصادي الأمريكي أصبحت هناك قروض عقارية بمئات المليارات يعجز من حصلوا عليها على تسديدها.³
- أزمة الرهن العقاري هي أزمة مالية خطيرة ظهرت فجأة سببها في البداية تسابق البنوك على منح قروض عقارية عالية المخاطر. وبدأت الازمة تكبر ككرة تليج لتلمس كل الدول، وانتقلت اثارها على مجال العقارات في الولايات المتحدة الامريكية الى مختلف مجالات الحياة مؤثرة على أكبر البنوك والمؤسسات المالية، ويعتبر عام 2002 بداية تكون فقاعة السوق العقاري في كثير من الدول الصناعية وخاصة الولايات المتحدة الامريكية عندما قامت

¹ يوسفات علي، أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 2، جامعة أدرار، ص 24.

² رقيقة صباغ، الازمات المالية العالمية وأثرها على الدول النامية "دراسة تحليلية لأثر أزمة الرهن العقاري على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية" أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة تلمسان، 2013، ص 94.

³ كتاف شافية، عقلمة مليكة، التمويل المهيكل وادواته المالية الحديثة ودورها في تفاقم الازمة المالية الراهنة في إطار الملتقى العلمي الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، ص 15.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

البنوك بتقديم تسهيلات غير مسبقة للقروض العقارية بأنواعها وخصوصا السكنية مما أدى الى ارتفاع أسعارها تبعا لذلك.¹

ميكانيزم أزمة الرهن العقاري الأمريكية

اندلعت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية مع بداية العام 2007، حيث تكاثفت عدة أسباب لذلك من ندرة في السيولة في أسواق الائتمان والأجهزة المصرفية العالمية، مع بداية الانكماش في قطاع العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية، والممارسات المرتفعة المخاطرة في الإقراض والاقتراض، وقد ظهرت أزمة الرهن العقاري عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات وأخذت التسلسل التالي:²

- **فيفري 2007:** الولايات المتحدة الأمريكية تشهد ارتفاعا كبيرا في عدم قدرة المقترضين على دفع مستحقات قروض الرهن العقاري، ما أدى الى أولى عمليات إفلاس المؤسسات المصرفية المتخصصة.
- **جوان 2007:** بنك الاستثمار الأمريكي (Stearns Baer) هو اول بنك كبير يعاني من خسائر قروض الرهن العقاري.
- **أوت 2007:** البنك المركزي الأوروبي يضخ 94,8 مليار يورو من السيولة، والخزينة الفيدرالية الأمريكية تضخ 24 مليار دولار، كما تدخل العديد من البنوك الأخرى مثل بنك اليابان والبنك الوطني السويسري.
- **أوت 2007:** شهدت البورصات تدهورا شديدا امام مخاطر اتساع الازمة وتدخلت البنوك المركزية لدعم سوق السيولة.
- **سبتمبر 2007:** بنك إنجلترا يمنح قرا الى بنك (Nothem Rock) لتجنيبه الإفلاس، وقد تم بعد ذلك تأميمه.
- **أكتوبر 2007:** بنك "يو بي اس" السويسري يعلن عن انخفاض قيمة موجوداته ب 4 مليار فرنك.
- **جانفي 2008:** الخزينة الفيدرالية الأمريكية تخفض نسبة الفائدة الرئيسية بثلاثة ارباع النقطة، لتصل الى 3,50% وهو اجراء وصفه الخبراء بانه ذو بعد استثنائي.
- **مارس 2008:** الخزينة الفيدرالية الأمريكية تقول انها مستعدة لتقديم مبلغ يصل الى 200 مليار دولار الى مجموعة محدودة من البنوك الكبرى.
- **مارس 2008:** العملاق الأمريكي (Chase Jp Morgan) يعلن شراءه لبنك (Baer Stearns)، الذي يعاني من صعوبات، وهي العملية التي حظيت بدعم مالي من طرف الخزينة الفيدرالية الأمريكية.

¹بوعكاز نوال، مرجع سبق ذكره، ص 158.

²لمياء بوعريح، "الازمة المالية الحالية، دراسة تحليلية لآلية وأسباب الحدوث والتداعيات على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العربي"، ملتقى دولي حول "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية"، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإنسانية، قسنطينة، ماي 2009، ص ص 8، 10.

- **جويلية 2008:** الضغط يتشدد على مؤسستي (Freddie Mac) و (Fannie Mea) الأمريكيتين المتخصصةتين في إعادة تمويل القروض العقارية، والخزينة الأمريكية تعلن عن خطة لإنقاذ القطاع العقاري وهاتين الأخيرتين تمولان نصف القروض العقارية في السوق الأمريكية.
- **سبتمبر 2008:** بنك عالمي (Lehmann Brother) أعلن عن إفلاسه وهو البنك العالمي ذو المرتبة الرابعة بين أكبر بنوك الاستثمار، ويعتبر أيضا من أكبر ممولي العقار.

المطلب الثاني: نشأة أزمة الرهن العقاري الأمريكية

1. طفرة التمويل العقاري¹

ابتداء من سنة 2001 اندفعت البنوك الأمريكية وبقوة الى تمويل القطاع العقاري بحثا عن استخدامات جديدة وتوسعا لنشاطها في اعقاب أزمة الانترنت 2000 وما ألحقته من خسائر بالقطاع المالي، وكذلك استخداما أمثل لمواردها بعد ان أصبحت البنوك تعاني من فائض في الأموال.

حيث شجعت البنوك الأمريكية مواطنيها على امتلاك العقارات تحت شعار "لكل مواطن أمريكي الحق في امتلاك منزل" وذلك من خلال سلسلة الإعفاءات الضريبية والاعانات خاصة من قبل الإدارة الفدرالية للسكن (Federal housing administration)، وذلك ما شجع المواطن الأمريكي للتقدم لمختلف الشركات العقارية لشراء المنازل والعقارات فحصل ارتفاع كبير في الطلب على العقار، فلم تكتفي البنوك بتقديم القروض للزبائن من ذوي القدرة على التسديد، بل وسعت نطاق تقديم القروض العقارية لفئة الأشخاص التي لا تتوافر فيهم شروط الملاءة المعهودة والقدرة على تسديد الديون والذي اطلق عليهم تسمية NINJA وهي اختصار ل (No income no job or asset) وهم فئة الزبائن ذوي الدخل المتدني او ذوي الدخل غير المستقر او حتى المعدوم، الذين يشكلون درجة عالية على المؤسسات المالية المقترضة، تعرف هذه القروض ب **Subprime** في حين تسمى القروض الممنوحة للمقترضين ذوي الملاءة وبدون مخاطر بقروض البرايم **prime**.

شروط عقد القرض: عقد القرض الذي يتم ابرامه بين المؤسسة المالية وبين المقترض نظير تمويله لشراء المنزل كان يتضمن شروطا اهمها:²

1. أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة، تكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع الزمن.
2. أسعار الفائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة.

¹ محمد الأمين وليد طالب، انعكاسات الازمة المالية العالمية 2008 على سياسات صندوق النقد الدولي، مجلة الاقتصاد والمجتمع، العدد 6 2010، ص 237.

² إبراهيم عبد العزيز النجار، الازمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 49.

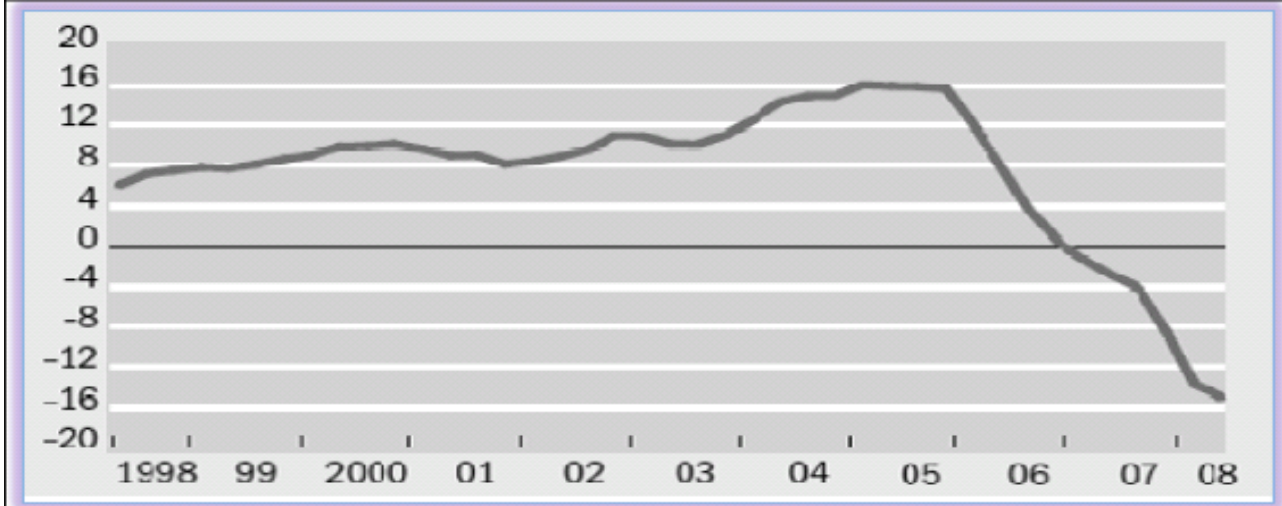
الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

3. إذا تأخر المقترض عن دفع أي قسط من القرض يحل أجله، فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو ثلاث مرات.
4. المدفوعات الشهرية خلال الثلاث سنوات الأولى تذهب كلها لسداد القرض.

2. انفجار الازمة في الولايات المتحدة الامريكية¹

مع بداية عام 2006 وحدث حالة من التشبع للتمويل العقاري، ونتيجة للعرض الكبير والطلب المتواضع على المنازل اتجهت أسعارها نحو الانخفاض وهذا ما يوضحه الشكل رقم (12) هذا ما أدى بالاحتياطي الفدرالي الأمريكي الى رفع أسعار الفائدة من 1% عام 2004 الى 5,25% عام 2007، وبذلك اصبح الافراد المستفيدين من قروض Subprime غير قادرين على سداد الأقساط المستحقة عليهم، فانفجرت فقاعة الرهن العقاري، وازدادت معدلات حجز البنوك لمنازل من لم يستطيعوا السداد لترتفع من 272000 الى 635000 منزل خلال الفصل الثاني من 2006 الى الفصل الثالث ل 2007 حسب ما يوضحه الشكل رقم (13)، وفقد أكثر من 2 مليون امريكي ملكيتهم لهذه العقارات، والبنوك لم تستطع تحصيل كامل أموالها حتى بعد عملية الاستلاء والبيع، فطالب المستثمرون في السندات بحقوقهم لدى شركات التأمين، فأعلنت اكبر شركة تامين في العالم AIG عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها اتجاه 64 مليون عميل تقريبا.

الشكل رقم (12): الرقم القياسي لأسعار المنازل في الولايات المتحدة الامريكية خلال الفترة 1998-2008.

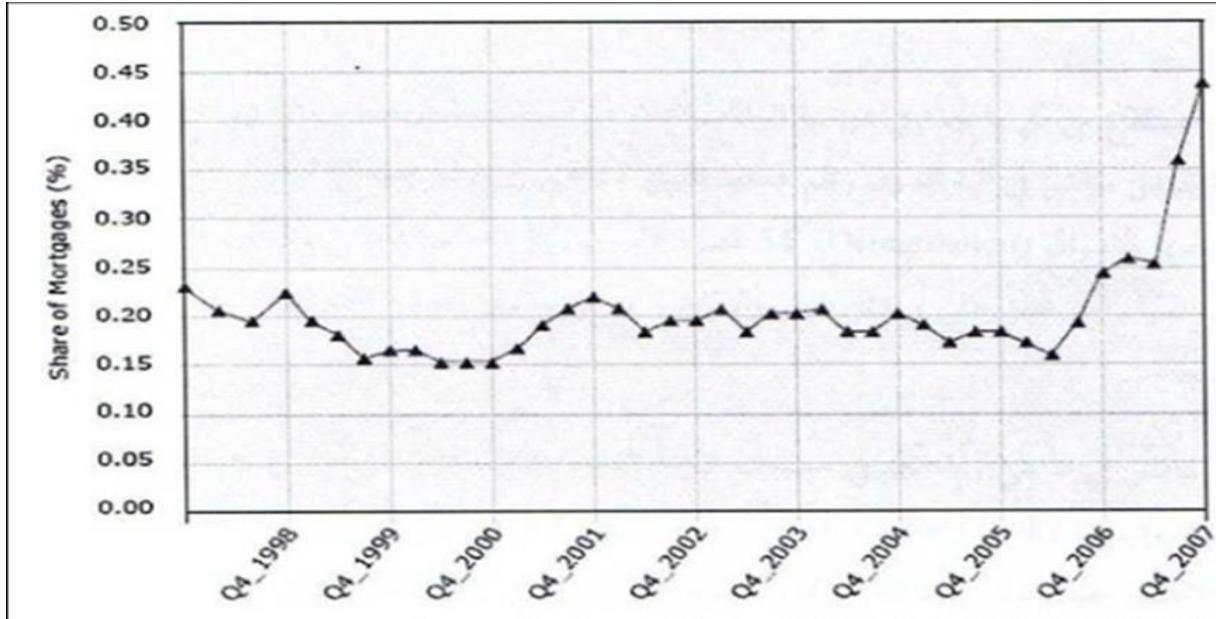


المصدر: عكاش مسيفة، العولمة المالية ودورها في حدوث الازمات المصرفية، "دراسة مقارنة بين أزمات الدول الناشئة وازمة الرهن العقاري"، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر-3-2013، ص 136.

ومع ارتفاع أسعار الفائدة بداية من سنة 2004 بصفة تدريجية الى ان وصلت الى 5,25 % سنة 2006، وانخفاض الأسعار بداية من هذه السنة، أدى الى ارتفاع حالات التعثر والإفلاس، وهو ما نلاحظه فالشكل الموالي.

¹ عكاش مسيفة، مرجع سبق ذكره، ص ص 135، 136.

الشكل رقم (13): معدل التخلي عن العقارات



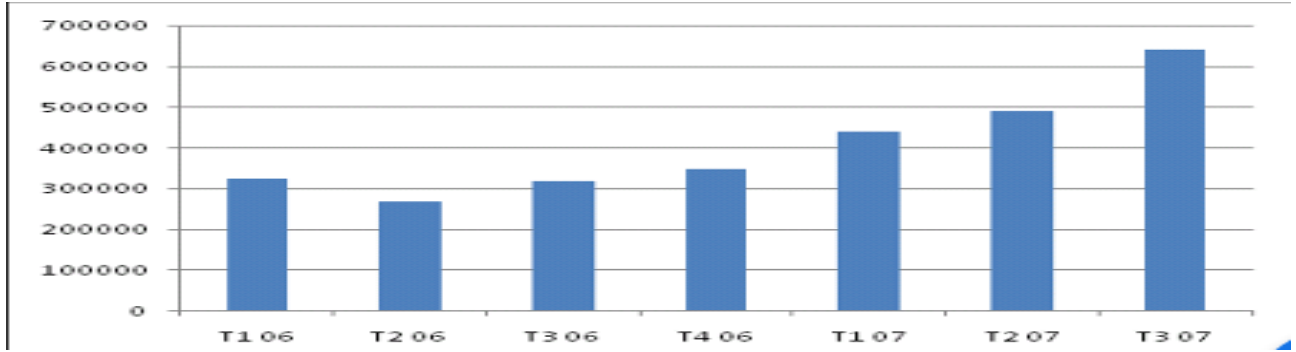
المصدر: فارس بن ررق، مواجهة الازمات المالية العالمية بين تدابير صندوق النقد الدولي وخطة الإنقاذ الامريكية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاديات الاعمال والتجارة الدولية، جامعة سطيف1، 2013، ص 24.

ان ارتفاع حالات التخلي عن الرهن العقاري كان بين أولئك المقرضين الذين تحصلوا على قروض النينجا والتي تشير الى عدم وجود دخل او وظيفة او أصول، فقد كان اغلبهم يرغبون في تحقيق الأرباح، ولكن احلامهم تبخرت عند توقف ارتفاع أسعار العقار، فاضطروا الى التخلي عن التزاماتهم فارتفع عدد المتخلين عن الرهن العقاري من 170 ألف الى 284 ألف في نهاية 2006، وواصل عددهم في الارتفاع على النحو المبين في الشكل أعلاه.

فتم الحجز على المنازل وعرضها للبيع (انظر الشكل الموالي)، وهو ما أدى الى زيادة العرض وبالتالي انخفاض أسعار العقار مرة أخرى، وزاد من هذا الانخفاض رفض أصحاب هذه المنازل الخروج منها، كما أضر انخفاض الأسعار بمقترضين اخرين بسبب عجزهم عن إعادة التمويل، فزادت حالات التعثر والافلاس وهو ما أدى الى الازمة.¹

¹فارس بن ررق، مرجع سبق ذكره، ص 25.

الشكل رقم (14): عدد المنازل التي تم الحجز عليها في الولايات المتحدة الأمريكية.



المصدر: عكاش مسيفة، العولمة المالية ودورها في حدوث الازمات المصرفية، "دراسة مقارنة بين أزمات الدول الناشئة وازمة الرهن العقاري"، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر-3-2013، ص 136.

امتدت الأزمة الى الأسواق المالية اذ ان المصارف كانت قد أصدرت أوراقا بضمانة هذه الوحدات السكنية وروجتها في الأسواق المالية الأمريكية، اذ انخفض مؤشر داو جونز الصناعي لاسهم الشركات الأمريكية الكبرى من 9258 نقطة الى 8579 نقطة الي بمقدار 679 نقطة وبمعدل 7,3%، اهم الأنشطة التي تأثرت بالأزمة المالية.

أدى الارتفاع الكبير على أسعار المنازل والعقارات وحالات الازدهار الى تفاؤل المستثمرين والمطورين والشركات العقارية الى مزيد من الإقراض لفئات ذات مخاطر مرتفعة ودخول محدودة، وشجع ذلك مؤسسات مالية لمنح قروض مالية لأشخاص او مؤسسات بدون ضمانات، ومنحت قروض احتمالات سدادها محفوفة بالمخاطر على امل تحقيق أرباح اكبر، ولم تتردد المصارف والشركات المالية التي تتعاطى الإقراض العقاري في ابرام عقود ائتمان لمن اقدموا على شراء وحدات سكنية بهدف المضاربة والاستفادة من ارتفاع بدلات الايجار والتي كان يعول عليها لتسديد أقساط الديون المتوجبة على هذه العقارات.¹

خلافا للسندات المالية المصنفة والعقود الآجلة المتداولة في البورصة فان هذه الالتزامات المهيكلة والمضمونة بالقروض CDO، لا تتداول في الأسواق والبورصات، وتتداول بدلا من ذلك في معاملات الأسواق خارج البورصات، (سوق المشتقات)، وتعمل أسواق البورصات كوسيط في كل عمليات البيع.

في أسواق المشتقات يكون التداول ثنائيا بين الزبون والمتعامل، ولا يتم الإفصاح عن أسعار التداول واحجامه، كما ان الية معرفة الأسعار غير شفافة، ولا توجد هيئة مراقبة الأسواق لتحديد اين توجد المراكز الهامة

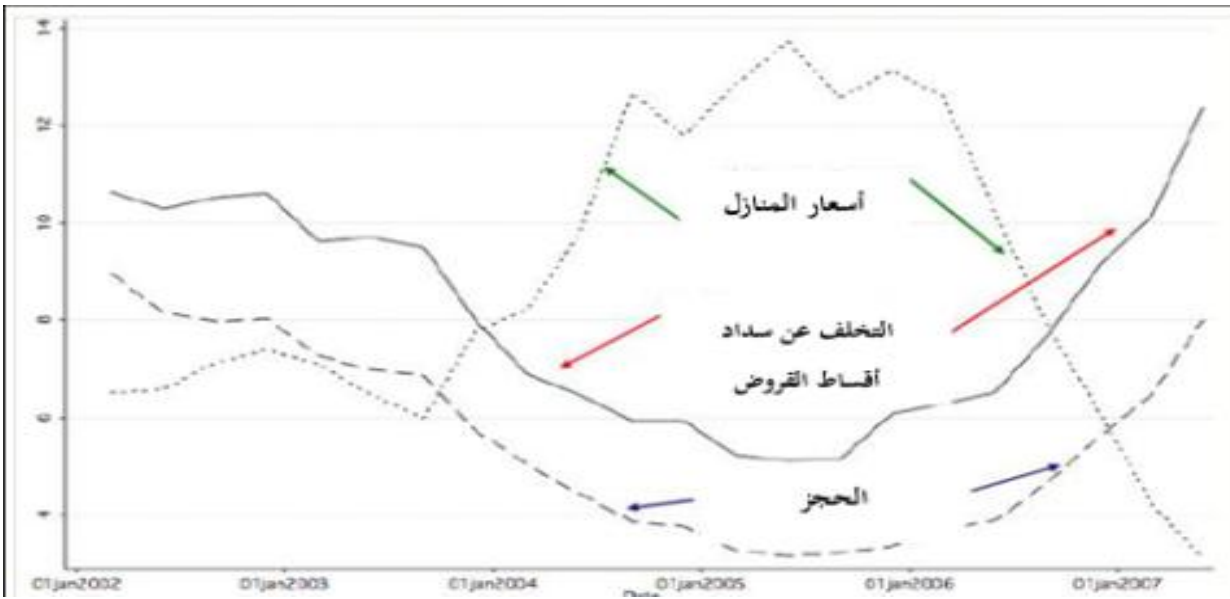
¹ موسى عبد العزيز شحادة، الازمة المالية والصيرفة الإسلامية، المؤتمر المصرفي العربي السنوي، دبي، يومي 19-20 افريل 2009، ص 3.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

او المعرضة للخطر، إضافة الى ذلك فان الأسواق خارج البورصات (غير المنظمة) لا يوجد لها سوق او سماسرة معينون من اجل توفير السيولة وضمانها،

عندما ضربت الازمة في شهر اوت 2007 السندات المضمونة بقروض عقارية ثانوية واجهت هذه الأسواق خطر السيولة في الوقت الذي كان فيه المستثمرون في مواقف استدانة عالية، مثل صناديق المضاربة، الذي تركهم في مراكز سيئة¹. انظر الشكل رقم (15):

الشكل رقم (15): تضخم أسعار المنازل والتخلف عن سداد أقساط القروض العقارية وحالات العجز على المنازل



المصدر: بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الازمة المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة سطيف، 2013، ص 160.

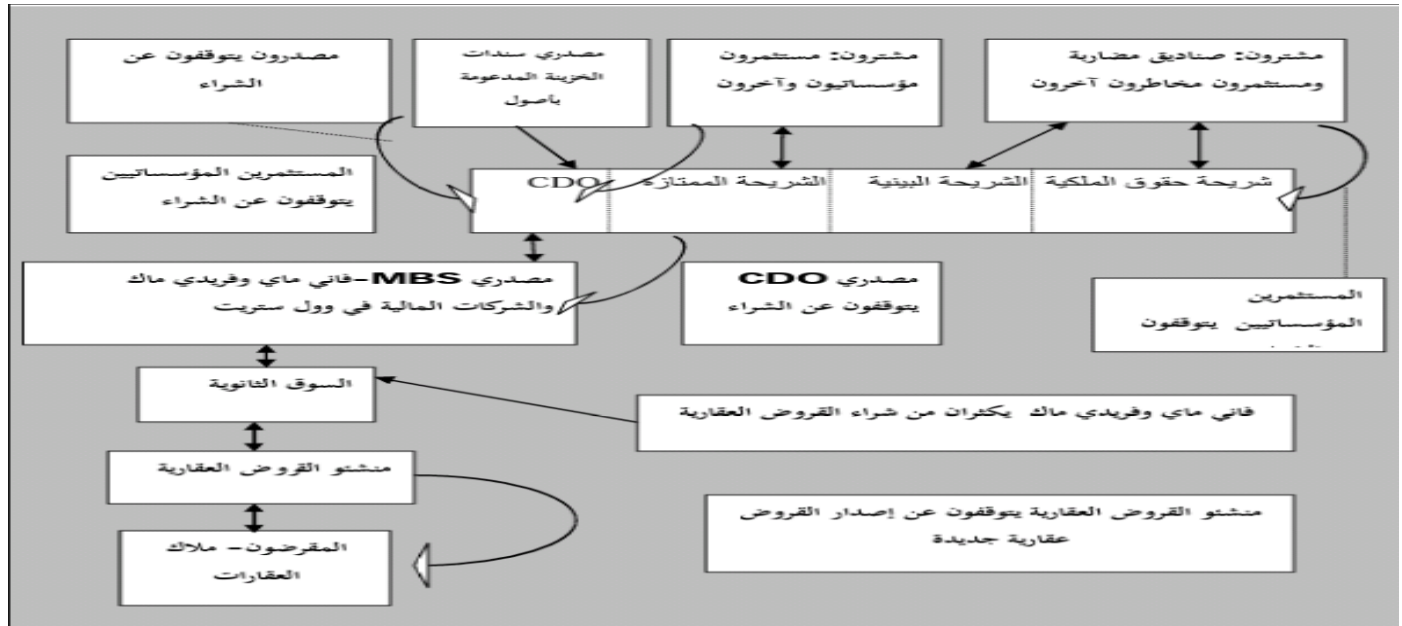
فيما يخص الشرائح الممتازة (تقوم صناديق المضاربة بالاقتراض على أساس قيمة أصولها وعندما تفقد هذه الأصول قيمتها يصبح من الضروري إيجاد رؤوس أموال جديدة او بيع الأصول من اجل سداد القرض)، وقد تفاقم الموقف لأنه في غياب التداول لم تكن هناك أسعار للسوق تستخدم كمقياس مرجعي ولا اية طريقة لتحديد قيمة مختلف شرائح المخاطر، ونتيجة لذلك توقفت صناديق المضاربة عن التداول ولم تعد هناك أسواق للالتزامات المهيكلة المضمونة بقروض CDO وما يتصل بها من أسواق مشتقات الائتمان، ولم يتمكن مصدرو CDO من بيع ما لديهم من رصيد وتوقفوا عن اجراء إصدارات جديدة.

في ظل غياب المشترين عن السوق الثانوية لم يتمكن مصدرو القروض العقارية الثانوية من بيع القروض التي ابرموها الامر الذي جعلهم في وضعية صعبة، وعدد كبير منهم عبارة عن شركات تمويل رسملتها ضعيفة

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

وغير منظمة، وبدورها قامت البنوك التي تتعامل مع هؤلاء المصدرين بسحب التمويل منهم وعجز المصدرين عن تحمل رصيد القروض المتراكم لديها التي اصدروها، وتوقفوا فوراً عن منح قروض جديدة، وقدم بعضهم طلبات للحماية من الإفلاس، وبدورهم لم يتمكن أصحاب الملكية المرتقون وأصحاب المنازل المالكون الذين يطلبون إعادة تمويلهم من الحصول على قروض عقارية غير متوافقة، الأمر الذي حال بين من لديهم مشكلات في السداد وبين إعادة تمويلهم تجنباً للتعثر، وعرف الطلب تقلصاً في سوق الإسكان.¹

الشكل رقم (16): الرحلة المعقدة التي يقطعها قرض عقاري من المصدر الأصلي الى المشتري النهائي.



المصدر: بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الازمة المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة سطيف، 2013، ص 160.

في نفس الوقت الذي توقفت فيه صناديق المضاربة والمستثمرين الآخرين عن شراء الشرائح العالية المخاطر للقروض العقارية الثانوية، توقف حاملو سندات الخزينة المضمونة بقروض عقارية (أي سندات الخزينة للشركات التي عادة ما تكون أعلى درجة على سلم الجدارة الائتمانية) عن شراء سندات الخزينة المضمونة بأصول عقارية، بعدما تبين لهم ان الأصول التي كانت بحوزتهم كانت شرائح مصنفة من الدرجة الاستثمارية للقروض الثانوية، لقد كانت الائتمانية المرتفعة في وقت ما كافية لتحقيق حالة عدم اليقين بالنسبة للمستثمرين فيما يخص مخاطر الائتمان ولكن انهيار أسعار شرائح حقوق الملكية والشرائح البينية دفع المستثمرين الى إعادة تقييم شرائح الفئة الممتازة، وكان على البنوك الكبرى والشركات المالية التي تنشط في البورصة الذين كانوا قد منحوا خطوطاً ائتمانية لوكلاء أدوات التوظيف المهيكلة الذين اصدروا سندات خزينة مضمونة ان ينفذوا هذه الالتزامات.

¹ مبارك بوعشة، الازمة المالية: الجذور، الأسباب والافاق، الملتقى الدولي: الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية: السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الازمة المالية والاقتصادية، جامعة سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص 31.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

وكانت البنوك تستخدم هؤلاء الوكلاء في حفظ القروض العقارية خارج دفاتها ولنفاذي اشتراطات كفاية راس المال المتصلة بذلك، وفجأة كان من الضروري إعادة تلك الأصول الى ميزانيات تلك البنوك والشركات المالية الكبرى لوصول ستريت في شكل حقوق واجبة السداد، وقد تطلب ذلك منها الحصول على تمويلات جديدة لتغطية الأموال الخاصة بقروض الوكلاء، وبذلك تضيف الى النظام المالي المزيد من الطلب على الائتمان في وقت كان يعاني فيه من شح الائتمان.

كما لعبت صناديق المضاربة والمستثمرون الساعون الى تحقيق عائد كبير دورا حاسمة في انتشار هذه الازمة على المستوى الدولي، وعندما انهارت أسعار الشرائح عالية المخاطر لم يتمكن المستثمرون من تغطية مراكزهم الخاسرة، ثم عندئذ بيع أصول أخرى (خاصة تلك التي لها أرباح كبيرة غير مستحقة مثل أسهم الأسواق الناشئة) من اجل الوفاء باستحقاقات القروض المضمونة بأوراق مالية او تعويض الخسائر، وهبطت أسواق الأسهم على مستوى العالم كما هبطت بشكل مماثل قيمة معظم عملات الأسواق الناشئة.

وقد أدى افتقار سوق المعاملات خارج البورصة الى الشفافية الى تفاقم المشكلة، لان المستثمرون قد صاروا فجأة ينفرون من المخاطرة، ولم يكن باستطاعتهم معرفة من هو معرض لمخاطر القروض الثانوية أكثر من غيره ومن هو ليس معرضا، وقد جذبت السندات المضمونة بقروض عقارية عالية المخاطر أكثر من المستثمرين من غير الأمريكيين.¹

¹ بوعكاز نوال، مرجع سبق ذكره، ص 162.

ويمكن تلخيص أزمة الرهن العقاري في الشكل التالي:

الشكل (17): أزمة الرهن العقاري



المصدر: بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة سطيف، 2013، ص 164.

يمكن تلخيص المراحل التي مرت بهم هذه الأزمة كالتالي:¹

1. ابتداءً من سنة 2001 زادت البنوك الأمريكية من تمويل القطاع العقاري، وذلك بتوسيع نشاطاتها عقب أزمة الانترنت 2000 التي ألحقت بها خسائر كبيرة بالقطاع المالي، وكذلك لاستخدام مواردها استخداماً أمثلاً، وقد ساعدها على ذلك الموقف المتساهل للإدارة الأمريكية التي شجعت مواطنيها على امتلاك العقارات من خلال سلسلة من الإعفاءات الضريبية والإعانات خاصة من قبل الإدارة الفدرالية Federal housing administration. ولم تكتفي البنوك بتقديم القروض للزبائن من ذوي القدرة على التسديد، بل وسعت نطاق

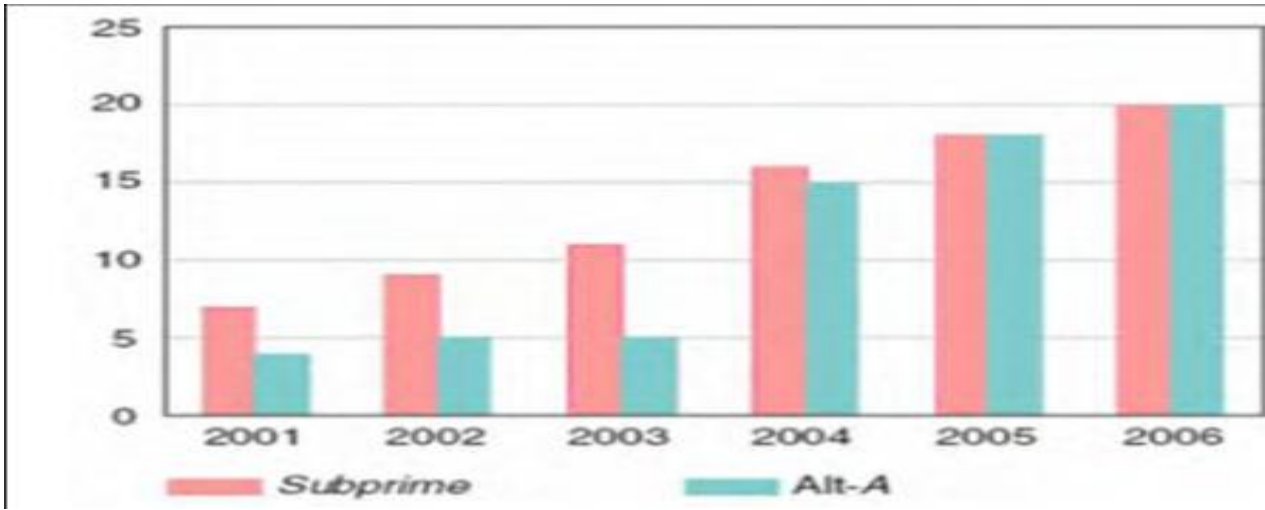
¹ سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص ص 130، 134.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

تقديم القروض العقارية ليشمل الأشخاص الذين لا تتوافر فيهم شروط الملاءة المعهودة والقدرة على تسديد الديون، وتعرف القروض الممنوحة باسم Subprime.

والشكل التالي يبين نسبة هذه القروض من إجمالي القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة ما بين 2001-2006:

شكل رقم (18): نسبة قروض Subprime من إجمالي القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية (2006-2001) %.



سرازمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008- دراسة تحليلية- مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية، جامعة منتوري- قسنطينة، 2012 ص 132.

من خلال هذا الشكل يتضح لنا أن حجم قروض Subprime الممنوحة خلال الفترة 2006-2001 تمثل النسبة الأكبر من إجمالي القروض العقارية الممنوحة في نفس الفترة في الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك رغم خطورتها الناتجة عن ضعف ملاءة المستفيدين منها مما يعرض المؤسسات المقرضة لخطر عدم التسديد، لكن السبب الذي شجع هذه المؤسسات على التوسع في منح هذا النوع من القروض هو إمكانية التنازل عنها وتحويل مخاطره من خلال عملية التوريق.

2. لجوء البنك بعد منح هذه القروض الى توريقها لعدة أسباب أهمها:

- ❖ التخلص من الاخطار التي تمثلها هذه القروض على البنك بإخراجها من ميزانيتها، وهذا ما يفسر عدم اهتمام البنوك بالتحري الدقيق حول ملاءة المقترضين.
- ❖ الحصول على السيولة اللازمة لمواصلة عمليات الإقراض وزيادة العائد، خاصة في ظل انخفاض أسعار الفائدة، مما يجعل تكلفة إعادة التمويل منخفضة.
- ❖ التقليل من الحاجة للأموال الخاصة والتخلص من القيود القانونية.

وحتى تتمكن المؤسسات المشرفة على عمليات التوريق، من توزيع الأوراق المالية المسندة للقروض العقارية MBS على مختلف فئات المستثمرين، كان من الضروري الحصول على تقييم وكالات تقييم الجدارة الائتمانية التي لم تتردد في منح معظم هذه الأوراق المالية النقطة AAA، بما فيها CDO التي عبارة عن عملية إعادة تغليف الديون، أي إصدار أوراق مالية مسندة الى عدد كبير ومتنوع من الديون المورقة مثل (CBO, CLO, CFO.....) إضافة القروض العقارية من نوع Subprime، وهذا وبالرغم من الخطورة الكبيرة التي تمثلها هذه القروض. كما نالت نفس النقطة المنتجات الناشئة عن التوريق الاصطناعي والمتمثلة في مشتقات الائتمان CDS.

ونظرا لحدثة هذه المنتجات التي تعرف بالمنتجات المهيكلة Les produits structurés وطبيعتها المعقدة وافتقادها للشفافية، فانه من الصعب حصر درجة خطر عدم الدفع المرتبطة بها، مما يجعل تقييمها غير دقيق ولا يستند الى معايير موضوعية، خاصة وان وكالات التتقيط المسؤولة عن هذه النقطة كانت تجمع بين وظيفتين في نفس الوقت، وظيفة تقديم الاستشارات للبنوك حول تصميم هذه المنتجات، ووظيفة تقييمها عندما يطلب منها البنك ذلك، مع العلم ان هذا الأخير هو الذي يدفع لها عمولتها في الحالتين مما دفعها الى التساهل وإعطاء نقاط جيدة، مما يعني تزويد السوق بمعلومات غير دقيقة تجعله يفقد الشفافية ويبعد عن الكفاءة ويساهم في زعزعة الثقة بين المتعاملين.

3. هذه الإجراءات السابقة أدت الى زيادة الطلب على العقار وارتفاع أسعاره، أي نشوء فقاعة مضاربة حول هذا القطاع، مما عزز موقف البنوك ودفعها الى التمادي في هذه السياسة الائتمانية، لاعتقادها ان القيمة المرتفعة للعقارات تعزز الضمان وتقلل من المخاطر التي يتحملها البنك، وبالموازاة مع ذلك انتقلت فقاعة المضاربة الى الأصول المالية الناتجة عن توريق القروض العقارية خاصة CDO وCDS، حيث لقيت هذه المنتجات رواجاً كبيراً بعد التتقيط الجيد الذي حصلت عليه، فازداد الطلب عليها لقناعة السوق بانها لا تحمل مخاطر عالية مقارنة بعوائدها المرتفعة، اذ بلغ حجمها نهاية 2007 ما يقارب 3000 مليار دولار بالنسبة ل CDO و58.888 مليار دولار بالنسبة ل CDS، وذلك حسب تقرير بنك التسويات الدولي (BRI).

4. نتيجة لكون القروض العقارية تحمل أسعار فائدة متغيرة، حيث كانت في سنة 2004 تقدر بنسبة 1% أصبحت في سنة 2007 تقدر بنسبة 5,25%، توقفت العديد من العائلات الامريكية عن دفع مستحقات القروض، مما دفع بالبنوك الى طرح تلك العقارات للبيع، ومن جهة أخرى قامت العائلات الامريكية برهن تلك العقارات لدى مؤسسات مالية أخرى للحصول على قروض رهنية من الدرجة الثانية، وهي قروض على درجة

عالية جدا من المخاطر مما جعل الفوائد المفروضة عليها عالية أيضا، يتم تداولها على أساس العقارات المرتبطة بها. فازدادت الالتزامات المرتبطة بالعقار الواحد، وأصبحت الديون المرتبط به أكثر بكثير من قيمته. وهكذا تراكمت الديون، وتراجعت أسعار العقارات في السوق الأمريكي، وتفاقم خطر عدم الدفع او الخطر الائتماني، ومن ثم انهارت المؤسسات المالية ومؤسسات التمويل وضمان القروض Freddie و Fanni Mea و Mac، وانتقلت العدوى المالية الى البنوك والصناديق الاستثمارية التي اقتنت الأوراق المالية الناتجة عن تمويل القروض العقارية والتي أطلق عليها فيما بعد مصطلح الأصول السامة Les Actifs Toxiques، وكان افلاس صندوق استثمار تابعين لبنك الاستثمار الأمريكي Bear Stearns بمثابة الفتيل الذي أشعل الأزمة. نتيجة لذلك واجهت البنوك أزمة سيولة خطيرة بفعل انحصار نشاط السوق ما بين البنوك، وتدخل البنك الفدرالي الأمريكي، ابتداء من أوت 2007، وكذلك البنك المركزي الأوروبي بضخهما لمبالغ هائلة بلغت 450 مليار دولار من خلال السوق النقدي لتفادي وقوع أزمة نظامية ومعالجة أزمة السيولة التي أصبحت تعاني منها الأسواق المالية العالمية والأمريكية على الخصوص.

المطلب الثالث: أسباب أزمة الرهن الأمريكية

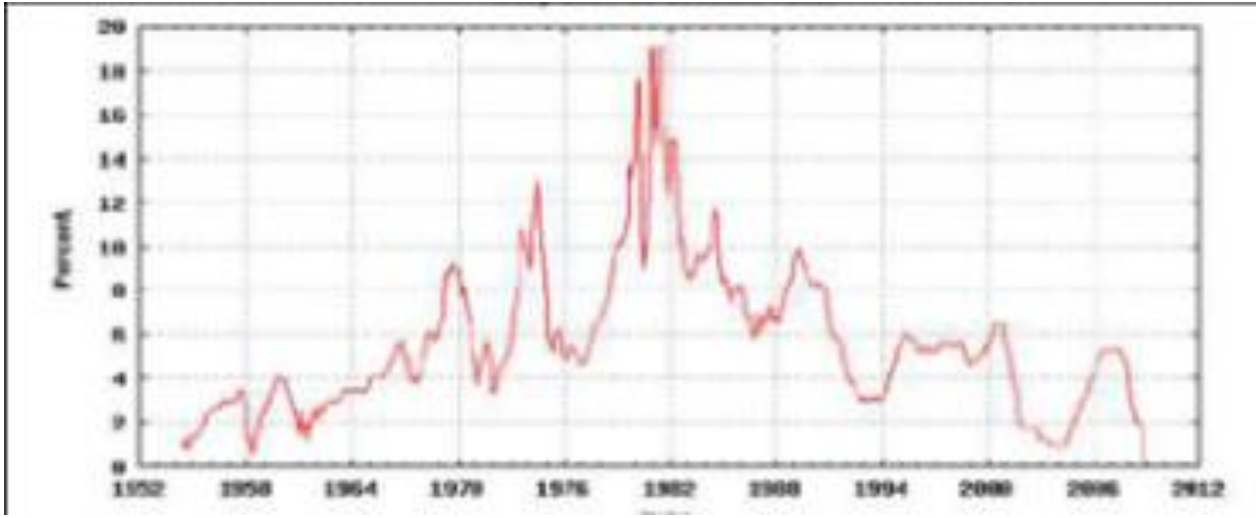
لقد تطرقنا فيما سبق الى جذور أزمة الرهن العقاري والتي يمكن اعتبارها انها أسباب يمكن ان تؤدي الى أي أزمة على خلاف أزمة الرهن العقاري، وفي هذا المطلب سنحاول التطرق الى الأسباب التي عجلت بظهور أزمة الرهن العقاري.

أولا: تقلبات أسعار الفائدة وانخفاض أسعار العقار

لقد منحت قروض الرهن العقاري بمعدل فائدة متغير ومرتبطة بسعر فائدة البنك المركزي، وهذا يعني ان الأعباء المالية للتسديد عند الانطلاق تكون منخفضة لاجتذاب المقترضين ثم تزيد بالتدرج، وإذا تأخر المدين عن سداد أي دفعة تضاعفت أسعار الفائدة، كما ان المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاث الأولى تذهب كلها لسداد الفوائد، مما يعني ان المدفوعات لا تذهب الى ملكية جزء من العقار الا بعد مرور ثلاث سنوات، وعلى اثر انفجار فقاعة الانترنت وبعدها احداث سبتمبر 2001، ونتيجة لانخفاض علاوة المخاطر، وكذلك الانخفاض في معدلات التضخم قام البنك المركزي للولايات المتحدة الأمريكية بخفض مؤشر أسعار فائدة الإقراض بين البنوك اكثر من عشر مرات من 6,5 نهاية عام 2000 الى نهاية عام 2001، وكان ذلك ادنى مستوى له عام 1961.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

الشكل رقم (19): تطور مؤشر أسعار الفائدة للاحتياطي الفيدرالي للإقراض ما بين البنوك للفترة جويلية 1954 الى ديسمبر 2008.



المصدر: العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة باتنة، 2013، ص 171.

واستجابة لانخفاض سعر الفائدة الرسمي انخفضت أسعار الفائدة السوقية فمثلا: انخفض سعر فائدة الليبور لستة أشهر من 5,36% في شهر جانفي 2001 الى 1,983% في شهر ديسمبر من نفس السنة. وبذلك يكون هامش أسعار الفائدة للعملاء المفضلين والعملاء ذوي المخاطر العالية قد انخفض بأكثر من ثلاث نقاط مئوية خلال الفترة (2001-2004) وهو ما ساهم في زيادة حجم الإقراض لذوي المخاطر المرتفعة.

لقد أدى الانخفاض المستمر في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية الى غاية منتصف سنة 2004 الى تنشيط سوق السكن، من خلال زيادة الاستثمارات السكنية، وارتفاع أسعار العقار حتى أواسط سنة 2005، وبالتالي خلق شروط تكوين فقاعة مضاربة في قطاع العقار.

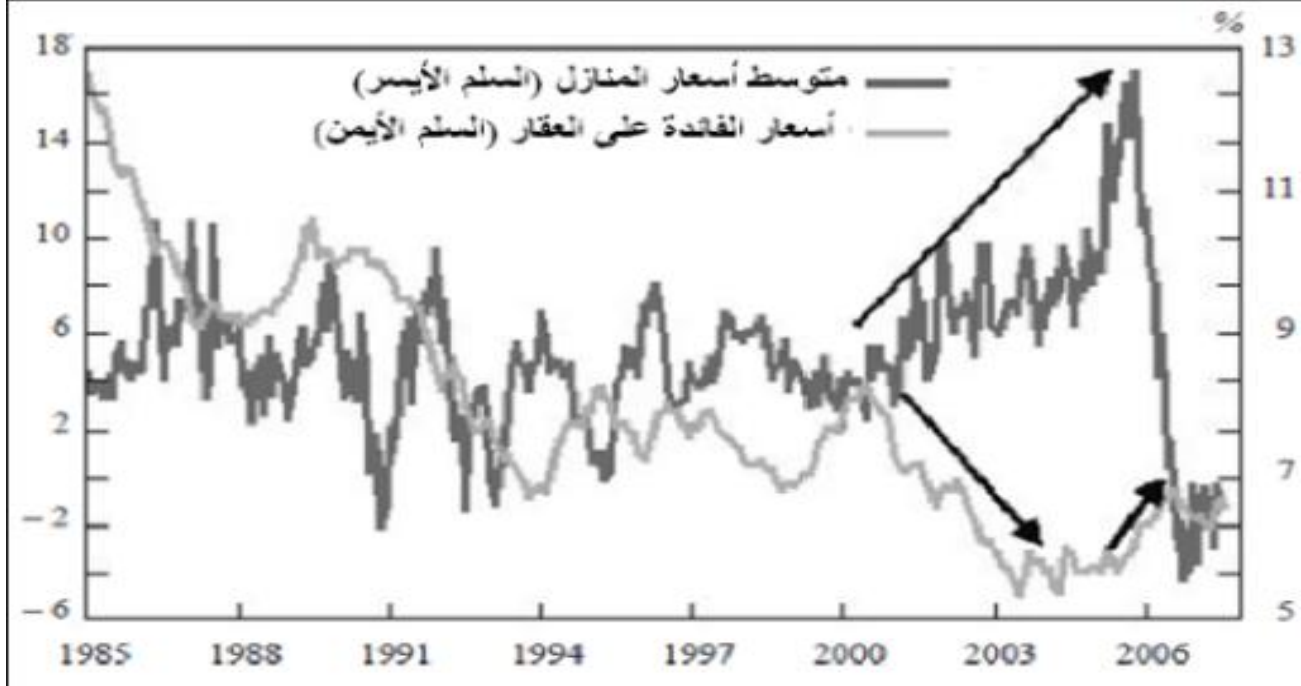
كان مبرر التوسع في الإقراض هو ان أسعار العقار كانت قد ظلت ترتفع سريعا ولم تنخفض على النطاق القومي في الولايات المتحدة الأمريكية منذ الثلاثينات من جهة، وجهة أخرى انخفاض أسعار الفائدة¹ (شكل رقم). ونتيجة للضغوط التضخمية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال عامي 2005-2006، حيث وصل معدل التضخم في هذين العامين حوالي 3,04% و 3,2% على التوالي، اتجه الاحتياطي الفيدرالي لارتفاع أسعار الفائدة، فارتفعت أسعار الفائدة فتضاعفت مشكلة القروض العقارية وأصبحت غير ممكنة الاحتمال لمعظم المقترضين من ذوي الدخل المتدنية وذوي المخاطر العالية وبدأت تظهر وبشكل جلي حالات التخلف عن السداد والحجز على الرهن، فقد بدأت حالات التأخر عن السداد بالارتفاع الملحوظ سنة 2001 لمختلف أنواع

¹العقون نادية، مرجع سبق ذكره، ص 170، 171.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

القروض العقارية دون تمييز حيث وصلت الى ما نسبته 16-20% لكافة أنواع القروض باستثناء القروض ذات أسعار الفائدة الثابتة، والتي سجلت نسبة اقل من 12% خلال الفترة 2001-2006. وقد صاحب ذلك ارتفاع حالات الحجز على الرهونات في السنوات 2007-2008 وخاصة في القروض ذات أسعار الفائدة المتغير.¹

الشكل رقم (20): علاقة أسعار المنازل بأسعار الفائدة.



المصدر: عبد الغاني بن علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، 2010، مرجع سبق ذكره، ص 99.

كما شهد قطاع البناء والتشييد تباطؤاً بين عامي 2000 و 2001 بعدما شهد فترة من النمو منذ عام 1991 الى منتصف عام 2005، فقد بدا ينهار منذ فيفري 2006 ففي سنة واحدة من التراجع بلغ ما يقارب 30% حتى أوائل 2007، كما انخفضت الاستثمارات السكنية ب 2,5% في الفصل الرابع من 2006، مما سجل انكماش ب 6,12% في السنة، كما انخفض مؤشر NAHB في ماي الى اقل من 50 علامة، وهو ما يدل على دخول قطاع البناء في الركود، وفي سبتمبر وصلت الى ادنى مستوياته التاريخية وقد أدى هذا الانخفاض في نشاط البناء الى تقلص في عدد وأسعار المعاملات العقارية، كما شهدت مبيعات المنازل الفردية بانخفاض اكثر من 20% منذ جويلية 2006 (و 37% بين اعلى نقطة في أكتوبر 2005 وفيفري 2007) اما مبيعات المنازل القديمة فاتبعت نفس المسار (80% من المبيعات الاجمالية).²

¹ عبد الغاني بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 98.

² عبد الغاني بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 99.

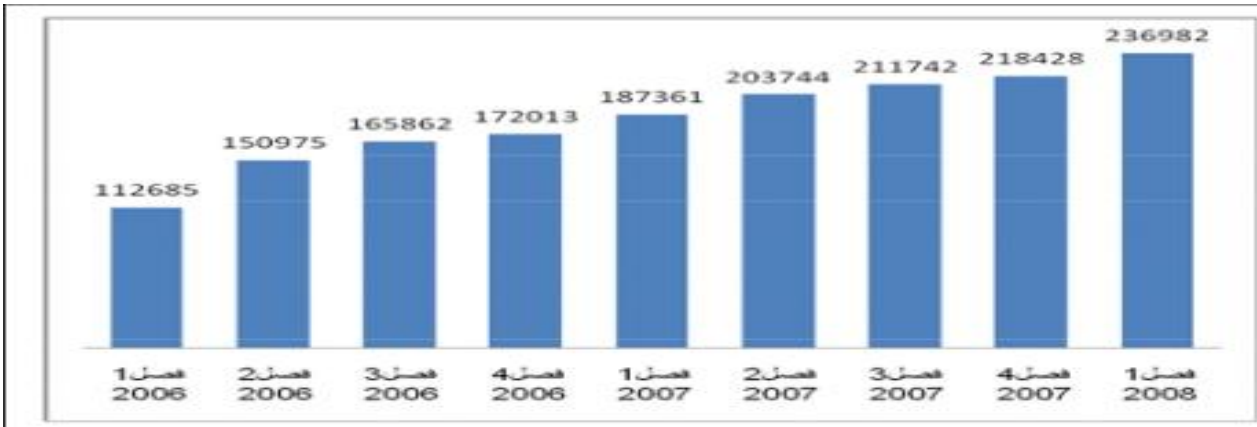
الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

ثانيا: التخلف عن السداد

لقد نظر بعض المراقبين للإنفاق الاستهلاكي بخوف، فقد انخفض معدل الادخار الشخصي الى مستوى متدني، وارتفعت مستويات الدين الاستهلاكي، وانخفض معدل حقوق ملكية العائلات الى مستوى متدن لم يحدث من قبل وأدى ذلك الى مخاوف من الا يكون الارتفاع في الاستهلاك الخاص مستداما وان ما يترتب على ذلك من ضعف يمكن ان يعصف بمسيرة الانتعاش، وقد جرى بشكل خاص التعبير عن مخاوف من احتمال تعرض المستهلكين لانهيال يعتبره الكثيرون فقاغة الإسكان في الولايات المتحدة الامريكية، نظرا للارتفاع المذهل في أسعار العقارات في بعض الأسواق. وهذا ما حدث فقد قدرت مؤسسة Mortgage Bankers Association حوالي 1,4 مليون منزل مرهون نتيجة عجز الملاك عن دفع قروضهم.

مع تقلب سوق العقار نتيجة معدلات التعثر، أي الحجز والتخلف عن السداد لأكثر من شهرين على قروض ARM تجاوزت بين 2005 وديسمبر 2007 من 2,6% الى 13% على جزء من القروض العقارية، ارتفع معدل التخلف عن سداد قروض الرهن العقاري الثانوية ككل من 10% في المتوسط الى 16% اوت 2007، وفي بداية أكتوبر 2007، ما يقدر ب 16% من قروض الرهن العقاري الثانوية تحت شروط (ARM) عرفت تأخر في السداد بأكثر من 90 يوما، او في مرحلة التصفية.

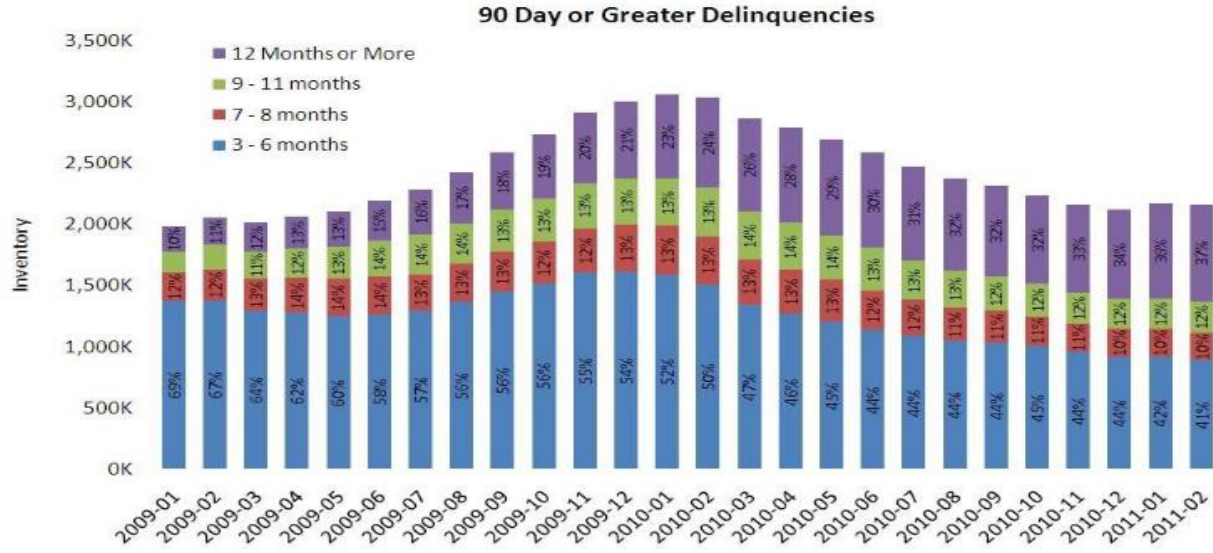
الشكل رقم (21): تطور عدد حالات افلاس العائلات في الولايات المتحدة (فصل 1/2006- فصل 1/2008).



المصدر: عبد الغاني عبد علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، 2010، ص 100.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

الشكل رقم (22): عدد الافراد المتخلفين عن السداد لأكثر من 90 يوما.



المصدر : المانسبع رابع، الهندسة المالية وأثرها في الازمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، نخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر-03-2011، ص 94.

ثالثا: دور وكالات التصنيف الائتماني

ان احدى السبل لتحقيق الأمان للمستثمرين في السندات التي تم توريقها من قروض الرهن العقاري، هو الشفافية بشأن المخاطر التي تنطوي عليها تلك السندات، وذلك يكون بتحديد جودتها من خلال احدى وكالات التصنيف الائتماني مثل مؤسسات (ستاندار أند بورز، فيتش وموديز)، ويتم التصنيف الائتماني لتلك السندات بالاعتماد على مجموعة من المعطيات من أبرزها:

- جودة محفظة القروض، التي تتوقف على ما إذا كانت هذه القروض مضمونة كلياً او جزئياً من مؤسسات حكومية او خاصة، وكذلك نسبة تغطية السندات، أي قيمة السندات المصدرة الى قيمة محفظة القروض.
- التوزيع الجغرافي للقروض المكونة للمحفظة.
- متوسط سعر الفائدة على القروض المكونة للمحفظة، فكلما ارتفع سعر الفائدة على تلك القروض، تحقق ضمان أكبر لحملة السندات.
- مدى احتمال سداد القروض قبل تاريخ الاستحقاق، فالسداد المبكر من شأنه ان يؤثر عكسيا على نسبة تغطية السندات.

وعلى هذا الأساس فان جودة القروض العقارية التي تتضمنها المحفظة، على ضوء العناصر المشار اليها، هي التي تحدد مدى قدرة الجهة المنشئة على الوفاء لحملة السندات بقيمة الفوائد إضافة الى القيمة الاسمية للسندات

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

في تواريخ استحقاقها، وهكذا تحدد جودة محفظة القروض مستوى المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات التي تم توريقها منها، والتي ينبغي ان يعوض عنها المستثمر بغلة تتناسب مع حجم تلك المخاطر. وتستخدم هذه الوكالات نظام الترتيب المتدرج الذي يبدأ بالدرجة (D) وينتهي بالدرجة (AAA) كما يظهر من خلال الجدول رقم (23).

الجدول رقم (23): موجز للترتيب الائتماني للأوراق المالية.

S&P'S	موديز	درجة مرتبة الاستثمار
AAA	Aaa	النوعية الأعلى
AA	Aa	نوعية عالمية
A	A	متوسط العالي
BBB	Baa	المتوسط
BB	Ba	مضاربة معتدلة
B	B	مضاربة
CCC	Caa	مضاربة مرتفعة
CC	Ca	نوعية رديئة
C	C	نوعية فقيرة بدون ربح
D	--	عجز و متأخرات

المصدر: العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" أطروحة مقدمة لنيل الدكتوراه، جامعة باتنة، 2013، ص 176.

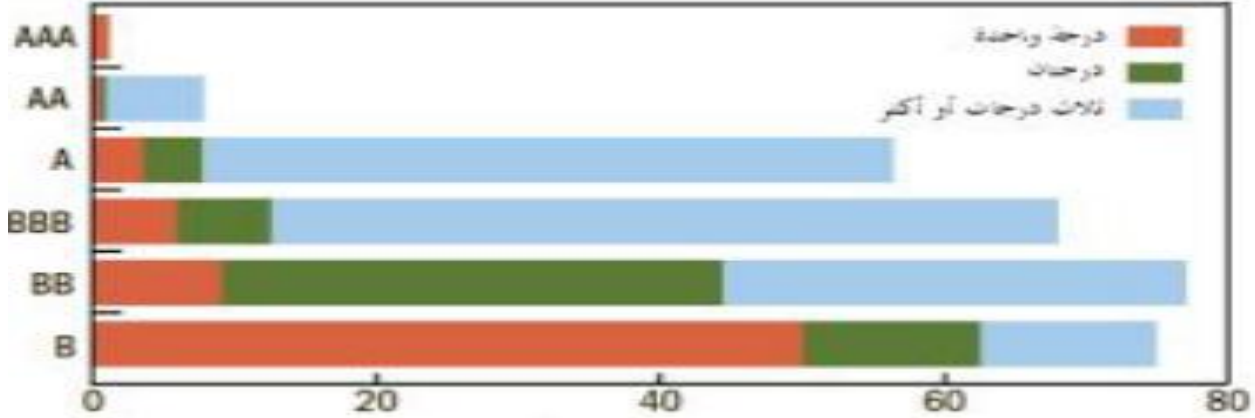
ورغم ان الديون العقارية ذات مخاطر مرتفعة، الا ان وكالات التصنيف الائتماني قامت بمنح السندات التي تضم مجموعة من هذه الديون عالية المخاطر تصنيفا مرتفعا (AAA) متحملة بذلك جزءا كبيرا من مسؤولية حدوث الازمة المالية.

ان التصنيف غير الدقيق، نتيجة لصعوبة حصر مخاطر عدم الدفع التي تكمن في هذه المنتجات، جعل الكثير من البنوك والمؤسسات المالية تمتلك هذا النوع من الأوراق المالية المهيكلة متجاهلة حجم المخاطر المعرضة لها، وهنا ظهر مشكل عدم تماثل المعلومات من خلال الشك حول نوعية المنتجات المالية، خاصة تلك المتعلقة بقروض الرهن العقاري، الشيء الذي أدى الى انخفاض قيمتها، وتراجع ترتيبها من المرتبة "AAA" بأكثر من مرتبة واحدة في نفس الوقت، وهنا ادرك المستثمرين ان احتمال تعرض الأوراق المالية الائتمانية المهيكلة للتدهور سريع وحاد اكبر من احتمال حدوث ذلك لسندات الشركات. انظر الشكل رقم (24).

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

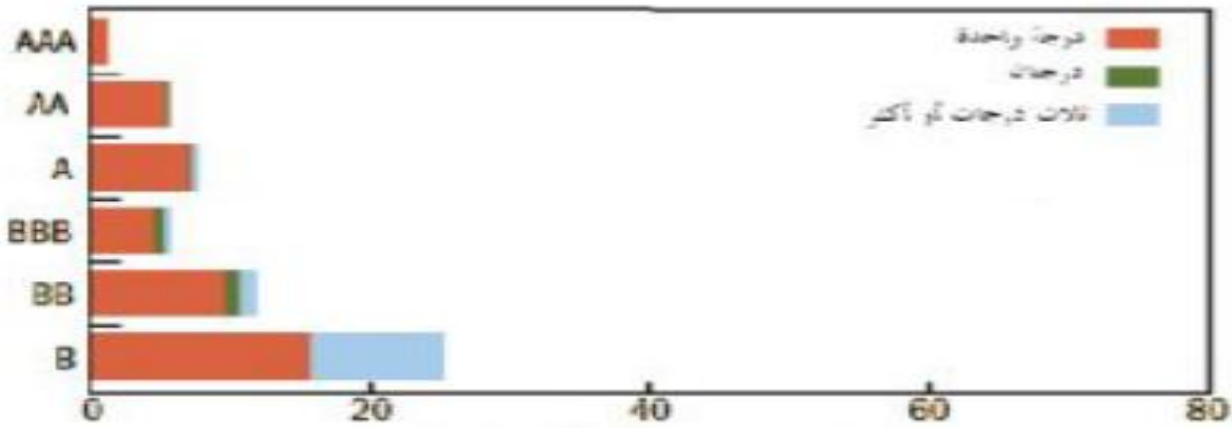
تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية.

الشكل رقم (24): الأوراق المالية المرتبطة برهون عقارية عالية المخاطر.



المصدر: العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج 'دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية' أطروحة مقدمة لنيل الدكتوراه، جامعة باتنة، 2013، ص 176.

الشكل رقم (25): الأوراق المالية للشركات.



المصدر: العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج 'دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية' أطروحة مقدمة لنيل الدكتوراه، جامعة باتنة، 2013، ص 176.

كما ان عملية التصنيف الائتماني لم تستند الى معايير موضوعية، لان وكالات التصنيف الائتماني تقوم بتقديم المشورة للبنوك حول تصميم هذه المنتجات، كما انها تلتقي اجراها من مصدري القروض الذين يطلبون التصنيف، وعليه فقد يكون لديها حافز لتصنيف الأوراق المالية المعنية بأعلى من قيمتها لتضمن قدرة مصدرها على جذب المستثمرين، وتتفادى عندما تتدهور الظروف، ان تنزل بمرتبة التصنيف الائتماني سريعا ليبدو ان لديها نظاما للتصنيف مستقرا وموثوقا به، ويتم التخفيف من هذه الحوافز المعاكسة، بدرجة ما على الأقل، بفعل

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

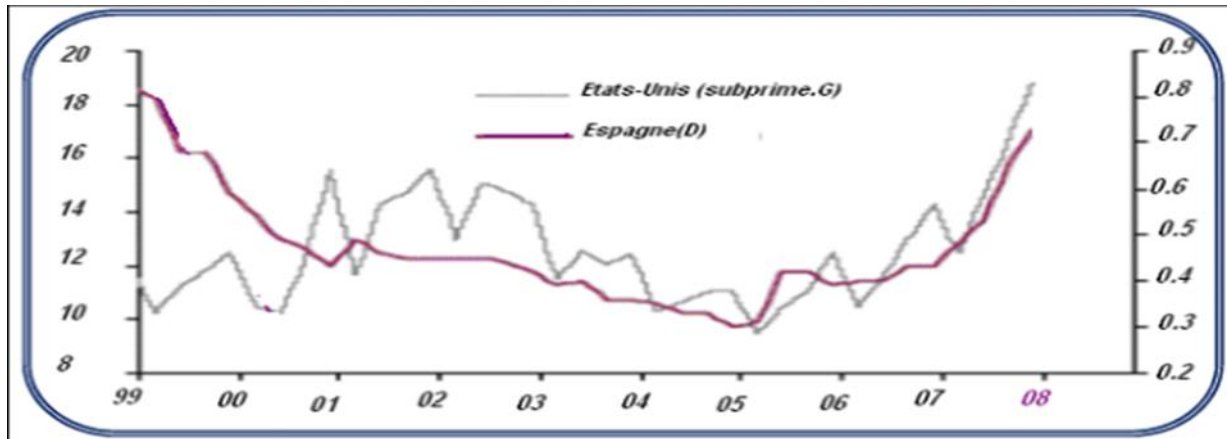
الحاجة الى الاتسام بالدقة والواقعية في عملية تحليل مخاطر الائتمان وذلك لضمان المصداقية والطلب النهائي على الأوراق المالية المصنفة، وتبين وفرات الحجم في جمع المعلومات عن المنتجات المركبة وتحليلها ان الإبقاء على مجالين مستقلين داخل الوكالة الواحدة امر مكلف وغير كفاء، وقد اقترح البعض ان تتولى الوكالات التنظيمية القيام بدور فحص تحاليل وكالات التصنيف ونمذجتها كمراجعة ثانية على الدقة، وهو ما يقتضي مقارنة الخبرة والنفقات الإضافية بحجم المنافع المتحققة.¹

رابعاً: ارتفاع تكلفة القروض ذات أسعار الفائدة المتغيرة

حدثت أزمة الرهن العقاري نتيجة القروض العقارية الممنوحة بمعدلات فائدة متغيرة، تتميز هذه القروض بانها ذات فائدة متغيرة، بحيث تتغير أسعار الفائدة السائدة في السوق، فقد سجل الفائدة على القروض ارتفاع من 1% عام 2004 الى 5,25% في عام 2007، ثم انخفض الى 4,75% في سبتمبر 2007. وتعتمد هذه القروض على فائدة متغيرة ترتفع بارتفاع الفائدة المركزية وتخفض لانخفاضها. وغالبا ما تكون الفوائد اعلى من فوائد السوق لمجرد نوعية العملاء.

فالأشخاص الذين كانوا يدفعون 700 الى 1000 دولار شهريا لسداد قيمة القرض، فجؤ بان القيمة ارتفعت الى قرابة 2000 الى 2500 دولار، وهذا ما جعل المستفيدين من الفئة المتوسطة والمنخفضة الدخل الى الإعلان عن قدرتهم على السداد، مما اضطر بشركات الرهن العقاري الى عرض منازلهم للبيع لتحصيل قيمة القرض، الامر الذي أدى الى خسائر كبيرة لهذه الشركات، وهذا ما يظهره الشكل رقم (26)، الذي يبين معدل عجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري،

الشكل رقم (26): معدل عجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري (%).

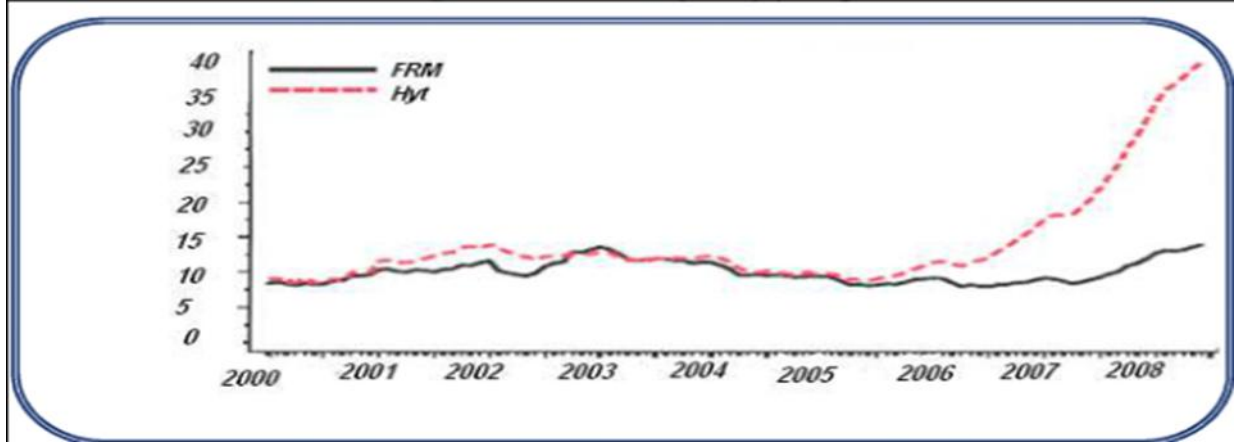


المصدر: قبائلي الحاجة، أزمة الرهن العقاري وإصلاح النظام المالي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد نقدي، جامعة وهران، 2013، ص 94.

العقون نادية، مرجع سبق ذكره، ص ص174، 176.¹

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

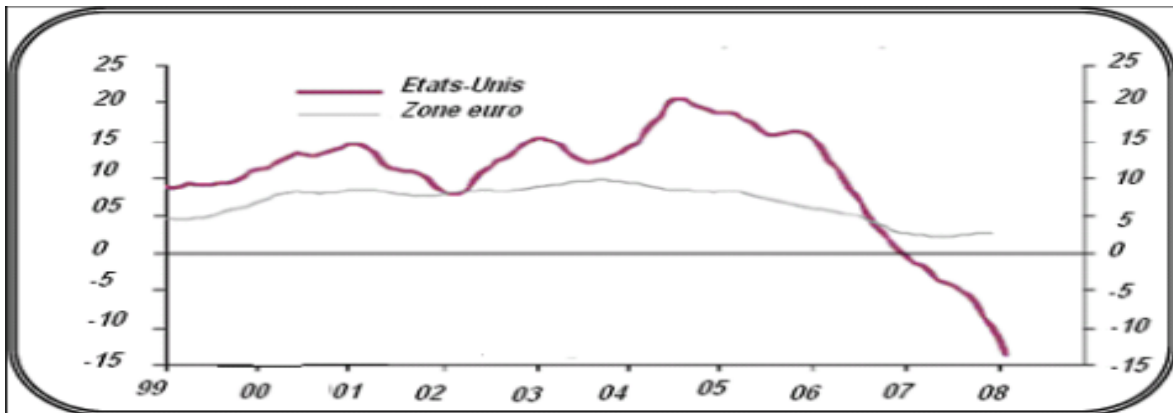
وقد أدى ذلك الى ارتفاع حلالا الحجز على الرهونات في السنوات 2008/2007، وخاصة القروض ذات أسعار الفائدة المتغيرة، وهذا ما يظهره الشكل رقم (27)، وهو ما أدى الى تراجع والانخفاض في قيمة العقارات. الشكل رقم (27): حالات العجز على الرهونات العقارية.



المصدر: قبايلي الحاجة، أزمة رهن العقاري وإصلاح النظام المالي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد نقدي، جامعة وهران، 2013، ص 95.

ففي " عام 2006 بلغ حجم التخلي عن سداد القروض المتعثرة ب 15% وكل 3% من الرهون العقارية المتأخرة السداد أدت الى زيادة القروض المتعثرة ب 340 مليار دولار". ففي الولايات المتحدة الامريكية تراجعت أسعار المنازل الى اقل من قيمة القروض، وهذا ما يظهره الشكل رقم (28)، الذي يظهر تراجع قيمة العقارات ابتداء من النصف الثاني من سنة 2007، كما انه زادت حدة الانخفاض في أسعار العقارات بالزيادة في العجز عن التسديد، وبذلك زادت خسائر المقرضين. اذ تضررت البنوك المختصة في القروض العالية المخاطر أكثر من غيرها من ارتفاع نسب الفوائد وتأثيرها على أوضاع المقرضين ذوي الدخل المتواضع.¹

الشكل رقم (28): تراجع أسعار العقارات (%).



المصدر: قبايلي الحاجة، أزمة رهن العقاري وإصلاح النظام المالي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد نقدي، جامعة وهران، 2013، ص 95.

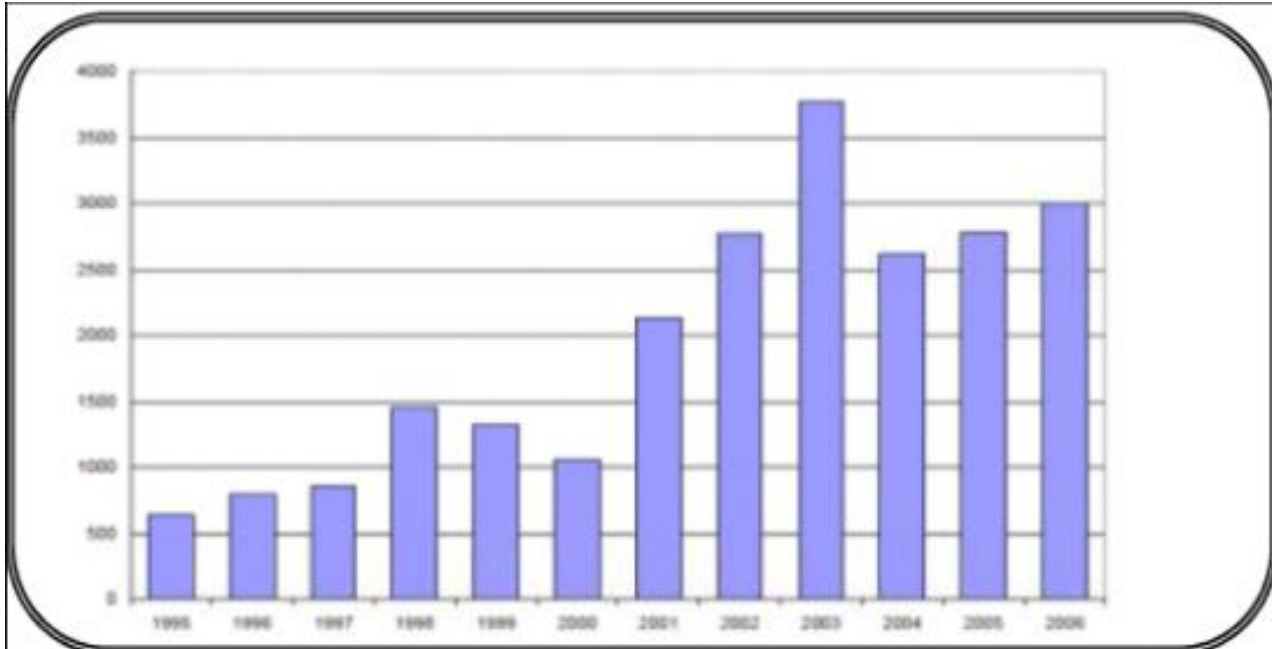
قبايلي الحاجة، مرجع سبق ذكره، ص 96، 97.¹

خامسا: التحول في الاستثمار لصالح القطاع العقاري

كنتيجة لانخفاض في أسعار الفائدة بمستويات كبيرة، وتراجع معدلات العائد على الاستثمار في قطاع تكنولوجيا المعلومات، أخذت قيم العقارات وبالتالي اسهم الشركات العقارية المسجلة في البورصة بالارتفاع بصورة مستمرة في الولايات المتحدة الأمريكية، وبذلك حصل تحول ظهر بوضوح في الاستثمارات بهدف السكن او الاستثمار طويل الاجل والمضاربة وبالتالي حص ارتفاع كبير في الطلب على القروض وخاصة القروض العقارية، مما أدى الى ارتفاع نسبة الإصدار السنوي لقروض الرهن العقارية الموجهة للعائلات الأمريكية، وهذا مبين في الشكل رقم (29)، ما أدى الى ارتفاع أسعار العقارات، "حيث قدر خبراء صندوق النقد الدولي ان اكثر من 40% من التمويل العقاري الممنوح في الولايات المتحدة الأمريكية كما هو في أواخر عام 2006 يعتبر غير متوفر على الشروط ومعايير التمويل السليم".

بينما الشكل رقم (30): يبين تطور أسعار العقار في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث من الشكل يظهر لنا ان العقار في الولايات المتحدة بلغ أقصاه في سبتمبر 2006 وجانفي 2007، وبدأت هذه النسبة في التراجع ابتداء من سبتمبر 2007.¹

الشكل رقم (29): الإصدار السنوي لقروض الرهن العقاري الموجهة للعائلات الأمريكية (مليار دولار).

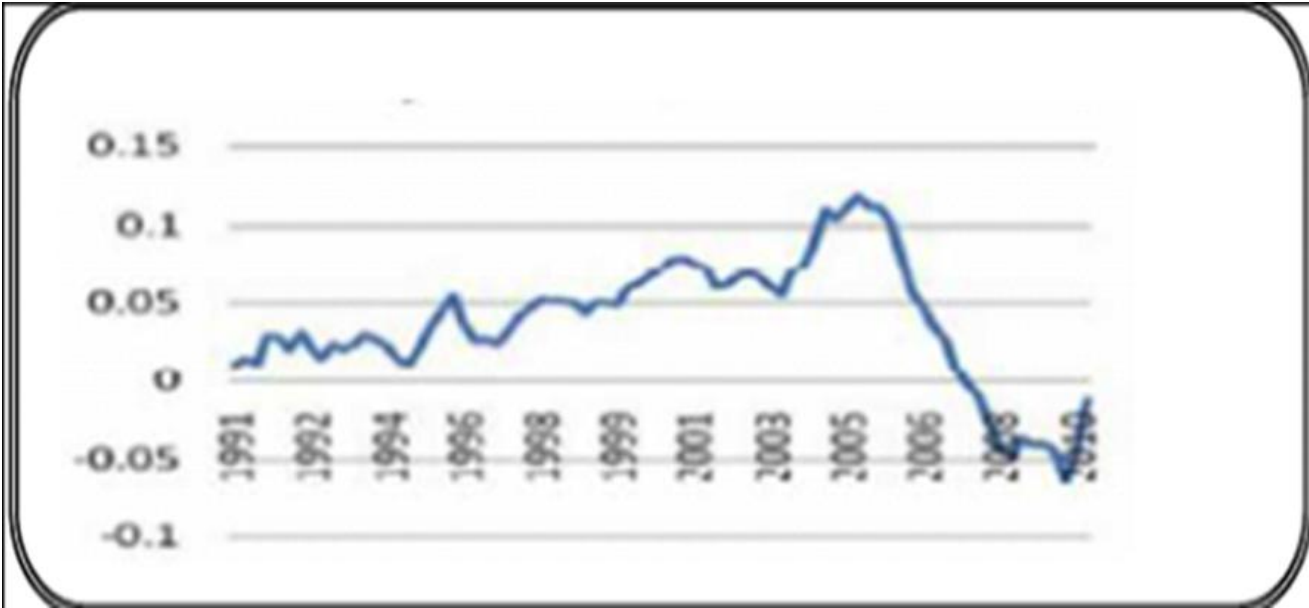


المصدر: قبايلي الحاجة، أزمة الرهن العقاري وإصلاح النظام المالي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد نقدي، جامعة وهران، 2013، ص 91.

¹قبايلي الحاجة، مرجع سبق ذكره، ص 90.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

الشكل رقم (30): تطور أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية.



المصدر: قبايلي الحاجة، أزمة الرهن العقاري وإصلاح النظام المالي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد نقدي، جامعة وهران، 2013، ص 92.

هذه الفقاعة في قطاع العقار الأمريكي شجعت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية، مما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق واسع بمساهمة مجموعة من العوامل التي شجعتها على الانتشار:

أ. إنشاء مؤسسات تمويل الإسكان NEW DEAL، التي أنشأت في عقد الثلاثينات من القرن الماضي، كانت موجهة لزيادة التمويل بتقديم قروض إسكان طويلة الأجل (20-30) بفائدة ثابتة، والتي أعطت أولوية لإسكان التملك.

ب. الحوافز الضريبية، والمتمثلة في اقتطاع الفوائد المدفوعة على قرض الإسكان من الدخل الخاضع للضريبة، واقتطاع ضريبة العقار المحلية من ضريبة الدخل الفيدرالية، والتي طبقت منذ عام 2006، بقيام الحكومة باقتطاع مبلغ التأمين المدفوعة لشركات التأمين على القروض العقارية من الدخل الخاضع للضريبة، إلا أن هذه الحوافز الضريبية لم تعمل على زيادة نسبة ملكية المنازل، بل شجعت المقترضين على الاستثمار في العقارات، حيث أن أكثر من 50% من القروض مرتفعة المخاطر قدمت لإعادة تمويل قروض عقارية موجودة بدلاً من شراء عقارات جديدة.¹

¹ قبايلي الحاجة، مرجع سبق ذكره، ص 92.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

خامسا: خسائر البنوك

لقد كانت خسائر أكبر البنوك والتي كانت مستتدة لقروض الرهن العقاري الثانوية بسيتي غروب CITIGROUP ب 37 مليار دولار، ويوبياس UBS ب 37 مليار دولار، وميريل لينش MERRILL LYNCH ب 24 مليار دولار، ومورغان ستانلي MORGAN STANLEY ب 18 مليار دولار. خلال الفصل الثالث والرابع من 2007 والفصل الأول من عام 2008. اما خسائر بنك ليمان براذرز LEHMAN BROTHERS فكانت حوالي 3,3 مليار دولار.

اما على الصعيد العالمي، وصلت خسارة البنوك المسجلة في الربع الرابع 2007 والربع الأول من عام 2008 الى ذروتها مقدرة بحوالي 166,5 مليار دولار و 168,6 مليار دولار، ولقد كان أكبر خسارة شهدتها البنوك خلال الربع الرابع من عام 2007، ومن أكبر البنوك الامريكية والتي سجلت انخفاض في صافي مداخيلها هي MERRILL LYNCH بانخفاض مقداره 174,7 % في مدة عام واحد (الربع الثالث 2007/2006) و CITIGROUP كذلك بانخفاض 57 %¹ (الجدول رقم (31)).

الجدول رقم (31): صافي مداخيل البنوك الامريكية والاوربية الكبرى (2007 / 2006).

التغير نسبة مئوية	صافي الدخل			
	الفصل 3-2006	الفصل 3-2007	الفصل 4-2007	
	أهم البنوك الأمريكية (مليار دولار)			
32.0-	5.44	3.7	3.3	Banque of Américain
79	1.59	2.85	3.2	Goldman sachs
2	3.24	3.3	3	Jp Morgan
57-	5.58	2.4-	9.83-	Citigroup
174.7-	3	2.24-	7.8-	Merill Lynch
	أهم البنوك الأوروبية (مليار أورو)			
135-	1.4	0.495-	7.57-	UBS
11.8-	1.27	1.12	3.35-	Société générale
16.7	1.2	1.4	0.77	Deutsche Bank
11.1-	0.9	0.8	---	Fortis banque
20.8-	1.68	2.03	1	BNP Paribas
17.4-	1.15	0.95	---	Crédit agricole

المصدر: عبد الغاني عبد علي، أزمة الرهن العقاري واثرها في الازمة المالية العالمية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، 2010، ص 104.

¹ عبد الغاني عبد علي، مرجع سبق ذكره، ص 103.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

سادسا: علاقة صناديق التحوط وشركات التأمين بأزمة الرهن العقاري

صناديق التحوط هي عبارة عن صناديق استثمارية تستعمل تقنيات التحوط ضد المخاطر المالية في الأسواق المالية، وهذه الصناديق تفتقر للشفافية في معاملاتها ولا تخضع لقيود تنظيمية وإشرافية لتنظيم عملها، وهو ما جعلها في كثير من الأحيان تشكل خطرا يهدد النظام المالي، ولعل ابرز مثال على ذلك أزمة الرهن العقاري التي كشفت عن المخاطر المترتبة عن تعامل صناديق التحوط في المنتجات المهيكلة، وقد قاد لانتشار هذه الظاهرة السيولة النقدية الهائلة والمكسب السريع الذي تحققه هذه الصناديق، إذ تسيطر على ثلث مداورات الأسهم، وبحوزتها أصول بقيمة تريليون دولار.

ونظرا لكون صناديق التحوط لا تتسم بالشفافية وتستنمر في مشروعات عالية المخاطر، فإنها استثمرت في سندات معتمدة على القروض الممنوحة في سوق الرهن العقاري، وأصبحت من أكبر المتعاملين في تجارة منتجات التوريق، فهي تمتلك حوالي نصف إصدارات التزامات الدين المعزز بضمان (CDO) (انظر الجدول رقم)، وحصتها مرتفعة خاصة بالنسبة للشرائح الأكبر مخاطرة وهي الشرائح الدنيا والوسطى (Equity & mezzantane)، والتي تعتبر أكبر عرضة لتراجع قيمة الأصول. فإذا كانت الخسائر على مجمع (Pool de ABS) أكبر بكثير من تلك المتوقعة من طرف الوكالات أثناء قيامها بتتقيط تلك السندات، فإن كل الشرائح الدنيا والوسطى تنهار كما تتعرض الشرائح الممتازة أيضا لهجمة. وتؤدي عملية إعادة تقييم المخاطر في النهاية إلى انهيار كل سلسلة التوريق، وهو ما حدث فعلا لصناديق التحوط التي أصبحت انطلاقا من مارس 2008 تعاني من شح السيولة، فمثلا قام صندوقا التحوط التابعان لشركة "بير- ستيرنز" و "البنك الاستثماري النيويوركي"، بجمع مئات ملايين الدولارات من مستثمرين أثرياء، واقترضا اضعاف المبلغ من أكبر البنوك في وول ستريت، وبدا التداول بسندات سوق القروض العقارية الثانوية حتى أعلنوا إفلاسهما. وقد شهد الوضع تدهورا كبيرا في اعقاب اتساع الأزمة المالية بشكل هائل في شهر سبتمبر 2008، حيث بيعت أصول سائلة بأسعار البيع الاضطراري، والغيت خطوط الائتمان المقدمة للصناديق التحوطية وغيرها من الوسطاء الماليين المعتمدين على الرفع المالي فيما يسمى "الجهاز المصرفي غير الرسمي".¹

¹العقود نادبة، مرجع سبق ذكره، ص ص 178، 179.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

الجدول رقم (32): المتعاملين بالتزامات الدين المضمونة (CDO).

Asset Managers	بنوك	صناديق التحوط	شركة التأمين	
18.8	24.9	46.5	9.8	المجموع (%)
5.8	14.5	12.1	6.9	AAA
4.0	3.5	4.0	1.2	AA
2.9	1.4	4.6	0.3	A
4.0	0.3	4.3	0.6	BBB
0.3	0.3	2.3	0.0	BB
1.7	4.9	19.1	0.9	Equité
564	746	1396	295	المجموع (مليار دولار)

المصدر: العقون نادية، العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة باتنة، 2013، ص 179.

ان البنوك ان لم تجد صعوبة في اقراض الفئات الأقل جدارة لان المخاطر يتحملها غيرهم، كشركات التأمين التي قامت بتأمين ديون البنوك، مما شجع هذه الأخيرة على الإقراض، وبيع القروض على شكل سندات، مع التأمين على هذه السندات. فمن يشتري هذه السندات يشتري ديونا مؤمنا عليها، ولذلك لا يهمله إذا كان المقترض قادر على السداد ام لا، وحيث ان القروض مؤمن عليها، فلا يهمل ملاءة المقترض او جدارته الائتمانية، بل المهم هي الرسوم التي يحصلها البنك وغيره من المؤسسات المالية من عمليات التمويل والتسديد وما يصل بها.

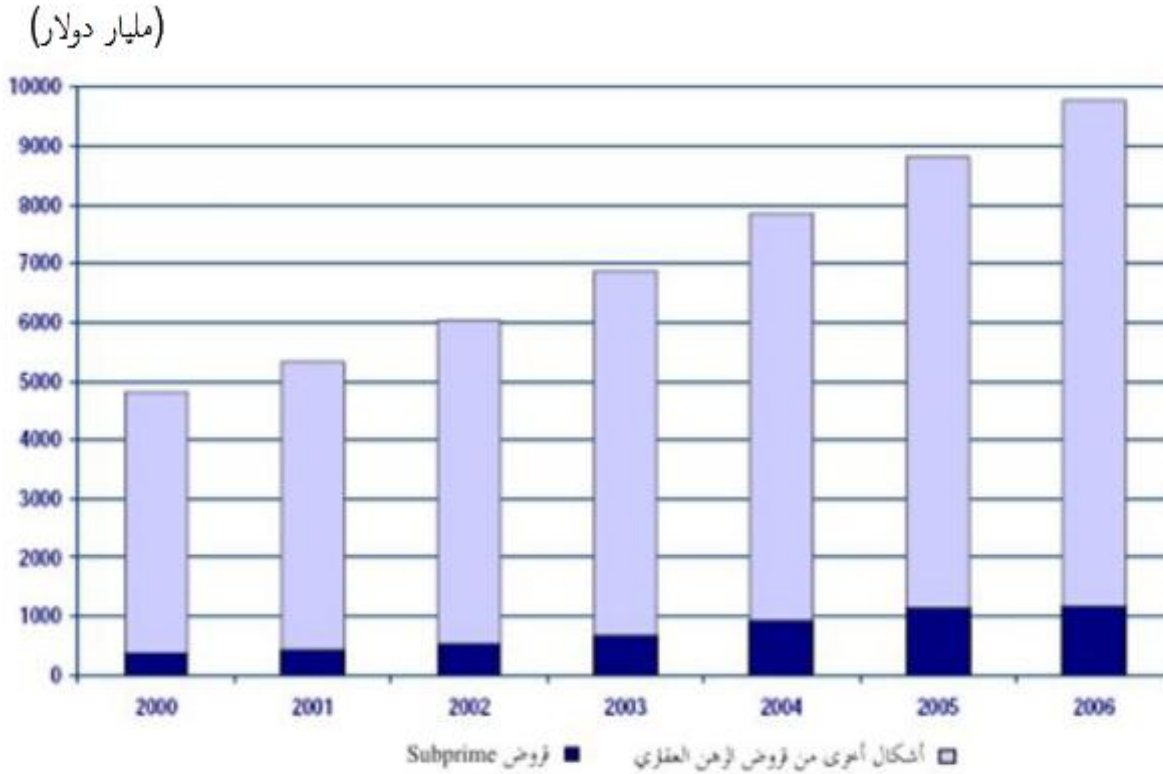
سابعا: تراخي قيود الإقراض والافراط في منح القروض العقارية عالية المخاطر

أصبح الدين آلية بقاء الأسر المعيشية في الولايات المتحدة الأمريكية انطلاقا من أواخر تسعينيات القرن العشرين، حيث ارتفع إجمالي مديونية الأسر من حوالي 50% من الناتج المحلي الإجمالي عام 1980 إلى ما يقرب من 100% في عام 2007، قبل أن تتراجع عام 2008 في حين ارتفعت نسبة القروض العقارية إلى الدخل المتاح للعائلات من 65% عام 2000 إلى 101% عام 2007، وهكذا تغير منطق مديونية العائلات في الولايات المتحدة الأمريكية انطلاقا من سنة 1990، حيث اتبعت القروض الاستهلاكية والقروض العقارية آلية نموذجية لنظام التراكم "الفوردي" "Fordien"، وأصبحت قروض الرهن العقاري تسيطر على تمويل الإسكان في الولايات

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

المتحدة، وتزاحم الأنواع الأخرى من القروض غير العقارية، كما أصبحت أداة من أدوات الائتمان العالمي، باعتبارها شكلا من الأشكال التقليدية للقروض الاستهلاكية.

الشكل رقم (33): قروض الرهن العقاري الموجهة للعائلات الأمريكية.



المصدر: العقون نادية، العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة باتنة، 2013، ص 161.

يظهر من خلال الشكل رقم (33) التصاعد المستمر في حجم القروض العقارية الموجهة للعائلات حيث انتقلت من حوالي 5000 مليار دولار سنة 2000 إلى ما يقارب 10000 مليار دولار سنة 2006، وقد تزامن ذلك مع تصاعد في حجم قروض الرهن العقاري عالية المخاطر "Subprime" التي بلغت قيمتها حوالي 1000 مليار دولار في حدود سنة 2006، وهو ما يعكس التراخي في شروط الإقراض في سوق الرهن العقاري.

إن القرض المضمون بالرهن بسعر متغير يسمح بتخفيض مخاطر سعر الفائدة بالنسبة للمقرض عند الارتفاع في سعر الفائدة، وهذا لا يعني اختفاء مخاطر سعر الفائدة بل أنها انتقلت من المقرض إلى المقترض، ونقل مخاطر سعر الفائدة إلى المقترض له مشاكله بالنسبة للمقرض والمقترض معا، إذ أن تخفيض مخاطر سعر الفائدة يأتي على حساب زيادة مخاطر الائتمان وخاصة مع توفر معلومات مضللة من جانب المقرضين،

والتي قد تؤدي إلى حالات كارثية عند التعديل الشهري للمدفوعات. وعليه فإن الكثير من حالات (ARM) أثارت موضوعات حساسة حول الحد الذي يمكن أن يرفع إليه سعر الفائدة سنويا، وحول الحد الأقصى الذي يمكن أن يصل إليه على مدى حياة قرض الرهن.

وعليه فإن أحد الحلول المقترحة في هذا المجال هو ترك قروض الرهن ذات الأسعار الثابتة كما هي، ولكن جعل تمويلها ليس عن طريق المؤسسات الوسيطة الإيداعية، بل عن طريق المؤسسات المالية طويلة الأجل مثل صناديق المعاشات، وشركات التأمين على الحياة، لأن خصوم مثل هؤلاء المقرضين طويلة الأجل والإقراض برهونات لا يعرضها إلى مخاطر أسعار الفائدة. يضاف إلى ذلك، أنه إذا كانت هذه المؤسسات تستطيع تمويل الإقراض برهونات على المستوى القومي، فسوف يخلق هذا سوقا قومية تتكامل فيها أسواق قروض الرهونات المحلية. ومن بين القروض التي صنفت على أساس أنها قروض رهن عقاري عالية المخاطر ما يلي:

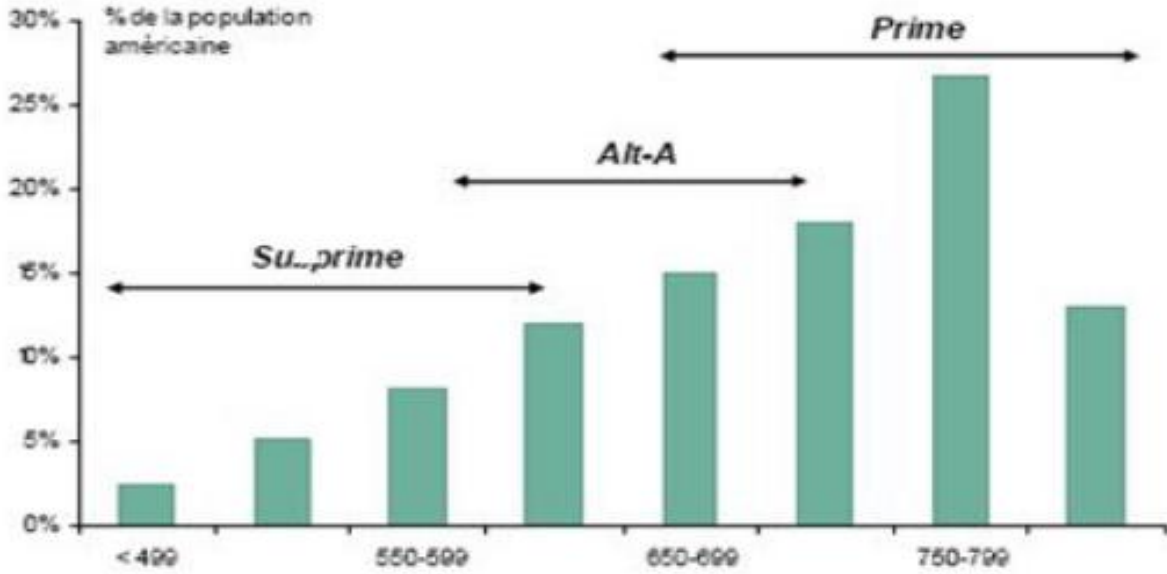
قروض الرهن العقاري الثانوية (دون الممتازة) (Subprime):

وهي قروض لمقترضين من ذوي الدخل المتدني أو غير المستقر، ويتميزون بنسبة الدين إلى الدخل تتعدى 55% ونسبة مبلغ القرض إلى قيمة الممتلكات تتجاوز 85%، أي أنها تمنح لمقترضين لا يتمتعون بسجل مالي قوي (Ninja) ولا تتوفر فيهم شروط الملاءة المعهودة والقدرة على تسديد الديون. وهي ترتب بمدة استحقاق تدوم حوالي 30 سنة بمعدلات فائدة محدودة في السنوات الأولى ثم بمعدلات متغيرة وأكثر ارتفاعا فيما بعد، كما أن جزءا كبيرا منها من حلل عائلات عن طريق وسطاء لا يخضعون لأية رقابة. وهذا النظام لا يمكنه العمل إلا إذا بقيت معدلات القروض منخفضة وقيمة العقارات في تزايد مستمر، ضامنة بذلك رأس المال والفوائد.

قروض (Alt A): وهي قروض مقدمة إلى المقترضين الذين تقل لديهم نسبة القرض إلى القيمة مقارنة بقروض الرهن العقاري الثانوية، أي أنها ممنوحة لمقترضين جدارتهم الائتمانية أكبر من جدارة عملاء الرهونات الثانوية، لكنهم يمثلون مخاطر أكثر من مقترضي القروض الممتازين، ويعد عدم اكتمال الوثائق بمثابة السبب الرئيسي وراء تصنيف القرض "كالقرض البديل من الفئة أ".

قروض (Jumbo): وهي قروض ذات مبالغ كبيرة 500 ألف دولار إلى مليون دولار أمريكي. (إن الأفراد يخضعون لتصنيف درجة الائتمان لديهم من قبل ما يعرف بنقاط الفيكو (FICO)، حيث نجد أن القروض الممتازة (prime) والقروض الضخمة (jumbo) تبلغ نقاط الفيكو أكثر من 700، أما بالنسبة لقروض (Alt-A) فنجدها تتراوح بين 640-730، وبالنسبة لقروض الرهن العقاري الثانوية فتتراوح فيها نقاط الفيكو بين 500-660.

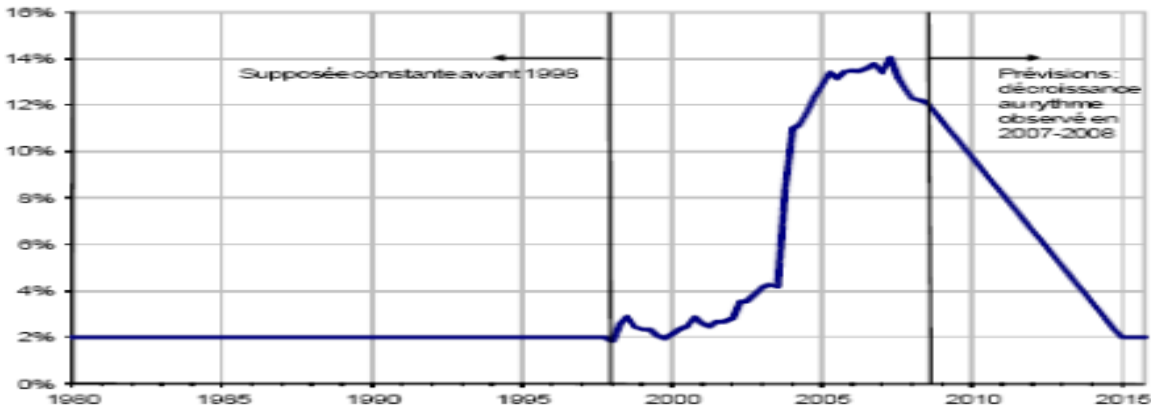
الشكل رقم (34): توزيع العائلات الأمريكية حسب تصنيف درجة الائتمان من خلال نقاط فيكو.



المصدر: العقون نادية، العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة باتنة، 2013، ص 163.

وهنا تجدر الإشارة إلى أن المقترضين الذين يتميزون بنسبة القرض إلى القيمة (LTV) بين 65-80% يحصلون على القروض الضخمة والقروض الممتازة، أما قروض (AL-A) فتكون نسبة القرض إلى القيمة تتراوح بين 70-100%، بينما تكون هذه النسبة بين 60-100% بالنسبة لقروض الرهن العقاري الثانوية.

الشكل رقم (35): قروض الرهن العقاري عالية المخاطر "Subprime".



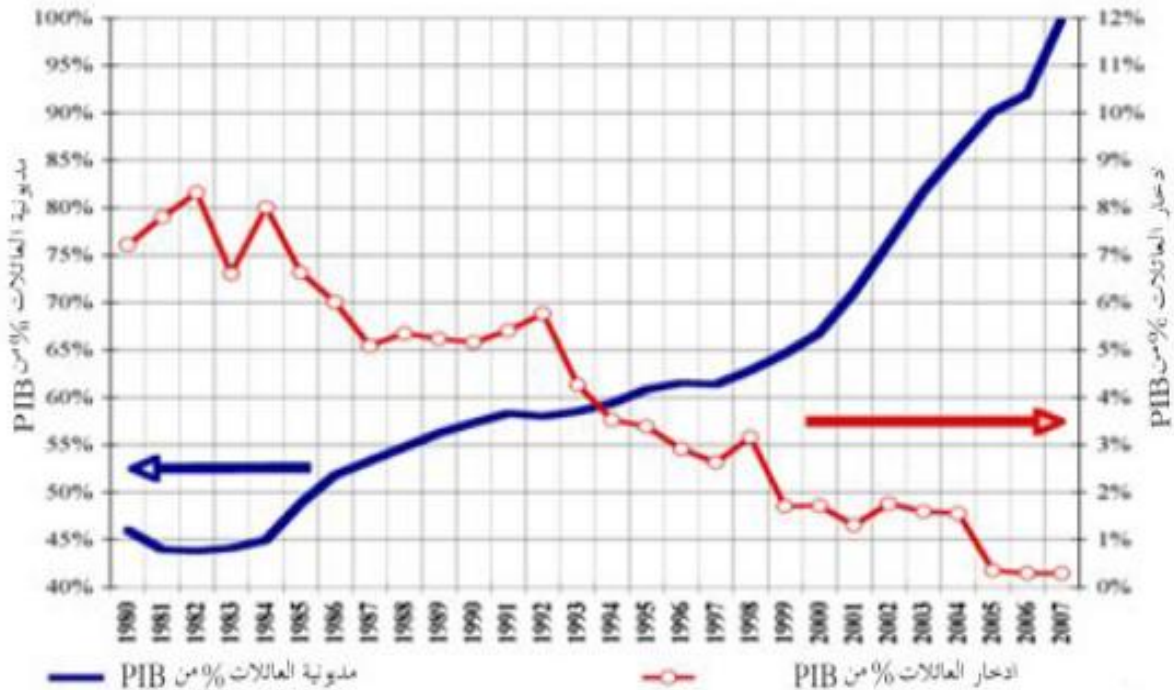
المصدر: العقون نادية، العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة باتنة، 2013، ص 164.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

ما يلاحظ من خلال الشكل رقم (35) أن هناك تصاعدا في نسبة قروض الرهن العقاري عالية المخاطر انطلاقا من سنة 1998 لتبلغ 14% من مجموع قروض الرهن العقاري في عام 2007، أي حوالي 10% من الناتج المحلي الإجمالي. ورغم أن هذه السوق موجودة منذ عام 1960، غير أن الأزمة كشفت عن النمو غير المنضبط في هذا القطاع خلال السنوات الأخيرة، إلى جانب تمركزها، حيث أن حوالي 62,2% من قروض الرهن العقاري عالية المخاطر صدرت من قبل 10% من مجموع المؤسسات في الربع الثالث من عام 2006.

لقد ارتكز اقتراض الأسر الأمريكية على معدل فائدة جد منخفض انطلاقا من سنة 2001 بعد أزمة البورصة لقيم "الانترنت"، إضافة إلى ذلك، فإن المواطن الأمريكي الذي يشتري بيته بالدين مقابل رهن العقار، يمكنه الحصول على قرض جديد من الدرجة الثانية عند ارتفاع قيمة هذا العقار، ومنه ما جاءت التسمية بأنها الرهن الأقل جودة، وهي معرضة أكثر للمخاطر في حال انخفاض قيمة العقارات. فمثلا، ومنذ منتصف أكتوبر 2007، عرفت 16% من قروض الرهن العقاري الثانوية تأخرا في التسديد بأكثر من 90 يوما، أو أنها في إطار التصفية. كما أن تصاعد مديونية العائلات الأمريكية، رافقه تراجع كبير في معدل الادخار.

الشكل رقم (36): مقارنة بين مديونية العائلات وادخارها في الولايات المتحدة الأمريكية.



المصدر: العقون نادية، العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة باتنة، 2013، ص 165.

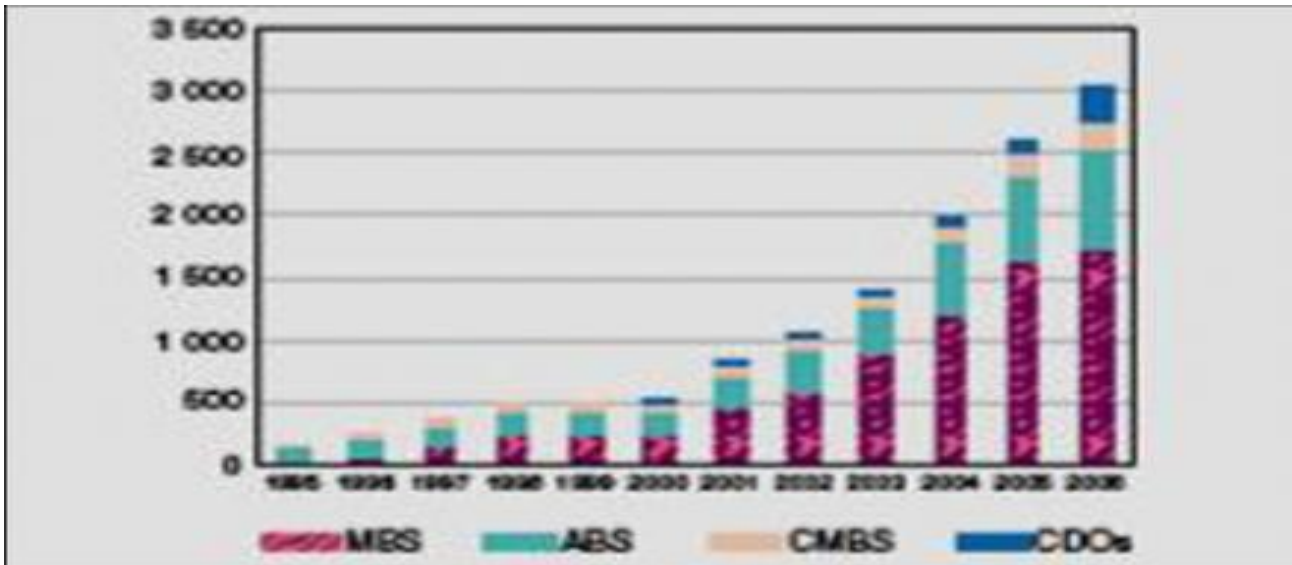
الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

يظهر من خلال الشكل رقم(36) أن مديونية الأسر بقيت مستقرة وتتراوح ما بين 40 و 45% من قيمة الناتج الداخلي الخام خلال الفترة (1960- 1970)، لتعرف ارتفاع لها سنة 1984، قبل لن تتفجر فعليا سنة 2001، في حين انهار معدل ادخار العائلات حيث انخفض الى 0,3% من قيمة PIB.¹

سابعاً: التوريق ومخاطر التمويل المهيكل

بعد منح القروض، لجأت البنوك الأمريكية الى توريق معظم القروض العقارية من نوع Subprime لأسباب عدة أهمها:

- ✓ التخلص من الاخطار التي تمثلها هذه القروض على البنك بإخراجها من ميزانيتها.
 - ✓ إعادة التمويل للمواصلة لعمليات الإقراض وزيادة العائد خاصة في ظل انخفاض أسعار الفائدة.
 - ✓ التقليل من الحاجة للأموال الخاصة وتخلص من القيود القانونية... الخ.
- وتعتبر تقنية التوريق من اهم تقنيات الهندسة المالية، اذ يعتبرها المختصون عاملا أساسيا في زيادة حجم التعاملات والأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية ابتداء من مطلع تسعينات القرن الماضي. وقد ساهم التوريق في تعميق وتكريس الاتجاه العام الذي انتهجته البنوك التجارية في نشاطها وهو الاتجاه نحو السوق، خاصة وان الأصول المالية المورقة تتعدد من حيث طبيعتها واجالها وخصائص الأوراق المالية المسندة اليها²، والشكل الموالي يبين تطور حجم الأصول المورقة من 1995 الى 2005:
- الشكل رقم (37): تطور حجم الأصول المورقة من 1995 الى 2005 (الوحدة دولار).



المصدر: سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008- دراسة تحليلية- مذكرة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قسنطينة 2012، ص 138.

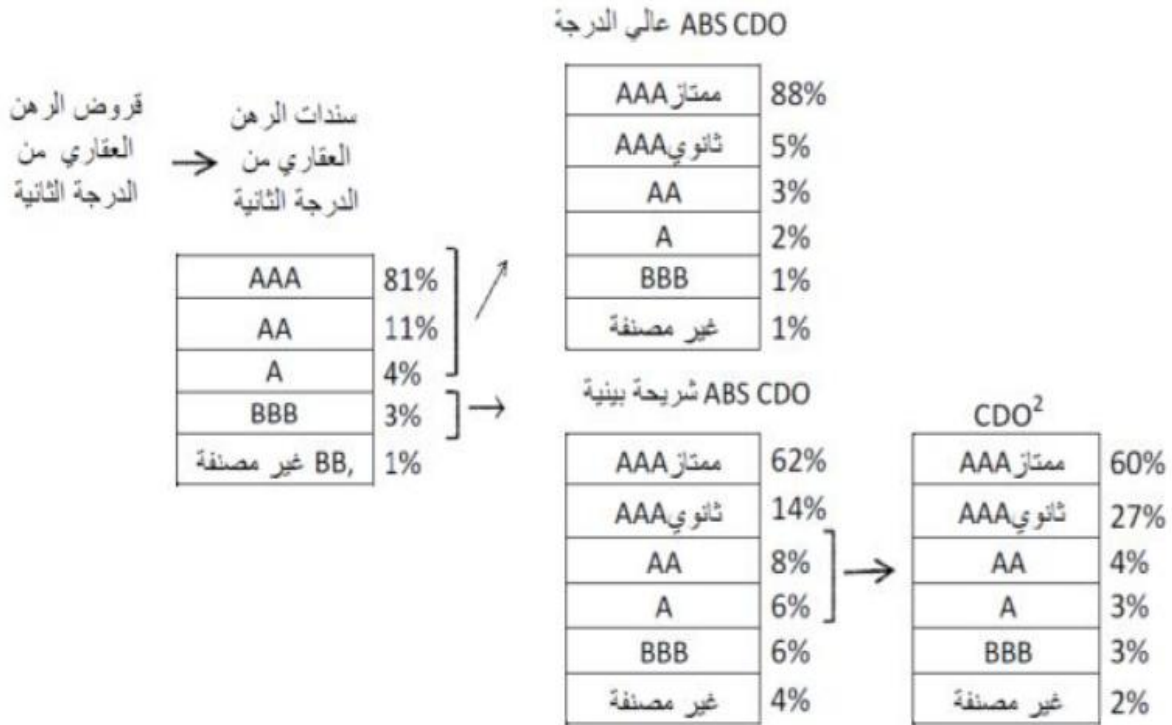
¹العقون نادية، مرجع سبق ذكره، ص ص 160، 165.

²سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 137.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

يقتضي التمويل المهيكل عادة تجميع مخاطر أساسية معينة عن طريق تجميع الصكوك المعرضة لتلك المخاطر (السندات والقروض والأوراق المالية التي يدعمها رهن)، ثم تقسيم التدفقات النقدية الناجمة إلى "شرائح" أو أجزاء تدفع لحائزين مختلفين. ويتم سداد المدفوعات من المجمع مع الحائز بهذه الشرائح بنظام محدد، يبدأ بالشرائح الممتازة (Senior) الأقل خطورة ويتسلسل نازلاً من خلال مستويات مختلفة إلى شرائح أكثر خطورة. وفي نموذج بسيط من ثلاث شرائح (أنظر الشكل رقم) تكون للشريحة الأدنى مخاطر، أو الشريحة الممتازة (Senior) الحق الأول في الحصول على المدفوعات من رهونات العقارية المجمعة تحظى الشريحة الممتازة بأعلى تصنيف ائتماني قد يبلغ أحيانا فئة (AAA) وتحصل على سعر فائدة أدنى. وبعد تسديد الحقوق الممتازة، تتلقى الشريحة الوسطى أو الشريحة البيئية (Mezzanine)، مدفوعاتها، وتمثل الشريحة البيئية مخاطر أكبر بكثير، وعادة ما تحظى بتصنيفات ائتمانية دون الدرجة الاستثمارية، ومعدل عائد أعلى. ولا تتلقى الشريحة الدنيا أو شريحة (Equity) مدفوعات إلا إذا تم سداد مدفوعات الشرائح الممتازة والبيئية بالكامل، حيث أنها إذ يمكن جزء من التدفقات النقدية المتوقع وفادتها إلى المجمع وشيك الحدوث (مثلا بسبب التخلف عن سداد القروض)، فعندئذ يتعين على حائزي الشرائح الأكثر خطورة أن يتحملوا هم أولاً نقص المدفوعات، وذلك بعد استنفاد الاحتياطي من التدفقات النقدية.

الشكل رقم (38): تشريح قروض الرهن العقاري من الدرجة الثانية.



المصدر: العقون نادية، العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة باتنة، 2013، ص 167.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

لقد سمحت عملية توريق الديون المعدومة وتجميعها كمشتقات مالية، دون الإفصاح عن حقيقتها، وإعادة بيعها بأسعار أعلى من قيمتها الحقيقية في البورصات العالمية، بزيادة حجم المضاربات شبه الوهمية بمبالغ تريليونية، تفوق بكثير حجم الأصول الحقيقية، ليفسح المجال واسع أمام مهام اقتصادية أقل ما يقال عنها أنها "طفيلية" تفوق حجم الاستثمارات الحقيقية، وقدموا هذه المضاربات بأموال مقترضة بأسعار فائدة منخفضة على اعتبار حتمية التريح. المتحصل عليه من هذه المشتقات من جهتين، جهة الفرق بين سعر فائدة الأموال الممولة لعمليات الشراء، ومعدل العائد من هذه المشتقات، إضافة إلى ارتفاع القيمة السوقية لهذه المشتقات بفعل المضاربات. وقد تطورت عمليات التوريق بسرعة فائقة وعرفت نموا مذهلا؛ إذ بلغ حجم سوق MBS، و CMO، و ABS على سبيل المثال في نهاية عام 2007 مستوى 10 تريليون دولار أمريكي، وتمثل هذه السوق قرابة 40% من سوق السندات، وهو مبلغ بعيد جدا عن حجم السندات التي أصدرتها الشركات (5,8 تريليون دولار) أو السندات التي أصدرتها الخزانة (4,5 تريليون دولار) وهي جذابة للغاية لكونها تقدم عوائد عالية مقارنة بسندات الشركات ذات التصنيف المماثل. وهو ما أسهم في تطوير سوق الرهن العقاري منذ عام 1998.

الجدول رقم (39): إصدارات السندات المالية المضمونة برهونات عقارية دون الفئة الاستثمارية للفترة (2003-2005).

(مليار دولار - مئوية من المجموع).

النوع	2003	جانفي - جوان 2006
ممتاز	(52)57.6	(26)67.2
ثانوي	(34)37.4	(44)114.3
Alt-A	(14)/15.8	(30)76.5
المجموع	110.8	258

المصدر: العقون نادية، العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة باتنة، 2013، ص 168.

وفي هذا السياق تجدر الإشارة إلى أن 87% من إصدارات الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS) عام 2000 كان مصدرها مؤسسات ترعاها الحكومة، لكن وبحلول عام 2006 تراجعت هذه النسبة لتبلغ 67% عام 2006، ولعل سبب ذلك هو ارتفاع حصة المؤسسات التي لا ترعاها الحكومة من إجمالي إصدارات (MBS) التي انتقلت من 13% عام 2000 لتبلغ حوالي 33% عام 2006 (أنظر الجدول رقم (40)).

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

الجدول رقم (40): حصة الوكالات الحكومية وغير الحكومية من إصدارات (MBS).

نسبة مئوية من مجموع MBS				الحجم مليار دولار							
وكالات غير حكومية (% من مجموع MBS)				وكالات غير حكومية							
Subprime	Alt-A	Jumbo	المجموع	أوراق الوكالة المالية	Subprime	Alt-A	Jumbo	المجموع	أوراق الوكالة المالية	مجموع MBS	السنة
%3	%1	%8	%13	%87	81	44	252	377	2625	3003	2000
%3	%1	%8	%13	%87	109	50	275	434	2975	3409	2001
%4	%2	%7	%13	%87	167	67	256	489	3313	3802	2002
%6	%3	%6	%15	%85	245	10	254	611	3394	4005	2003
%10	%5	%8	%23	%77	431	230	353	1014	3467	4481	2004
%12	%10	%8	%31	%69	641	510	441	1593	3608	5201	2005
%13	%13	%8	%33	%67	732	730	462	1924	3905	5829	2006
%12	%13	%8	%33	%67	730	765	468	1963	4021	5984	2007 الفصل 1

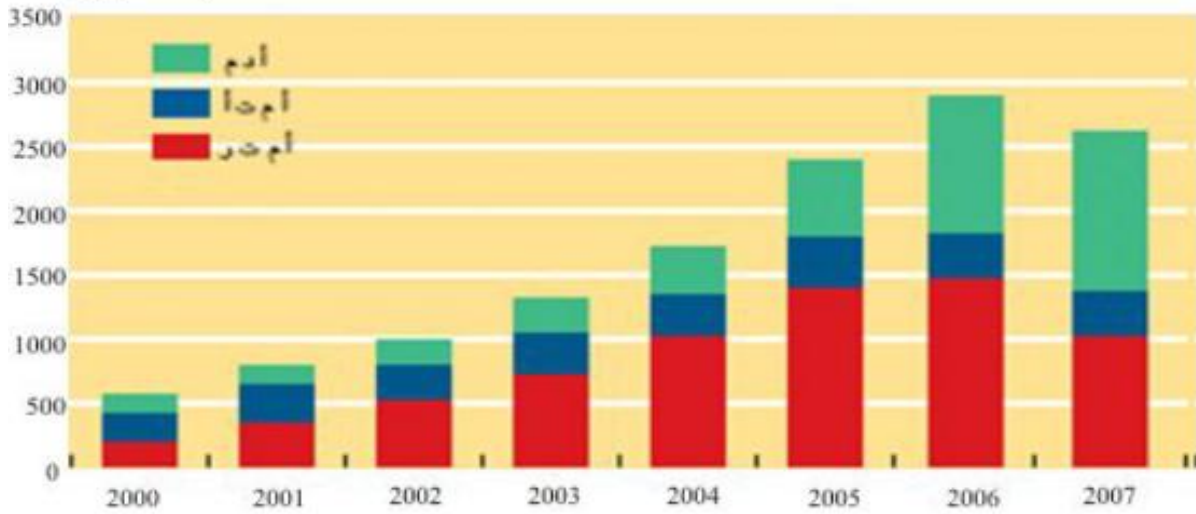
المصدر: العقون نادية، العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة باتنة، 2013، ص 168.

لقد شجع انخفاض سعر الفائدة الاسمي، السيولة الوفرة، قلة تقلب الأسواق المالية، الإفراط في تسعير الأوراق المالية والإحساس العام بالرضا، أنواعا كثيرة من المستثمرين على تحمل المزيد من المخاطر. كما أخفى إبهام وغموض الحشد المتنامي من منتجات الائتمان المهيكلة موقع وحجم وفاعلية المراكز المحتفظ بها، أحيانا حتى عن المؤسسات المالية نفسها. وبحلول عام 2007 بدأ كبار المديرين في بعض أكبر المؤسسات المالية يعربون عن قلق عام، خاصة فيما يتعلق بالأوراق المالية المهيكلة التي تساندها القروض والرهنونات دون الممتازة. لكن نظرا لاستمرار انخفاض أسعار الفائدة ووفرة السيولة، استمر الطلب على منتجات الائتمان المهيكلة ذات المرتبة (AAA) حتى منتصف 2007.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

الشكل رقم (41): تصاعد اصدار الائتمانات المهيكلية الاوروبية والأمريكية.

(مليار دولار)



المصدر: العقون نادية، العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة باتنة، 2013، ص 169.

وفي المناخ المالي المستقر ومع وفرة السيولة، لما يشعر المستثمرون بأنهم مضطرون إلى أن يولوا كثيرا من الاهتمام لهذه المخاطر التي تتطوي عليها المنتجات المهيكلية التي اشتروها. وقد وثقوا بوكالات التصنيفات الائتمانية لتقييم المخاطر بصورة سليمة، دون الاهتمام بتوثيق المنتجات أو التحري المستقل عن الصكوك المعنية. ورغم أن وكالات التصنيف حاولت التأكيد بأنها لم تصنف سوى مخاطر الائتمان، فقد انطوت هذه المنتجات على مخاطر السيولة والسوق. إذ كان يتعين على واضعي الهياكل أن يطالبوا بتصنيف لمختلف شرائح المخاطر داخل كل هيكل. فإذا بدت أحجام أو سمات مختلف الشرائح وكأنها غير كافية لتحقيق التصنيف المطلوب لإشباع الطلب المتوقع على الشرائح، كان يتعين على وكالات التصنيف أن تقترح تغيير الهياكل (مثلا، مزيد من الإفراط في الضمان) لتحقيقها. وأقل ما يقال هو أن الكر والفر بين واضعي الهياكل الذين يدفعون أجر استقلال عملية التصنيف، ووكالات التصنيف التي توفره قد قود. وفي النهاية عانت هذه المنتجات المهيكلية من تدهور الضمانات المعنية (أساسا الرهن دون الممتاز).

وعندما حدثت الأزمة تم تسهيل السندات المالية المضمونة برهونات عقارية ثانوية، في نفس الوقت الذي كان فيه المستثمرون ذوو الاستدانة العالية كصناديق التغطية، يحتاجون إلى تصحيح مراكزهم أو التعامل بعيدا عن المراكز الخاسرة. كما واجهت هذه الصناديق طلبات تغطية للضمانات الإضافية من سماسرتها الأساسيين. وقد تفاقم الموقف، لأنه في غياب التداول لم تكن هناك أية طريقة لتحديد قيمة مختلف شرائح المخاطر. ولذلك توقفت صناديق التغطية عن التعامل، ولم يعد هناك وجود لسوق التزامات الديون المعززة بضمان وما يتصل بها

من أسواق المشتقات الائتمانية، ولم يتمكن مصدرو هذه الالتزامات من بيع ما لديهم من رصيد، ومن ثم توقيف أي تدابير لإصدارات جديدة. وفي ظل غياب المشترين عن السوق الثانوية، لم يتمكن منشئو الرهونات العقارية الثانوية من بيع القروض التي أبرموها. وقد ألقى ذلك ضغطاً هائلاً على الكثيرين من منشئي الرهونات. وبدورها قامت البنوك التي تتعامل مع هؤلاء المنشئين بسحب التمويل المقدم منها. وعجز المنشئون عن تحمل عبء رصيد الرهونات العقارية التي أصدرها، وتوقفوا فوراً عن منح قروض جديدة، على الأقل القروض الثانوية، وقدم بعضهم طلبت للحماية من الإفلاس.

يستخلص مما سبق، أن عملية التوريق لا يمكن اعتبارها سبباً مباشراً في حدوث أزمة الرهن العقاري، فآلية التوريق تسمح بزيادة مصادر التمويل وتوفير السيولة اللازمة للبنوك للاستمرار والتوسع في أنشطتها المختلفة، كما أنها أحسن طريقة لتوزيع المخاطر باعتبار أن أوراق الرهن العقاري هي شكل من أشكال المشتقات المالية. وعليه فإن أهم طرف مسبب للأزمة تمثل في وكالات التصنيف الائتماني، إلى جانب الأساس الذي بنيت عليه عملية التوريق المتمثل في القروض عالية المخاطر الممنوحة بمعدلات فائدة متغيرة.¹

ثامناً: المشتقات المالية

لقد زاد التعامل بالمشتقات المالية إلى حد كبير جداً، فبينما تبلغ قيمة الأوراق المالية في السوق العالمي حوالي 60 ترليون دولار، والتي تعبر عن الاقتصاد المالي، تبلغ قيمة المشتقات المبنية عليها 600 ترليون دولار، وهي تعبر عن الاقتصاد الوهمي.

ويرجع النمو الكبير الذي عرفته هذه الأسواق والذي جعلها تحتل مركز الصدارة بين الأسواق المالية إلى تنامي حجم ونوعية الاخطار المغطاة، استفحال ظاهرة المضاربة بالإضافة إلى أن منتجاته المالية تتطوي على قيمة مضافة عالية بالمقارنة مع الأصول المالية التقليدية.

لكن وفي نفس الوقت، هذه المنتجات تعتبر أكثر خطورة، وذلك راجع لعدة أسباب منها: سوء تقدير الاخطار المرتبطة بها، بعض التجاوزات القانونية، تعقد المنتجات المشتقة والاستعمال المفرط للنماذج الرياضية والاحصائية المعقدة. كل هذا جعل من هذه المنتجات وسيلة تعطي لمستعملها انطباع بأنه يتحكم في الاخطار، في حين أن كل الدراسات توصلت إلى استحالة التحكم باستمرار في كافة العوامل التي تؤثر على النموذج المستعمل وبالتالي عدم إمكانية التحكم في الاخطار في كل الأحوال.

ويضاف إلى الخطورة التي تتطوي عليها هذه المنتجات، أنها ساهمت بشكل كبير في تركيز الاخطار التي عادة ما تكون سبباً في ظهور الخطر النظامي الذي أدى بدوره إلى الوقوع في هذه الأزمة "أزمة الرهن العقاري

¹العقود نادبة، مرجع سبق ذكره، ص ص 167، 169.

الأمريكية" بعدما انهار السوق المالي بشكل عام، وسنحاول توضيح علاقة المشتقات المالية بأزمة الرهن العقاري بتفصيل أكثر من خلال المبحث الموالي.¹

المبحث الثالث: تحليل تأثير المشتقات المالية وتقنية التوريق على النظام المالي الأمريكي.

بعد التعرف على أهم أسباب أزمة الرهن العقاري الأمريكية، نلاحظ أن أغلبها يرتبط بالمشتقات المالية وتقنية التوريق بطريقة أو بأخرى، ولذلك، فسنحاول من خلال هذا المبحث تسليط الضوء على سببين أساسيين يعتبران حجر الزاوية في إحداث هذه الأزمة، وهما: المشتقات المالية وتقنية التوريق، حيث سنحاول توضيح كيفية وما مدى مساهمتها في إحداث هذه الأزمة.

المطلب الأول: المشتقات المالية وعلاقتها بأزمة الرهن العقاري الأمريكية

إن المنتجات المالية المشتقة وجدت أساسا من أجل توفير الحماية للمستثمرين والمؤسسات الاقتصادية ضد الأخطار المالية (تقلب أسعار الفائدة، أسعار الصرف، المواد الأولية، المؤشرات، خطر عدم الدفع...). وقد عرفت الأسواق الخاصة بهذه المنتجات المالية تطورا كبيرا جعلها مصدرا لأغلبية المبتكرات المالية منذ 1990. وتشير إحصاءات بنك التسويات الدولية في تقريره المؤرخ في ديسمبر 2007 المعنون بـ " أهم توجهات النشاط المصرفي والمالي الدولي " أن حجم الأسواق الخاصة بمختلف المشتقات المالية بما فيها مشتقات الائتمان المعيبة CDS بلغ في نهاية الثلاثي الثالث من سنة 2007 ما قيمته 681.000 مليار دولار أمريكي.²

حيث أدت إلى تفاقم خطر التركيز في الإقراض على قطاع واحد-العقارات-والتي تعتبر أصل مالي يدر عائد للبنك، وبذلك فإن الرهون العقارية تعتبر أصولا مشتقة، ونظرا لارتفاع أسعار العقارات تسبب في زيادة الطلب على هذه المنتجات الجديدة فارتفعت أسعارها، فمثلا تطور سوق (قروض الرهن العقاري للعائلات) وارتفعت قيمتها من 640 إلى 2000 مليار دولار بين سنتي (2000 2008)، كما ارتفع نصيب القروض العقارية الأقل جودة من 8% إلى 20% وبعد انهيار الأسهم والسندات الصادرة عن المؤسسات المالية وبالتالي حدوث الأزمة المالية».

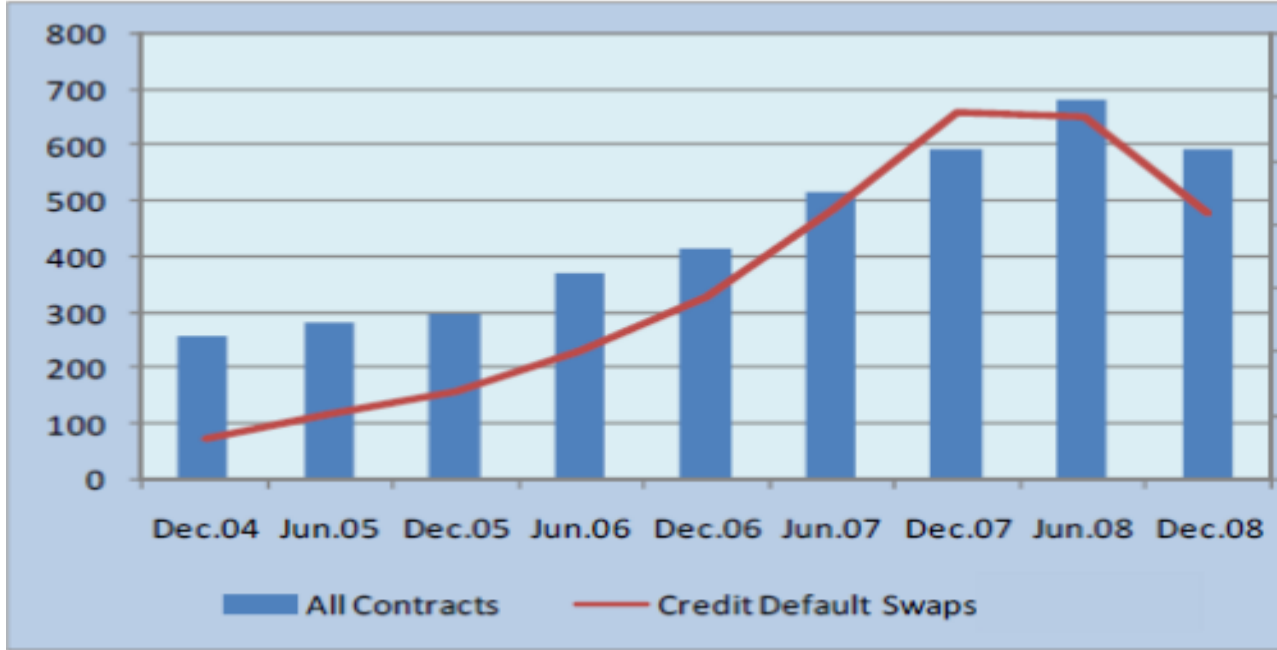
¹ سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 141.

² سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 146.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

حيث شهدت تطور ملحوظ كما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (42): تطور حجم المشتقات المالية خلال الفترة 2004-2008 (الوحدة مليار دولار).



المصدر: مريم سرارمة، سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008- دراسة تحليلية- مذكرة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قسنطينة 2012، ص 147.

يتضح مما سبق النمو الرهيب الذي عرفته هذه الأسواق والذي جعلها تحتل مركز الصدارة بين الأسواق المالية، بحيث يفوق حجم التداول فيها بعدة مرات حجم التداول في أسواق الأصول الحقيقية أو التحتية والسبب بيكمن أساسا فيما يلي:¹

- تنامي حجم ونوعية الأخطار المغطاة.

- استفحال ظاهرة المضاربة.

- تتطوي هذه المنتجات المالية على قيمة مضافة عالية بالمقارنة مع الأصول المالية التقليدية. لكن وبالرغم من التطور الكبير الذي شهدته المشتقات المالية إلا أنها تتطوي على خطورة كبيرة تهدد استقرار الأسواق المالية والنظام المالي بشكل عام، والسبب في ذلك راجع إلى:

- سوء تقدير الأخطار وبعض التجاوزات القانونية.

- الاستعمال الكبير للمرفع المالي.

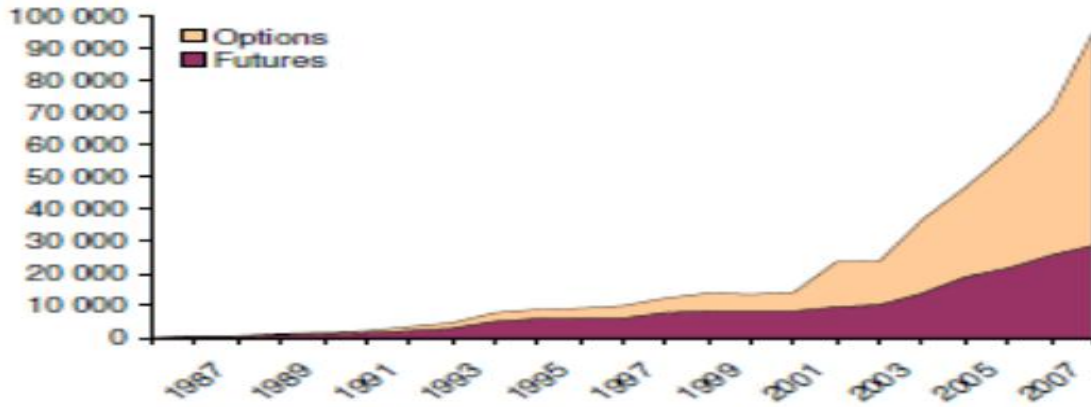
¹ ابن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في اعقاب الازمة المالية 2008، مداخلة من المؤتمر حول: الازمة المالية العالمية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2009، ص ص 11، 13.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

تعقد المنتجات المشتقة والاستعمال المفرط للنماذج الرياضية والإحصائية المعقدة، مما يولد الانطباع لمستعملها بأنه يتحكم في الأخطار، في حين أن كل الدراسات توصلت إلى استحالة التحكم باستمرار في كافة العوامل التي تؤثر على النموذج المستعمل في تقييم المخاطر المرتبطة بها.

-كثرة الصفقات في الأسواق غير المنظمة أو أسواق عقود المفاوضة بالتراضي Les Marchés de Gré aGré، حيث تشير إحصاءات بنك التسويات الدولية في نفس التقرير السابق الذكر أن حجم في نهاية الثلاثي الأول من سنة 2007 كان 516.000 مليار دولار، أي بزيادة قدرها 135% عما كان عليه في سنة 2004 أي بمعدل نمو سنوي % 33 سنويا منذ سنة 1995، أما حجم الصفقات في الأسواق المنظمة فقد بلغ 165000 سنة 2007¹، والأشكال التالية تبين ذلك:

الشكل رقم (43): تطور حجم المشتقات في الأسواق المنظمة خلال الفترة 1987، 2007.



المصدر: مريم سرارمة، سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008- دراسة تحليلية- مذكرة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قسنطينة 2012، ص 149.

¹ سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 148.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

الشكل رقم (44): تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق المنظمة وغير المنظمة خلال الفترة 1998-2007 (الوحدة مليار دولار).



المصدر: مريم سرارمة، سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008- دراسة تحليلية- مذكرة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قسنطينة 2012، ص 149.

من خلال الأشكال البيانية نلاحظ أن هناك تطورا مستمرا وكبيرا في سوقا لمشتقات المالية بصورة عامة، وسوق عقود المفاوضة بالتراضي بصورة خاصة، مما يعن يتزايد المخاطر، وذلك لإمكانية حدوث تراكم عشوائي للأخطار لدى طرف واحد، لأن الصفقات في هذه الأسواق متروكة لمفاوض بين المتدخلين، وهذا يطرح عدة مشاكل من بينها عدم الشفافية التي تحيط بالصفقات والتي تشجع البعض، خاصة المؤسسات المالية الكبرى، على المبالغة في تحمل المخاطر وتعريض النظام المالي للانهايار دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك، كون الصفقات ثنائية غير معلنة مسجلة خارج الميزانية، وفي المقابل فإن الصفقات في الأسواق المنظمة تكون أكثر أمانا للطرفين، إذ يراعى فيها التقيد الصارم بالتنظيمات والقوانين، والأهم من ذلك ان لهذه الأسواق المنظمة خصوصية تكمن في وجود غرفة مقاصة تسهر على توازن السوق وتقلل من الأخطار.

بالإضافة إلى ما سبق، هناك إجماعا أن ما زاد من خطورة أسواق المشتقات المالية فيا لسنوات الأخيرة وجعلها من أهم العوامل التي أدت إلى حدوث هذه الأزمة هو عنصر تركيز الأخطار، الذي عادة ما يكون سببا في ظهور الخطر النظامي. ففي الأحوال العادية يتم توزيع الأخطار على الأطراف التي تقبل تحملها، لكن هذا لا يعني أن هذه الجهات أو المؤسسات تملك القدرة على تحمل ذلك القدر من المخاطر، فالاعتقاد بأنها تملك التغطية الكافية قد يدفعها الى تحمل المزيد من المخاطر، وهذا التركيز الكبير للأخطار في محفظة واحدة أو طرف واحد قد يؤدي، نتيجة لوقوع سبب طارئ، إلى حدوث حالة إفلاس تنتقل بفعل العدوى المالية الى باقي مكونات النظام المالي متسببة في حدوث أزمة نظامية. وهذا بالفعل ما حصل في هذه الأزمة، حيث بينت

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

إحصاءات أمريكية أنه في نهاية 2006 كان حوالي 98% من حجم التعاملات في سوق المشتقات المالية بيد خمس مؤسسات فقط، وهذا يتنافى طبعاً مع المبدأ الذي قامت عليه المشتقات وهو توزيعاً لأخطار على كافة السوق.

مما تقدم نستنتج أن كثرة صفقات المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة جعل منها أحد أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث أزمة الرهن العقاري الأمريكية، لأنها بذلك بدلاً من أن تكون أداة تحافظ على استقرار الأسواق المالية من خلال توزيعها للمخاطر على كافة المتعاملين، كلاً 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 فوقعت الأزمة المالية العالمية 2008 بفعل انتقال العدوى المالية.¹

وحسب بنك التسويات الدولية، يصل المبلغ التقديري للتبادل التجاري المباشر في عقود المشتقات المالية التي لم تسدد بعد 592 تريليون دولار أمريكي بنهاية ديسمبر 2008، ما يعادل تقريباً عشرة أضعاف قيمة الناتج المحلي الإجمالي لجميع البلدان في العالم، والذي يبلغ حوالي 60 تريليون دولار أمريكي. والشكل الشائع للاتجار في مشتقات القروض، أي مقايضات تخلف الائتمان، زاد بصورة ملحوظة في السنوات القليلة الماضية، وبلغ 58 تريليون دولار في ديسمبر 2007، أو ما يعادل 10,5% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، علماً أن هذه النسبة كانت قد بلغت 15% في ديسمبر 2004. وفي نهاية شهر جوان 2009، بلغ حجم عقود المشتقات على اختلاف أصنافها 25371 بليون دولار أمريكي وهي موزعة كالتالي:²

- 2470 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات العملات.
- 15472 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات سعر الفائدة.
- 879 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات الأسهم.
- 689 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات السلع.
- 5855 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات أخرى.

¹ ابن نعمون حمادو، مرجع سبق ذكره، ص 150.

² ابن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 131.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

الجدول رقم (45): تطور حجم المشتقات على الصعيد العالمي في نهاية ديسمبر من كل عام

(القيمة بالتريليون دولار)

2007	2006	2005	نهاية ديسمبر
596004	414.178	297.666	إجمالي قيمة المشتقات
56238	40.271	31.360	سوق الصرف
29144	19.882	15873	العقود الآجلة
14347	10.792	8504	عقود المبادلة
12748	9.579	6.984	عقود الخيارات
393138	291.582	211970	سعر الفائدة
26.599	18.668	14.269	اتفاقيات العقود الآجلة
309588	229693	169.106	عقود المبادلة
56651	43221	28596	الخيارات
8509	7488	5793	عقود الملكية المرتبطة
2233	1767	1.177	العقود الآجلة والمبادلات
6276	5720	4617	الخيارات
9000	7115	5434	السلع
0.595	0.640	0.334	النهب
8.405	6475	5.100	أخرى
5629	2813	1.909	الآجلة و المبادلة
2776	3663	3191	الخيارات
57894	28650	13.908	مبادلة الديون
32246	17879	10.432	مؤسسات منفردة
25648	10771	3.476	مؤسسات متعددة
71225	39740	29.199	غير مخصصة
56238	40276	31.360	إجمالي مبادلات المشتقات بالأسواق

المصدر: بن عيسى عبد القادر، اثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في احداث الازمة المالية العالمية ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، جامعة ورقلة، 2012، ص132.

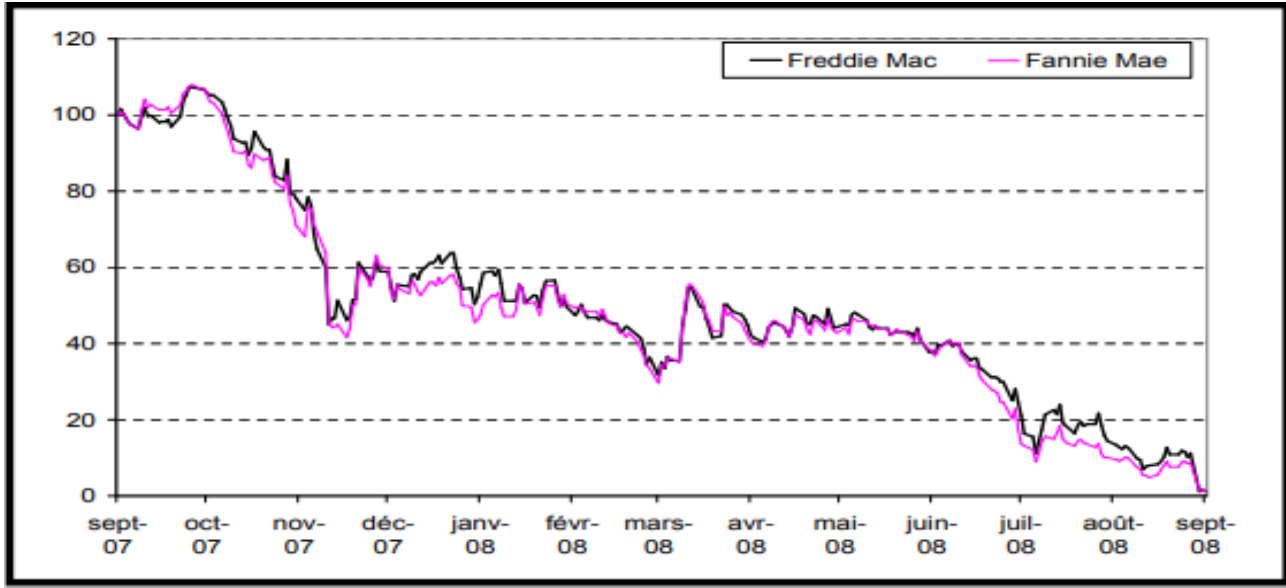
وحسب مصادر عديدة ومن بينها أيضا بنك التسويات الدولية فان المبلغ الإجمالي للمنتجات المشتقة حول العام تجاوز منذ ديسمبر 2007 عتبة 1114 ألف مليار دولار مقسمة كما يلي:¹

✓ مشتقات القرض ب: 548 ألف مليار دولار.

¹علفة ملكية، مرجع سبق ذكره، ص 19.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

- ✓ القيمة الاسمية للمنتجات المشتقة ب 596 ألف مليار دولار وتضم:
 - ✓ المنتجات المشتقة على سعر الفائدة بحوالي 393 ألف مليون دولار أو أكثر.
 - ✓ عقود المبادلة على التعثر -مشتقات القرض- بحوالي 58 ألف مليار دولار أو أكثر.
 - ✓ المنتجات المشتقة لعمليات الصرف بحوالي 56 مليار دولار أو أكثر.
 - ✓ المنتجات المشتقة على السلع بحوالي 9000 مليار دولار.
 - ✓ منتجات مشتقة مرتبطة براس المال المساهم بحوالي 85 مليار دولار.
 - ✓ منتجات مشتقة غير مقيدة او مسجلة بحوالي 71 ألف مليار دولار أو أكثر.
- ان مبلغ 1114 ألف مليار دولار أي 1,114 مليون تريليون دولار يعادل حوالي 22 مرة الناتج الإجمالي العالمي، حيث شهد سوق المنتجات المشتقة خلال السنتين الأخيرتين نموا متسارعا وكبيرا جدا خاصة مع التفكك الكبير للأسواق العالمية للقروض والذي بدا في جويلية 2007 مع انهيار مؤسستي الرهن العقاري العملاقين بالولايات المتحدة الأمريكية "فريدي ماك" و"فاني ماي" في سبتمبر 2008. ولقد بلغ مجموع مبالغ المنتجات المشتقة والمسجلة في حسابات اهم البنوك العالمية بنهاية 2007 الى 140 مليار دولار.
- الشكل رقم (46): تدهور أسهم أسعار "فاني ماي" و"فريدي ماك".



المصدر: علقمة مليكة، كتاف شافية، التمويل المهيكل وادواته المالية الحديثة ودورها في تفاقم الازمة المالية الراهنة، ملتقى الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 20.

هذه المشتقات التي تديرها أساسا المؤسسات المالية والبنوك العملاقة وشركات التأمين الدينامورية الأمريكية والتي تكاد تنحصر في شركة واحدة وهي شركة إيه أي جي والتي كادت أن تفلس لولا وضعها تحت الوصايا الحكومية، وصولا إلى مرحلة التأمين شبه كامل بعد ضخ 85 مليار دولار لمسانديتها وارتفعت إلى 130 مليار دولار في ظل الضغوط الواقعية.

وبتدقيق عمق الأزمة يتبين لنا ضخامة سوق المشتقات المالية وارتفاع قيمتها 480 تريليون دولار، بما يعني أن قيمتها تبلغ 10 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمي الراهن وتصل إلى 5 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية والبالغ 14 تريليون دولار، وهي بذلك تصل إلى 8 أضعاف قيمة الأسهم المتداولة بكافة البورصات الدولية، وتكاد السوق الأمريكية والبريطانية أن تحتكر سوق المشتقات المالية، ولا تعبر سوق المشتقات عن أموال حقيقية بل تعكس معاملات أموال افتراضية بحكم أن عمليات الشراء للمشتقات المالية يتم سداد جزء بزهد قيمتها كمشتقات دون علاقة لها فعلا بالأموال المدفوعة.

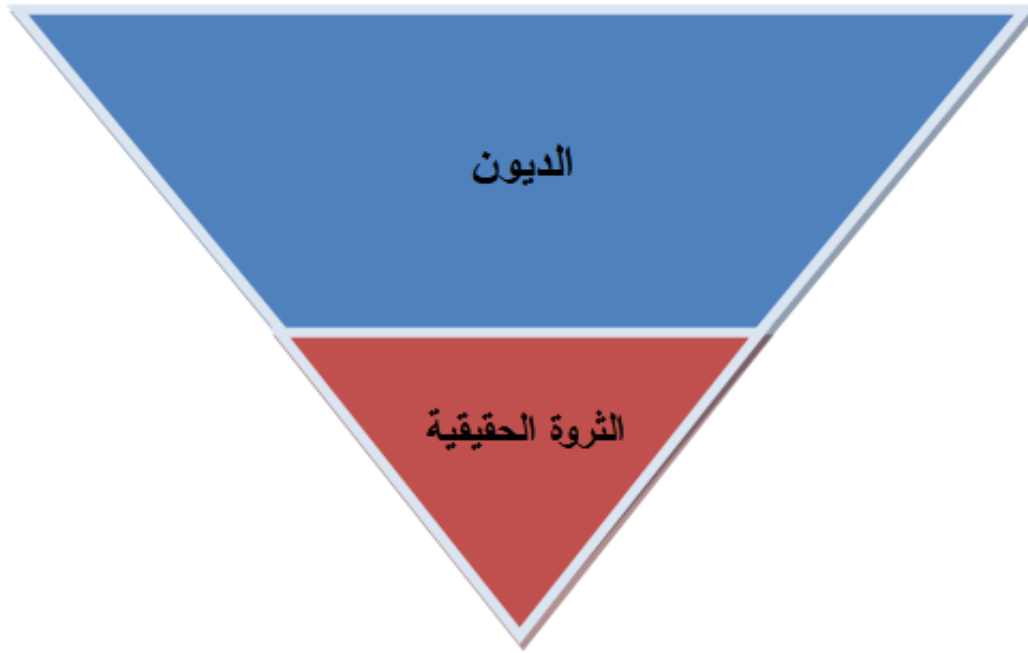
المطلب الثاني: تقنية التوريق وعلاقتها بأزمة الرهن العقاري الأمريكية.

على الرغم من تعدد أسباب هذه الأزمة، إلا أن التوريق يعتبر سببا رئيسيا في تفجيرها، وهو عامل لا يمكن فصله عن المشتقات المالية، وسنحاول توضيح العلاقة بينهما وبين الأزمة المالية العالمية فيما يلي:

ما حدث في أزمة الرهن العقاري الأمريكية كان خير دليل على ذلك، حيث أن مغالاة المؤسسات المالية في منح القروض، خاصة العقارية، وتوريقها بأكثر من حاجة الاقتصاد العيني في شكل ABS, MBS, RMBS, CDO, CDS. إضافة إلى تلاعب بهذه التقنية، جعل الأصول المالية المورقة، بعدما كانت أداة لتعبير عما تمثله من أصول عينية لتسهيل التعامل بها، تصبح أداة يتم تداولها بمعزل عن أصولها العينية، مما جعل قيمة الأصول المالية أكبر بكثير من قيمة الأصول العينية الممثلة لها، وهذا راجع للاستخدام المفرط لتقنية التوريق وارتباط هذه الأخيرة بالمشتقات المالية التي تقوم أساسا على تعاملات وهمية أو افتراضية، وبهذا انقطعت الصلة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ونشأ الاقتصاد الوهمي الذي لا يتعامل في الأصول العينية. وقد تم التعبير عن هذا الانفصال من خلال ما يعرف بالهرم المقلوب (pyramide inversée)¹ والذي يمكن توضيحه فيما يلي:

¹ سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 151.

الشكل رقم (47): الهرم المقلوب.



المصدر: سرارمة مريم، سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008- دراسة تحليلية- مذكرة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قسنطينة 2012، ص 152.

إن الأساس في تشكيل الثروة الحقيقية هو الاقتصاد الحقيقي أو العيني، ولتسهيل التعامل بمكونات هذا الأخير ظهر الاقتصاد المالي الذي يتعامل بالأصول المالية التي كانت في البداية عبارة عن سندات ملكية للأصول الحقيقية ثم تطورت وظهر ما يعرف بسندات المديونية، وهي أصول مالية يتم تداولها في أسواق خاصة بمعزل عن الأصول الحقيقية الممثلة لها، وهو ما يعبر عنه بقمة الهرم التي تمثل درجة الانفصال بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي. وما يجب الإشارة إليه، هو أن كون الهرم في وضع مقلوب فهذا دليل على أن الاقتصاد يعاني حالة من اللاتوازن، وهذا نتيجة لتضخم حجم الديون مقارنة بحجم الثروة الحقيقية، مما يعني أنه يواجه مخاطر كبيرة تجعله عرضة للانهايار، وذلك راجع لعدة عوامل، أهمها الاستعمال الكبير واللاواعي لتقنية التوريق التي ساهمت بشكل كبير في تغيير سلم الخطر من خلال مساهمتها في زيادة الفجوة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، وذلك من خلال إصدارها لأصول مالية كثيرة ومتنوعة ومعقدة.¹

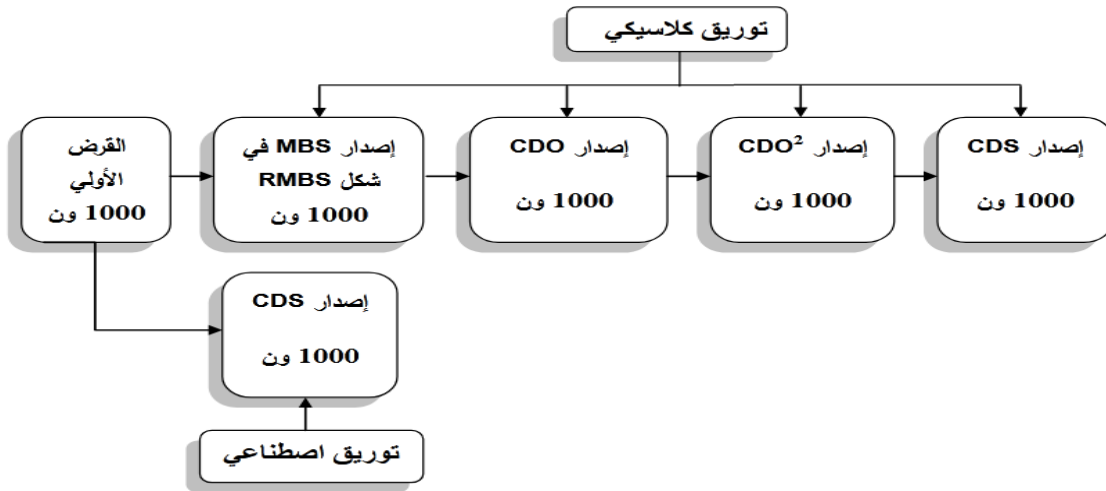
وبالرجوع الى أزمة الرهن العقاري الأمريكية، نجد أن تقنية التوريق كانت من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في تفجير الأزمة العقارية، وذلك من خلال مساهمتها في انتفاخ الفقاعة العقارية. وكما أشير إليه سابقاً، فإن

¹ سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 152.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

قطاع العقارات في أمريكا أصبح أكبر مصدر للإقراض والاقتراض، ولذلك فقدت وسعت البنوك في منح القروض العقارية لمختلف فئات المجتمع الأمريكي بما فيه فئة ذوي المداخيل المحدودة، وذلك مقابل رهن العقار. كما استخدمت تقنية التوريق لتوليد مصادر تمويل جديدة من خلال تسهيل قروضها، فعندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من رهونات العقارية، فإن يلجأ إلى استخدامها كضمان لإصدار أوراق مالية يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى أو من السوق المالي وهي MBS، فالبنك لم يكتفي بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات، بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية (الديون) بضمان هذه رهون العقارية. وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، وهذا الأخير يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، والمقترض الأول يعيد رهن العقار للحصول على قرض ثاني بضمان إعادة رهن العقار لدى مؤسسة مالية أخرى والتي تقوم بدورها بتكوين محفظة مالية بهذه القروض لتقترض بضمانها من السوق وتصدر أوراق مالية جديد بضمانها وهي RMBS، وهكذا تستمر العملية موجة بعد موجة، بحيث يولد العقار طبقات متتابعة من الديون بأسماء المؤسسات المالية الواحدة بعد الأخرى¹، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (48): مساهمة التوريق في خلق سلسلة من الديون على أصل حقيقي واحد.



ون: وحدة نقدية.

المصدر: مريم سرارمة، سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008- دراسة تحليلية- مذكرة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قسنطينة 2012، ص 154.

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 المالية المنشأة

¹ سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 153.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

على أساسه تساوي 5000 وحدة نقدية، وهي عبارة عن ديون قيمتها قابلة للزيادة نتيجة لإمكانية اشتقاق وإصدار أوراق مالية أخرى أكثر تعقيد أو أكثر خطورة.

وكذا فإن التوريق ساهم في:

- زيادة الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي.

-زيادة حجم المشتقات، إذ أن توريق الديون ماهي إلا عملية اشتقاق أصول مالية جديدة بناء على أصول قديمة.

-زيادة المخاطر وتفاقمها، من خلال زيادة حجم الديون.

-زيادة تعقيد المنتجات المالية خاصة مع ظهور المنتجات المهيكلة.¹

قدرت حجم عقود CDS في نهاية 2007 بـ 57 مليار دولار في الولايات المتحدة. إن تقنية التوريق كانت سريعة

جدا في السنوات الأخيرة في الولايات المتحدة وهذا ما يتضح من خلال الجدول رقم () حيث في 2006 قدر سوق

ABS بـ 1,125,3 مليار دولار وسوق MBS خارج فاني ماي وفريدي ماك وصل إلى 1,773 مليار دولار في نفس

السنة، أما التعامل في سوق الـCDO فكان كالتالي: 746 مليار دولار للبنوك، و295 مليار دولار لشركات

التأمين.²

¹ سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 154.

² عكاش مسيفة، مرجع سبق ذكره، ص 123.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

الجدول رقم (49): سوق ABS و MBS في الولايات المتحدة الأمريكية الوحدة: مليار دولار.

السنوات	ABS	MBS خارج فاني ماي وفردى ماك
1998	286,6	191,9
1999	287,1	140,5
2000	337,0	102,1
2001	383,3	216,5
2002	169,2	263,9
2003	600,2	345,3
2004	869,8	403,8
2005	1172,1	645,7
2006	1253,1	773,1
2007	901,7	668,6
2008 (T ₁ حتى T ₃)	153	40

المصدر: عكاش مسيفة، العولمة المالية ودورها في حدوث الازمات المصرفية، "دراسة مقارنة بين أزمات الدول الناشئة وأزمة الرهن العقاري" مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر-03-2013، ص 124.

وفي هذا السياق تجدر الإشارة الى ان 87% من إصدارات الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS) عام 2000 كان مصدرها مؤسسات ترعتها الحكومة، ولكن وبحلول عام 2006، تراجعت هذه النسبة لتبلغ 67% عام 2006، ولعل سبب ذلك هو ارتفاع حصة المؤسسات التي لا ترعاها الحكومة من إجمالي إصدارات (MBS) التي انتقلت من 13% عام 2000 لتبلغ حوالي 33% عام 2006¹. (انظر الجدول رقم(50)).

¹العقون نادبة، مرجع سبق ذكره، ص 168.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

الجدول رقم (50): حصة الوكالات الحكومية وغير الحكومية من إصدارات (MBS).

نسبة مئوية من مجموع MBS					الحجم مليار دولار						
وكالات غير حكومية (% من مجموع MBS)					وكالات غير حكومية						
Subprime	Alt-A	Jumbo	المجموع	أوراق الوكالة المالية	Subprime	Alt-A	Jumbo	المجموع	أوراق الوكالة المالية	مجموع MBS	السنة
%3	%1	%8	%13	%87	81	44	252	377	2625	3003	2000
%3	%1	%8	%13	%87	109	50	275	434	2975	3409	2001
%4	%2	%7	%13	%87	167	67	256	489	3313	3802	2002
%6	%3	%6	%15	%85	245	10	254	611	3394	4005	2003
%10	%5	%8	%23	%77	431	230	353	1014	3467	4481	2004
%12	%10	%8	%31	%69	641	510	441	1593	3608	5201	2005
%13	%13	%8	%33	%67	732	730	462	1924	3905	5829	2006
%12	%13	%8	%33	%67	730	765	468	1963	4021	5984	2007

الفصل 1

المصدر: العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة باتنة، 2013، ص 168.

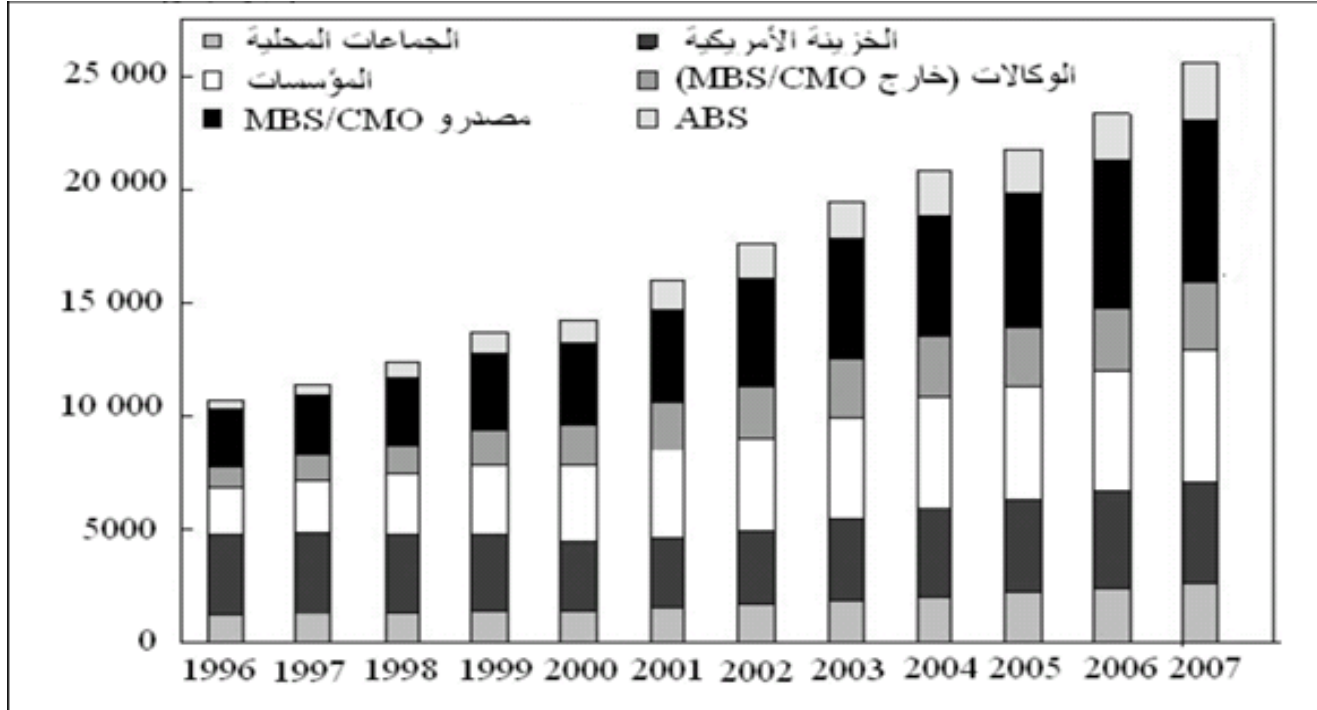
حيث بلغ سوق MBS، و CMO، و ABS في نهاية 2007 مستوى 10 تريليون دولار أمريكي بمعنى تضاعفت 10 ثلاث مرات خلال عشر سنوات (الشكل رقم). وتمثل هذه السوق قرابة 40% من سوق السندات، وهو مبلغ بعيد جدا عن حجم السندات التي أصدرتها الشركات 5,8 تريليون دولار أو السندات التي أصدرتها الخزنة 4,5 تريليون دولار.¹

¹ عبد الغاني عبد علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2010، ص، 82.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

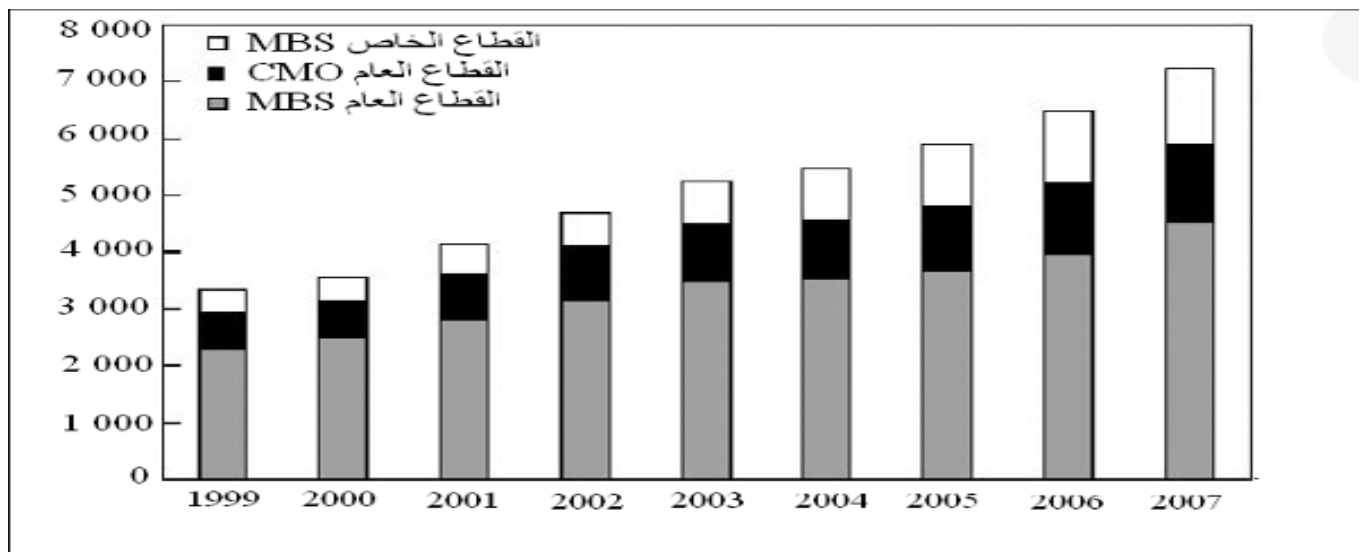
الشكل رقم (51): سوق التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية، وسوق الأوراق المالية من طرف المصدرين

(مليار دولار)



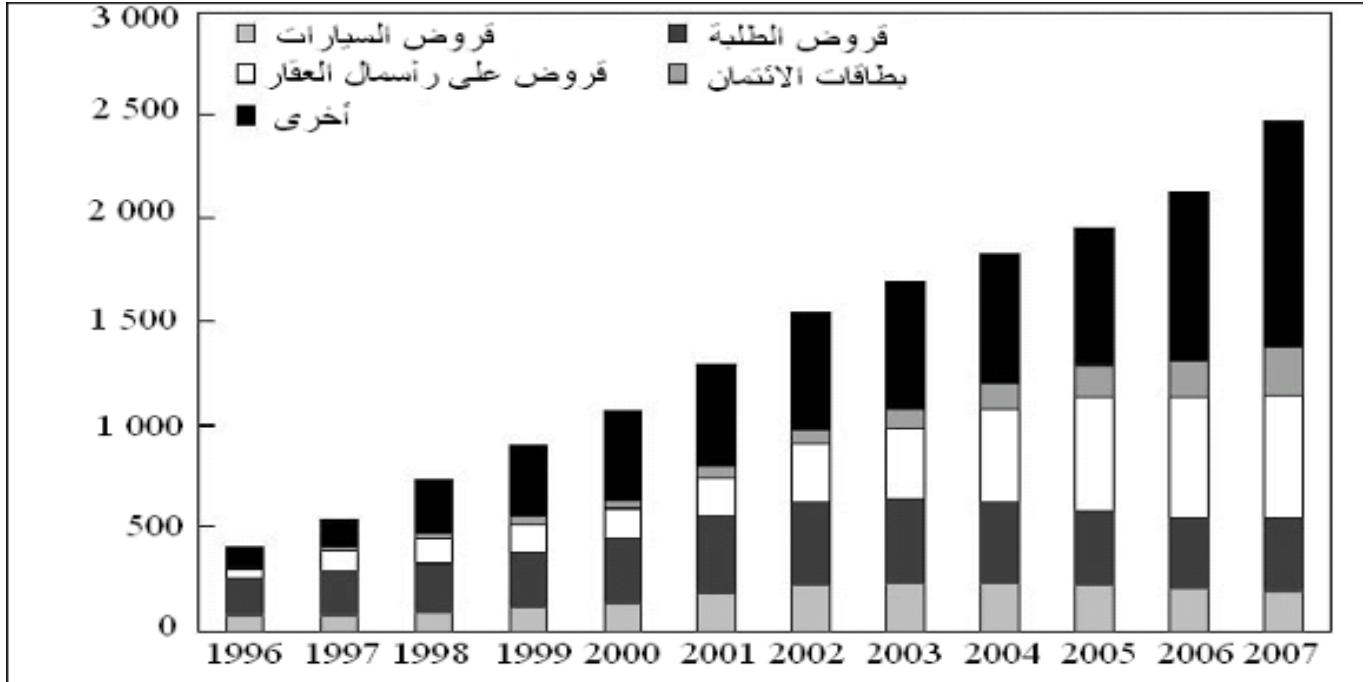
المصدر: عبد الغاني عبد علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، 2010، ص 83.

الشكل رقم (52): سوق MBS.



المصدر: أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، 2010، ص 83.

الشكل رقم (53): سوق ABS.



المصدر: عبد الغاني عبد علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، 2010، ص 84.

المطلب الثالث: تأثير المشتقات المالية على النظام المالي الأمريكي.

لقد لعب كلا من المشتقات المالية وتقنية التوريق دوراً أساسياً في تفجير أزمة الرهن العقاري الأمريكية، وذلك لاعتماد معظم المؤسسات المالية العالمية عليهما، لأن كلا منهما يوفر منتجات عديدة ومتنوعة تحقق أغراض مختلفة، ولكنها في نفس الوقت تتضمن مخاطر كبيرة تجهله أغلب الأطراف التي تتعامل بها من بنوك، مؤسسات تأمين، مؤسسات ضمان... الخ، وذلك راجع لعقيدها من جهة، ونقصان الشفافية في الأسواق الخاصة بها من جهة أخرى.

ومن خلال هذه المطلب سنحاول عرض بعض من حالات الإفلاس التي شهدتها البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية خلال أزمة الرهن العقاري الأمريكية.

تأثير الأزمة على المؤسسات المالية:

كثير من المؤسسات المالية عانت من خسائر كبيرة لتخلف عن دفع الرهن العقاري أو تخفيض قيمة الرهن، حيث كانت صناديق التحوط من المتعاملين الرئيسيين في تجارة منتجات التوريق حيث كانت أكبر مشتري للالتزامات

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

الدين المضمونة CDO المدعومة بقروض Subprime فقد اكتسبت نصف مجموع الـ CDO المقدر بـ 1400 مليار دولار وأغلبيتها شرائح دنيا ومتوسطة هذا ما أدى إلى إفلاس العديد منها، بالإضافة إلى خسائر كبيرة لحقت بشركات التأمين التي قامت بتقديم تأمينات على الأدوات المالية العقارية مثل أداة CDS-credit defaults swaps- مبادلة التخلف عن السداد لتأمين المستثمرين من مخاطر عدم السداد، وأكبر الخسائر لحقت بشركة AIG التي أنقذتها الحكومة الأمريكية. يعتبر القطاع المصرفي من أكثر القطاعات المتأثرة بالأزمة، حيث قدرت الخسائر التي منيت بها البنوك والمعلن عنها في 20 أكتوبر 2008 مقدره بـ 662.4 مليار دولار، ويمثل الفصل الرابع من سنة 2007 والأول من سنة 2008 سقف حجم الخسائر المسجلة من قبل البنوك على المستوى العالمي، والتي تساوي 166.5 و168.5 مليار دولار على التوالي. والجدول التالي يبين النتائج المسجلة من قبل أكبر البنوك الأمريكية خلال الفصل الثالث من سنة 2007 و2008.¹

الجدول رقم (54): النتائج المسجلة من قبل أكبر البنوك الأمريكية خلال الفصل الثالث من 2007-2008.

الوحدة: مليار دولار

التغيير %	النتائج الصافية		البنوك
	الفصل الثالث 2008	الفصل الثالث 2007	
68.25-	1177	3698	Bank of America
27.3	2815	2212	Citibank
84.4-	527	3370	Jp Morgan
24.4-	1640	2170	Wells Fargo
7.3-	414	1526	Morgan Stanley
71.1-	810	2806	Goldman Sachs
Ns	5152	2241	Merrill lynch
76.1-	3231	13541	المجموع

المصدر: عكاش مسيفة، العولمة المالية ودورها في حدوث الازمات المصرفية، "دراسة مقارنة بين أزمات الدول الناشئة وأزمة الرهن العقاري" مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر-03-2013 ص 145.

¹ عكاش مسيفة، مرجع سبق ذكره، ص 144.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

الجدول رقم (55): ترتيب البنوك الامريكية بعد ازمة الرهن العقاري.

المرتبة	الاسم	راس المال
1	HSBC	193,602
2	Bank of America	159,604
3	Wells Fargo & Co	124,185
4	Citigroup	111,585
5	Us Bacorp	62,749
6	Goldman Sachs	50,407

عكاش مسيفة، العولمة المالية ودورها في حدوث الازمات المصرفية، "دراسة مقارنة بين أزمات الدول الناشئة وازمة الرهن العقاري"، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر-3- 2013 ص 198.

ترتب عن الخسائر الضخمة المحققة من قبل البنوك عدم قدرتها على مواصلة نشاطها ومن ثم إشهار إفلاسها حيث تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية الدولة التي عرفت أكبر عدد إفلاس بنكي وصل 140 بنك عام 2009. كما ترتب عن هذه الخسائر الضخمة أيضا التي تكبدتها البنوك وإفلاس العديد منها من جراء هذه الأزمة، تغير في المرتبة التي كان يستحوذ عليها كلبنك قبل الأزمة.¹

¹عكاش مسيفة، مرجع سبق ذكره، ص 145.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

الجدول رقم (56): أكبر البنوك الخاسرة من أزمة الرهن العقاري الأمريكية.

البنوك الأولى المتأثرة بالأزمة	الخسائر (إلى غاية أوت 2008)	مصير المدراء التنفيذيين (CEO)	انخفاض في سعر السهم %
Citigroup	54.6	استبدل	58 - %
Merrill Lynch	51.8	استبدل	62 - %
UBS	38.2	استبدل	63 - %
HSBC	27.4	باق	6 - %
Wachovia	22	استبدل	61 - %
Bank of America	21.2	باق	31 - %
IKB	15.9	استبدل	83 - %
Royal Bank of Scotland	15.2	باق	53 - %
Washington Mutual	14.8	باق	86 - %
Morgan Stanley	14.4	باق	30 - %

المصدر: يوسفات علي، أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 2، جامعة ادنار، 2009، ص 80.

امتدت الأزمة إلى الأسواق المالية إذ أن المصارف كانت قد أصدرت أوراقا بضمانة هذه الوحدات السكنية وروجتها في الأسواق المالية الأمريكية، إذ انخفض مؤشر داوجونز الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى من 9258 نقطة إلى 8579 نقطة أي بمقدار 679 نقطة وبمعدل 7.3%، وقد انتقلت الأزمة إلى معظم الأسواق المالية.

بالإضافة إلى ذلك فقد افلست مجموعة من الشركات العملاقة، وتطلب إنقاذها تدخل السلطات العمومية. فقد لاحت بوادر انهيار شركات صناعة السيارات، ففي الولايات المتحدة الأمريكية شهد القطاع تراجعاً كبيراً في عملية البيع والشراء. أين عدد السيارات التي توقفت عن العمل في شوارع الولايات المتحدة الأمريكية بلغ خلال 12 شهراً بداية من شهر جويلية 2007 قرابة 14 مليون سيارة وسط توقعات بأن يفوق عدد السيارات التي توجه

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

الى ساحات الخردة أعداد السيارات الجديدة لأول مرة منذ 64 سنة. كان لهذا التراجع أثر بالغ على شركات صناعة السيارات، حيث قامت شركة "جنرال موتورز" بإغلاق ثلاثة مصانع في المكسيك شهر سبتمبر 2008.¹

الجدول رقم (57): معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية وأكبر القطاعات المتضررة في الولايات الامريكية المتحدة 2008.

الدولة	معدل الانخفاض	أكبر القطاعات المتضررة
الولايات المتحدة U.S	36%	قطاع البنوك العقارات والسيارات

المصدر: عكاش مسيفة، العولمة المالية ودورها في حدوث الازمات المصرفية، "دراسة مقارنة بين أزمات الدول الناشئة وأزمة الرهن العقاري" مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر-03-2013 ص، 196 .

كما ذكر سابقا فقد تم الاعلان عن افلاس 140 بنك في الولايات المتحدة الامريكية بسبب تعاملاتها بالمشتقات المالية.

والبداية كانت بإفلاس بنك "بير ستيرن" في مارس 2008، وقد بيع بأقل من دولار للسهم إلى بنك "جي بي مورغان" الذي تحصل على قرض من الاحتياطي الفيدرالي بقيمة 0مليار دولار؛ وأفلس أيضا بنك "ليمان برادرز" رابع أكبر بنك استثمار في أمريكا والعالم بتاريخ 15 سبتمبر 2008 وقدرت ديونه 600 مليار دولار؛ كما وافق بنك "ميريل لينش" أن يباع إلى "بنك أوف أمريكا" مقابل 50مليار دولار خشية الإفلاس كما حصل أكثر من 116 بنك آخر على الدعم الحكومي.²

كما طالت الأزمة عملاقا الإقراض العقاري "فريدي ماك" و "فاني ماي" الذين أمتتهما الحكومة الأمريكية؛ وكذا أكبر شركة تأمين في العالم "أي إي جي" التي قامت الحكومة بشراء ديونها المتعثرة مقابل ملكية 79,9% من راس مالها.³

حيث فقد بنك Bear Stearns وهو واحد من أكبر البنوك الاستثمارية وشركات المضاربة في الولايات المتحدة الامريكية والعالم، تأسس عام 1923 برأس مال 500 ألف دولار امريكي. أعلن افلاسه والاستحواذ عليه من قبل

¹فارس بن ررق، مرجع سبق ذكره، ص 47.

²فارس بن ررق، مرجع سبق ذكره، ص 47.

³ نفس المرجع، ص، 46.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

JP Steams في شهر مارس 2008 مقابل سعر زهيد للغاية 10 دولارات للسهم بعد ان كان JP Steams قد عرض 2 دولار للسهم، لكن المساهمين رفضوا بعد ان كان سعر السهم 133 دولار، وقد أفلس البنك بسبب أزمة الرهن العقاري وتفاقمها، لأنه كان يملك الكثير من الأصول الناتجة عن توريق القروض العقارية الخطيرة من نوع Subprime. وقد منحت الحكومة الامريكية قرض للشركة لحمايتها من الانهيار لكن وضع الشركة كان حرجا للغاية مما أدى الى انهيارها وتجاهل خطط انقاذها.¹

وفي يوم الخميس 25 سبتمبر 2008 شهد أكبر انهيار مصرفي في التاريخ الأمريكي حيث أغلقت السلطات الفدرالية مصرف واشنطن ميوتشيدال (وامو) الذي تزيد أصوله عن 300 مليار دولار وتم بيعه بقيمة اسمية لا تتعدى 6,9 مليار دولار إلى بنك "جي بي مورجان" الأمريكي مقابل لتحمله عشرات الملايين من الدولارات تشكل الخسائر المرتبطة بأصول الرهن العقاري المرتفعة المخاطر والمتعثرة.²

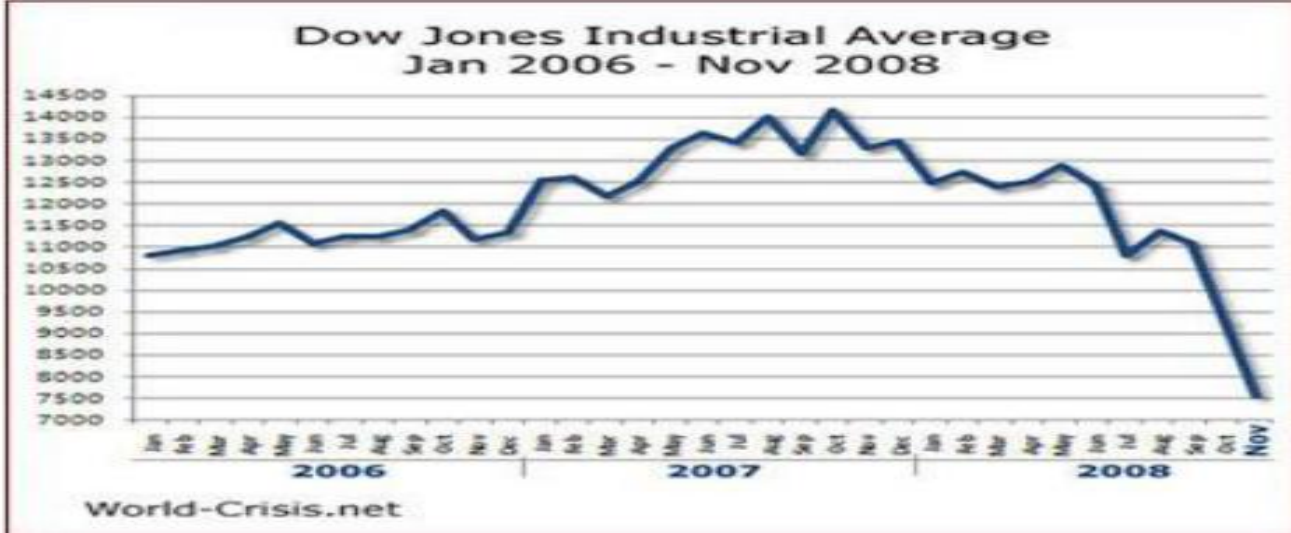
انهيار البورصات: لقد كانت أسهم القطاع المصرفي قاطرة الانهيار في أسعار الأسهم، حيث كانت هي الأكثر تضررا خلال الأزمة، وقد زادت الأمور توترا بعد فشل بنكي الاحتياطي الفدرالي الأمريكي "FED" في التخفيف من حدة تراجع المؤشرات وتشير الإحصائيات إلى أن قيمة الأوراق المالية الأمريكية -على سبيل المثال -بلغت في أول أكتوبر 2008 عشرة تريليونات من الدولارات كانت ملكيتها موزعة كالتالي: الحكومة الأمريكية (4,2)، الصناديق الأجنبية (2,7)، الشعب الأمريكي (3,1). وترتب على الأزمة المالية أن المستثمرين (الصناديق السيادية، البنوك المركزية الأجنبية والمستثمرون الآخرون) بدأوا يتخلون عن ملكية الأسهم ويلجئون إلى شراء السندات على الخزنة الأمريكية، نظرا ل ضماناتها القوية. ولجأت الحكومة الأمريكية إلى استخدام هذه الأموال في تمويل البنوك، وشراء لأصول الخطرة والأوراق المالية المدعومة بقروض عقارية قيمتها الفعلية غير معروفة، بسعر سوقي عادل. حيث وصل معدل انخفاض أسواق راس المال خلال الفترة 2001-2003 الى 50%.³

¹ سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 156.

² المنسيع رايح، مرجع سبق ذكره، ص 109.

³ المنسيع رايح، مرجع سبق ذكره، ص 110.

الشكل رقم (58): الأثر على مؤشر "Dow Jones" الأمريكي.



المصدر: المانسيب رايح، الهندسة المالية وأثرها في الازمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر-03-2011، ص 111.

سنحاول عرض أشهر حالة من حالات الإفلاس التي شهدتها المؤسسات المالية العالمية خلال الأزمة المالية العالمية 2008 وهي حالة بنك "Lehman Brothers"، وذلك نتيجة لتعامله بالأصول المالية الناتجة عن توريق واشتقاق القروض العقارية التي تعتبر منشئ هذه الأزمة، مع التعرض لحالات بعض المؤسسات الأخرى.

تأسس بنك Lehman Brothers في عام 1850 من قبل اثنين من سماسرة القطن في ولاية ألاباما ثم انتقلت إلى مدينة نيويورك بعد الحرب الأهلية، ونمت بعد ذلك كواحدة من الشركات الاستثمارية العملاقة في وول ستريت. كانت الشركة تعتبر رابع أكبر بنك استثماري بالولايات المتحدة الأمريكية، كان يعمل لديها 25935 موظفا بشتى أنحاء العالم.

وقد بدأ الانهيار البطيء للبنك عندما ظهرت أزمة سوق الرهن العقاري في صيف عام 2007 حيث أخذت أسهمه في التراجع بشكل مطرد من ذروة بلغت 82 دولار للسهم، وذلك لأنه كان لاعبا رئيسيا في سوق القروض العقارية من الدرجة الثانية Subprime، وأن كغيره من المؤسسات المالية واجه المخاطر التي ترتبت على الخسائر الكبيرة الناجمة عن سوء تقدير درجات المخاطرة والمعاملات المعقدة المرتبطة بهذا النوع من الإقراض.

الفصل الثالث : دراسة تحليلية لأزمة الرهن العقاري 2008

وعندما بدأت الأزمة تتعمق في أواخر عام 2007 وأوائل عام 2008، قاوم البنك التوقعات بإفلاسه أكثر من مرة، كما حاولت تجنب مصير Bear Stearns، ولكن في صيف 2008 بدأت تقلبات أوضاع البنك، حيث قام البنك بسلسلة من عمليات شطب الديون التي رافقتها عروض جديدة لزيادة رأسمال بهدف تعزيز موارده المالية، كما واجه مشاكل كبيرة ناجمة عن عمليات بيع واسعة لأسهمه، لدرجة أنه اتهم البائعين بأنهم يحاولون الضغط على الأسعار لكي تتخفض من خلال ترويج شائعا تهدف إلى خفض سعر سهم البنك، بينما كان البائعون يريدون على المنتقدين لهم بالتساؤل عما إذا كان البنك قد كشف عن الحجم الحقيقي لخسائره بالفعل حتى يمكن الحكم على الأسعار الحقيقية لأسهمه.

يوم الأحد 14 سبتمبر 2008 أكدت الأخبار عن أن بنك Lehman Brothers على حافة الإفلاس، وأن ويسعى في البحث عن مشتري ولكنه لم يجد المشتري المناسب وأن الإفلاس ربما أصبح أمرا حتميا. وكان Bank of America وبنك Barclays يبحثان جديا في شراء البنك، إلا أن التقارير الآتية من بورصة وول ستريت كانت تشير إلى أن مخاطر الاستحواذ على البنك تعد ضخمة جدا، حيث أن حجم القروض العقارية التي يملكها البنك يمكن أن تكون مصدرا مستقبليا للمشكلات المالية لـ Bank of America كذلك أشارت التقارير إلى عدم استعداد الاحتياطي الفدرالي إلى ضمان خسائر قروض بنك Lehman Brothers مثلما قام بذلك في صفقة استحواذ J.P. Morgan على Bear Stearns، وهو ما جعل عملية شراء البنك أكثر خطورة، وأنه إذا كانت عملية إنقاذ البنك سوف تستغرق وقتا طويلا، قدر بين ثلاث وخمس سنوات، فإنه إذا ما تعمقت أزمة العقار فإن عملية شراء البنك ربما تمثل خطأ كبيرا لأي مشتري.

في هذه الفترة كانت الشركة القابضة للبنك قد فقدت ما يقرب من سبعة مليارات دولار على مدى الأشهر الستة الماضية على نشوء أزمة البنك بسبب سوء أداء الرهونات على كل من المساكن والعقارات التجارية في الأسواق العالمية. وقد كان كثيرون يأملون بسرعة الحصول على مشتري للبنك قبل نهاية مساء الأحد 14 سبتمبر 2008 بصفة خاصة من قبل بنك Barclays البريطاني أو Bank of America إلا أن هذا الأخير بدلا من الاستحواذ على Lehman Brothers غير وجهته وأعلن عن دفع 50 مليار دولار للاستحواذ على Merrill Lynch في صفقة ستؤدي إلى ولادة أكبر مؤسسة مالية في العالم. وبعد ساعات فقط من ظهور التقارير الخاصة بأن Bank of America قطع المحادثات لشراء Lehman Brothers، وأن ويستعد لشراء Merrill Lynch ارتفعت أسهم هذا الأخير بنسبة 33% مباشرة، في حين تراجع سهم Bank of America بنسبة 13%. وكما هو الحال بالنسبة لبنك Lehman Brothers فإن شركة Merrill Lynch كانت تعاني أيضا من جراء تعاملاتها

الكبيرة في رهونات العقارية المضطربة، ونتيجة لذلك أخذ سعر سهم الشركة في التراجع بنحو 27% في الأسبوع السابق على إعلان خبر الاستحواذ، وكان القلق قد تزايد في سوق المال من أنها قد تواجه مزيدا من الانخفاض في أسعار أسهمها، وأنها تحتاج إلى زيادة رأسمالها لتدعيم ميزانيتها، وذلك بعد أن حققت صافي خسائر بلغت أكثر من 19 مليار دولار على مدى السنة الماضية، كما أنها سبق أن أعلنت عن شطب نحو 39 مليار دولار من الاستثمارات السيئة في صورة خسائر في سندات مغطاة بقروض عقارية بعد انتشار حالات التوقف عن الدفع والعجز عن السداد. أدت هذه الأحداث إلى شيعو القلق في سوق المال، وانخفاض المؤشرات، وقد كانت أسهم Lehman Brothers قد انخفضت بنسبة 94%. وبحلول يوم الإثنين 15 سبتمبر 2009، كانت قيمة تلك الأسهم صفر تقريبا، وفشلت كافة المحادثات الخاصة بإنقاذ البنك الذي كان يوما من الأيام من أكبر بنوك الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية، وزاد الذعر في الأسواق الأمريكية وأصبح من الواضح أن وليس هناك أي أمل في إنقاذ البنك، ولذلك تم تكليف مجلس إدارة البنك بتقديم التماس في إطار إشهار إفلاسه من أجل حماية أصوله وتعظيم قيمتها. وأعلنت شركة Lehman Brothers القابضة أنها تعترم تقديم عريضة وفقا لقانون الإفلاس في الولايات المتحدة في محكمة الإفلاس لمنطقة جنوبي نيويورك، وأن عملاء سماسرة Lehman Brother يمكنهم أن يستمروا في التجارة أو اتخاذ إجراءات أخرى فيما يتعلق بحساباتهم.

في هذا اليوم انطوت وبشكل مفاجئ صفحة بنك Lehman Brothers ، في عملية إفلاس ضخمة، لتبدأ بعد ذلك أعنف أزمة مالية مرت على العالم منذ الكساد العالمي الكبير. والشيء المؤكد أن السماح بإفلاس Lehman Brothers كان خطأ كبير للإدارة الأمريكية، خصوصا أن حجم الدعم المالي الذي كان يمكن أن تتحمله الحكومة لإنقاذ البنك أقل بكثير من الاعتمادات المالية الرهيبة التي خصصت لاحقا لإنقاذ الاقتصاد الأمريكي من تبعات الأزمة التي أعقبت انهيار البنك. ولكن ذلك لا يعني أن استمرار بنك Lehman Brothers كان سيحول دون وقوع الأزمة، إلا أن حجم الذعر الذي ساد الأسواق العالمية نتيجة إفلاس البنك كان على نحو غير مسبوق، وكان من الممكن أن يكون وقع الأزمة على الأسواق المالية أخف إذا لم يسقط البنك.¹

¹ سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص ص 155، 159.

خاتمة الفصل:

ومن خلال تحليلنا لأزمة الرهن العقاري والتعمق في مسبباتها، تبين أن إرهابات الأزمة بدأت على إثر أزمة فقاعة الانترنت عام 2000، عندما بدأت حالة من الركود الاقتصادي تلقي بضلالها على الاقتصاد الأمريكي، وهو ما دفع بالبنك الفدرالي الأمريكي إلى تخفيض معدلات الفائدة لتشجيع الاقتراض، بهدف إنعاش الاقتصاد الأمريكي، وهو ما ترتب عنه تضخم حاد في أسعار كل السلع الاستهلاكية، وتشكل الفقاعة في قطاع العقارات التي انفجرت بمجرد رفع معدلات الفائدة وعجز العائلات عن تسديد التزاماتها، إلى جانب غياب الشفافية في التعامل بالمشتقات المالية وفي تصنيفها وانعدام العدالة في توزيع الثروة بين أفراد المجتمع.

خاتمة

عامّة

خاتمة عامة:

هدفت هذه الدراسة الى ابراز العلاقة بين تصاعد ظاهرة العولمة المالية من جهة، وتكرار وتواتر الازمات المالية من جهة أخرى، مع التركيز على ازمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الامريكية، باعتبارها احدى الازمات المالية الحادة التي كان لها بعد عالمي كبير، وترقب عنها اثار خطيرة على النظام المالي العالمي.

حيث يستخلص من الدراسة ان الازمة التي عانى منها الاقتصاد الأمريكي تجد جذورها في المزيج المعتاد لانخفاض في أسعار الفائدة باعتباره متغير حاسم في صيرورة ازمة الرهن العقاري، كذلك الاستعمال المكثف للمشتقات المالية والتوسع في عملية التوريق الى جانب بعض الممارسات التي ساد أسواق المال وغياب الشفافية للمقترضين وغيرها، وقد ترتب عن هذه الممارسات العجز المتزايد للمقترضين. وخاصة العائلات ذات الجدارة الائتمانية الضعيفة. عن تسديد ما عليهم من ديون مع ما رافق ذلك من انخفاض في قيمة العقارات التي تعتبر كضمانات لتلك الديون، لتنتقل بعد ذلك تأثيرات الازمة الى كل المؤسسات والأسواق المالية في الولايات المتحدة الامريكية.

حيث توصلنا من خلال هذا البحث إلى أن الهدف الأساسي من خلق المشتقات المالية وتقنية التوريق كان حماية البنوك والمؤسسات المالية وتنظيم نشاطها والتخفيف من المخاطر التي تتعرض لها، إضافة إلى الحفاظ على استقرار الأسواق المالية وتسهيل التعاملات فيها.

فالمشتقات المالية والتي هي عبارة عن عقود مالية يمكن من خلالها شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، وقيمتها تشتق من قيمة الأصل محل العقد والذي قد يكون سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي، مؤشر معين... الخ، يمكن استخدامها لإدارة المخاطر من خلال تقليلها أو تجميعها أو حتى مبادلتها، إدارة السيولة من خلال تحويل التزامات طويلة المدى إلى التزامات قصيرة المدى أو العكس، إضافة إلى توفير مصادر تمويل متنوعة... الخ.

أما تقنية التوريق التي تعتبر من أهم تقنيات الهندسة المالية وتساهم في خلق مشتقات مالية جديدة ومتنوعة، والتي هي عبارة عن ميكانيزم مالي تستطيع بموجبه المؤسسات المالية سحب جزء من أصولها غير القابلة لمتداول من ميزانيتها، والتنازل عنها لمؤسسة مالية أخرى تسمى مؤسسة التوريق، فيمكن استخدامها لتلبية عدة أغراض كتحويل المخاطر، زيادة القدرة التمويلية، زيادة السيولة، التقليل من الحاجة إلى الأموال الخاصة، تجنباً لاقتراض المباشر.... الخ.

لكن وبالرغم من كثرة الفوائد التي تحققها هذه المنتجات للمؤسسات المالية بشكل خاص وللأسواق المالية بشكل عام فقد أثبت الواقع أنها تتضمن مخاطر كبيرة من شأنها تدمير النظام المالي العالمي بكامله، وخير دليل على ذلك ما حدث في السوق المالية الأمريكية والذي تسبب في إحداث الأزمة المالية العالمية سنة 2008، والتي

أثرت على مختلف القطاعات الاقتصادية العالمية مما تسبب في إحداث أزمة نظامية. فبالرغم من تعدد أسباب هذه الأزمة إلا أن المشتقات المالية وتقنية التوريق قد لعبا دورا واضحا وكبيراً في إحداثها وتعميقها.

فبالنسبة للمشتقات المالية، فقد ساهمت في إحداث هذه الأزمة نتيجة لاعتمادها على التوقعات واستخدامها لأغراض المضاربة أكثر من استخدامها للتحوط والترجيح، إضافة إلى كثرة صفقاتها في الأسواق غير المنظمة أو أسواق عقود المفاوضة بالتراضي Les Marchés de Gré a Gré، حيث بلغ حجم الصفقات المبرمة في هذه الأخيرة في نهاية الثلاثي الأول لسنة 2007 حوالي 516.000 مليار دولار، أما حجم الصفقات في الأسواق المنظمة فقد بلغ 165000 مليار دولار في نفس السنة، مما يعني تزايد المخاطر، وذلك لإمكانية حدوث تراكم عشوائي للأخطار لدى طرف واحد، لأن الصفقات في أسواق عقود المفاوضة بالتراضي متروكة للتفاوض بين المتدخلين، وهذا يطرح عدة مشاكل من بينها عدم الشفافية التي تحيط بالصفقات والتي تشجع البعض على المبالغة في تحمل المخاطر وتعرض النظام المالي للانهايار دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك، كون الصفقات ثنائية غير معلنة مسجلة خارج الميزانية، وبذلك فبدلاً من أن تكون المشتقات المالية أداة تحافظ على استقرار الأسواق المالية من خلال توزيعها للمخاطر على كافة المتعاملين، كلاً 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 بفعل انتقال العدوى المالية.

أما بالنسبة لتقنية التوريق فقد ساهمت في إحداث هذه الأزمة من خلال مساهمتها في زيادة حجم المشتقات المالية من جهة، كونها تعتبر عملية اشتقاق لأصول مالية جديدة بناءً على أصول مالية موجودة، إضافة إلى تمادي المؤسسات المالية في استخدامها ونشر منتجاتها وعدم دراية المتعاملين بمدى تعقدها وخطورتها من جهة أخرى، خاصة تلك الناتجة عن التوريق الاصطناعي Synthtic Securitisation والتي لا يتم من خلالها إخراج القروض وضماناتها من ميزانية المؤسسة البادئة بالتوريق، وإنما يتم تحويل المخاطر المرتبطة بها فقط إلى شركة التوريق مما يجعلها أكثر خطورة من المنتجات الأخرى. وبهذا أصبحت تقنية التوريق أداة تساهم بشكل كبير في زيادة المخاطر وتفاقمها وتركزها مما جعلها من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في تفجير الأزمة العقارية التي تمثل البداية الأولى للأزمة المالية العالمية لسنة.

وعليه فمن النتائج المستخلصة ما يلي:

كشفت الدراسات عن وجود مفهوم جديد يتداول في الأسواق المالية التي تعتبر مجموعة من الابتكارات والاختراعات لأدوات مالية جديدة طمعا في استخدامها كوسيلة تحوط ضد المخاطر.

ظهرت أدوات مالية جديدة على الساحة الاقتصادية تمثلت في المشتقات المالية، التوريق ومستحدثات الأوراق المالية وتزايد التعامل بها بشكل كبير نظراً لأهميتها في كسب الأرباح الكبيرة والسريعة.

الاستخدام الواسع للادوات المالية اثر بشكل سلبي على عكس ما توقعه المتعاملون بها فقدت الكثير من المؤسسات المالية مكانتها الاقتصادية وخسر معظمهم خسائر بالغة.

كانت أدوات الهندسة المالية المسبب الحقيقي في انفجار وتفاقم ازمة الرهن العقاري الامريكية.

انعكست ازمة الرهن العقاري على اقتصاديات الدول انطلاقا من الموطن الأصلي لاندلاعها وهي الولايات المتحدة الامريكية وكان بنك ليمان براذرز خير دليل على ذلك إضافة الى انهيار العديد من المؤسسات العملاقة التي لم يتوقع سقوطها بسبب متانة الاقتصاد.

ساعدت الهندسة المالية على تطوير سوق الرهن العقاري الأمريكي لدرجة كبيرة، مما أدى الى تجميع أصول مالية ضخمة في مجال الرهن العقاري، وتم توريق هذه القروض العقارية وتقسيمها الى مشتقات وشرائح معقدة، حيث تم الاعتماد على أشهر وكالات التصنيف الائتماني العالمي التي منحت تصنيفات عالية ومظلة لمخاطر السندات.

ساهمت ازمة الرهن العقاري الامريكية في تكبد أكبر مؤسسات المال والاعمال الأمريكية خسائر ضخمة شارك في نشوبها العديد من الاعوان والعوامل، منها وكالات التقيط والبنوك.

التوصيات:

وبناء ما تقدم يمكن ان نقترح بعض التوصيات:

ان تعرض النظام المالي لازمات مالية وفشل الخطط المالية والاقتصادية لاحتوائها، يؤكد ضرورة اجراء إصلاحات عميقة على النظام المالي العالمي وإعادة النظر في مؤسساته.

ضرورة وضع أسس واضحة للهندسة المالية مع تبيان حدودها حت لا يتم فتح المجال للحيل المؤدية الى الوقوع في مشاكل مالية، سواء عمدا او خطأ، تخل باستقرار النظام المالي.

إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية والحد من الصفقات المبرمة في الأسواق غير المنظمة لما تتمتع به من عدم الشفافية وغياب الرقابة.

اجبار البنوك التي تقوم بتوريق قروضها على الاحتفاظ في ميزانيتها بجزء من الأوراق المالية المسندة لهذه القروض، مما يجعلها أكثر حذرا وبالتالي ينخفض حجم المخاطر في السوق.

إعادة النظر في التشريعات والقوانين الرقابية والتنظيمية لقطاع العقار وإعادة هيكلته، كتطبيق معدلات فائدة ثابتة على قروض الرهن العقاري.

ادخال الأنظمة الرقابية والتشريعات اللازمة لتنظيم النشاطات المالية المتعلقة بالمشتقات المالية، وضبط عمليات التوريق وتفاذي تعقيدها.

ضرورة اخضاع وكالات التصنيف الائتماني لعمليات التفتيش والتحقيقات، والفصل بين مهمة التنقيط والاستشارة، الى جانب تعزيز المنافسة في هذه السوق وتسهيل إجراءات الحصول على الاعتماد لوكالات جديدة، وبالتالي الحصول على تصنيفات ائتمانية دقيقة للمقترضين من الافراد والمؤسسات.

قائمة

المراجع

قائمة المراجع

الكتب:

- 1- إبراهيم عبد العزيز النجار، الازمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 2- احمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار معتر للنشر والتوزيع. الأردن.
- 3- احمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999.
- 4- احمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 5- بن علي بلعوز واخرون، إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، 2013.
- 6- بول هالورد، رونالد مكدونالد، النقود والتمويل الدولي، دار المريخ، الرياض، السعودية 2008 .
- 7- جليل كاظم العارضي، علي عبود نعمة الجابري، الهندسة المالية وادواتها المشتقة، دار المنهجية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2016.
- 8- حسين كريم حمزة، العولمة المالية و النمو الاقتصادي دار، صفاء للنشر و التوزيع ، عمان الطبعة الاولى 2001.
- 9- دريد كامل ال شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
- 10- دريد كامل الشبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2010
- 11- دريد كمال ال شبين، الاستثمار والتحليل المالي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 12- زياد سليم رمضان، محفوظ الدوجة، إدارة البنوك، دار المسيرة. طبعة 2.
- 13- سامي خليل، اقتصاديات النقود والبنوك، دار النهضة العربية، مصر.
- 14- سرمد عبد الجبار، دور الهندسة المالية في تطوير المصارف الإسلامية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة كربلاء، العراق، 2017.
- 15- سرياق رفيق، مطبوعة أسواق مالية، تخصص علوم اقتصادية، جامعة قالمة.
- 16- سليمان المنذري ، الفرص الضائعة في مسار التكامل الاقتصادي العربي و التنمية العربية، مكتبة مد بولي .مصر، 1999.
- 17- سمير عبدالرحمن لرضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها، دار الجامعات،مصر، 2005.
- 18- شدا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجد عمان .
- 19- شدا جمال خطيب، العولمة المالية ومشكل الأسواق العربية لرأسمال، دار مجد لاوي، عمان.

- 20- شرياق رفيق، مطبوعة أسواق مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي_ قالمة، 2017.
- 21- شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والطباعة، عمان، الطبعة الأولى 2012.
- 22- صلعة سمية، مطبوعة المؤسسة والأسواق المالية، تخصص إدارة مالية، جامعة البيض.
- 23- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، 2003.
- 24- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2005.
- 25- طارق عبد العال، حوكمة الشركات والازمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- 26- عادل احمد حشيش، اساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة.
- 27- عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية، دار طيبة مصر، 2008.
- 28- عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر.
- 29- عبد الحميد عبد المطلب، الديون المصرفية المتعثرة والازمة المالية المصرفية، "ازمة الرهن العقاري الأمريكي"، الدار الجامعية الإسكندرية، 2009.
- 30- عبد الغفار حنفي. رسمية قراقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، طبعة الأولى، مصر.
- 31- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 32- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية - أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات - الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2003.
- 33- عبد القادر بلطاس، تداعيات الازمة المالية العالمية، دار النشر ليجوند، الجزائر، 2009.
- 34- عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، اساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة صين العصرية للطبع والنشر، بيروت لبنان.
- 35- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001 .
- 36- عبد المنعم السيد علي ونزار الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الأردن .
- 37- عبد النافع الزرري وغازي فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2001، ص 36.
- 38- علي سعد محمد داود، البنوك ومحافظ الاستثمار، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية.

- 39- عماد عبد المحسن دلول، أثر استخدام بعض أدوات الهندسة المالية في المخاطر الائتمانية، مجلة الإدارة والاقتصاد، السنة السابعة والثلاثون، العدد تسعة وتسعون، 2014.
- 40- فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية 1999.
- 41- فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- 42- مجدي محمود شهاب، الاقتصاد النقدي المصرفي، الدار الجامعية، مصر.
- 43- محسن أحمد الخضري، الاندماج المصرفي، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- 44- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
- 45- محمد يونس، عبد المنعم مبارك، مقدمة في اعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر.
- 46- محمود محمد داغر، الأسواق المالية مؤسسات، دار النشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 47- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشأة المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999.
- 48- منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، عقود الخيارات، الطبعة الأولى، الجزء 3، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007.
- 49- منير إبراهيم هندي، اساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية "الأسهم والسندات"، منشأة المعارف، مصر 2008.
- 50- ناظم محمد نوري الشمري، اساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، عمان، الأردن.
- 51- هشام فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وادواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن.
- الرسائل الجامعية
- 1- ابراهيم بولقرون، حمزة اسلام بوتين، اثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي، حالة الجزائر في الفترة 1990-2013، مذكرة لنيل شهادة الماستر، نقود مالية دولية، جامعة جيجل 2015 .
- 2- ابركان سوماية. حاروش لطيفة، دور العولمة المالية في خلق الازمات الاقتصادية، دراسة حالة الازمة المالية العالمية، 2008، تخصص نقود ومالية دولية، جامعة جيجل.
- 3- إسماعيل بن راس، راس مال المخاطر كبديل مستحدث للتمويل، مذكرة لنيل شهادة ماستر جامعة ورقلة، 2014.
- 4- بن دعاس زهير، الاندماج المالي الاقليمي وانعكاساته على التنمية الاقتصادية في البلدان النامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص النقود و المالية جامعة الجزائر 3، 2016.

5- بن علال بلقاسم، سياسة التحرير المالي و النمو الاقتصادي في الدول النامية، العلاقة القائمة بينهما وشروط نجاحها، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم الاقتصاد النقدي و المالي، جامع تلمسان الجزائر 2014.

6- بن قلبية زين الدين، أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد. تلمسان .

1- بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات لتغطية من المخاطر المالية في ظل الازمة المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة سطيف، 2011.

7- جعفري مفيدة، دور الهندسة المالية في زيادة حدة الازمة المالية العالمية 2008، مذكرة لنيل شهادة الماستر، جامعة ام البواقي، 2014.

8- حلام عكنوس، سوق الأسواق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية، جامعة ام البواقي، 2014.

9- دانيا إبراهيم غيا، دور المشتقات المالية كادوات للتحوط التعاقدية اتجاه المخاطر المالية ومدى امكانية تطبيقها في المصارف السورية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الأسواق المالية، جامعة دمشق، 2013.

10- رفيقة صباغ، الازمات المالية العالمية وأثرها على الدول النامية "دراسة تحليلية لأثر ازمة الرهن العقاري على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة تلمسان.

2- ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2015 ص 20.

11- ساعد ابتسام، تقييم كفاءة النظام المالي الجزائري ودوره في تمويل الاقتصاد، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2009.

12- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية. جامعة يسكرة.

13- سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص بنوك وتأمينات، جامعة قسنطينة، 2006.

14- عامر عبد الرحمن، أهمية النظام المالي والاستثمار الأجنبي في التوجه الاقتصادي الجديد في سياسة التنمية، دراسة حالة الجزائر، تخصص علوم اقتصادية، جامعة جيلالي ليابس، سيدي بلعباس.

15- عبد الغني حريري، لآثار التحرير المالي عي اقتصاديات الدول العربية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير تخصص نقود ومالية، فرع العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف 2007.

16- عكاس مسيفة، العولمة المالية ودورها في حدوث الازمات المصرفية، "دراسة مقارنة بين أزمات الدول الناشئة وأزمة الرهن العقاري"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر-03-2013.

17- عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق راس المال، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015.

18- فارس بن رفرق، مواجهة الازمات المالية العالمية بين تدابير صندوق النقد الدولي وخطة الإنقاذ الأمريكية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاديات الاعمال والتجارة الدولية، جامعة سطيف1.

19- محمد عبد الحميد عبد الحي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، 2014.

20- مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2012.

21- معتوق جمال، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016.

22- منير عوادي، دور سوق الأوراق المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة مجمع صيدال (2010-2013)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص الأسواق المالية والبورصات جامعة بسكرة.

23- نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، دراسة لازمة الرهن العقاري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة باتنة، 2013.

3- الوردية خدومة، دور المبتكرات المالية في مواجهة المخاطر المالية وتحقيق استقرار المؤسسة الاقتصادية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص مالية ومحاسبة معمقة، جامعة باتنة، 2015.

المقالات

1- الاتحاد الإفريقي، تقرير اللجنة الاقتصادية الإفريقية حول الاندماج المالي الإفريقي 2008.

2- احمد بوراس، العولمة والأسواق المالية في الدول النامية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 17، قسنطينة، جوان 2001.

52- حازم بدر الخطيب، دور واهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، العدد 11، ماي 2007.

3- حسان خضر ، الدمج المصرفي ، مجلة جسر التنمية.

4- روبين بروكس وآخرون، الرقص بانسجام، مجلة التمويل و التنمية العدد 3 يونيو 2003.

- 5- صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، عدد 2، جامعة بسكرة، جوان 2002.
- 6- عامر كمال، اسهامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في الأسواق المالية وتحسين أدائها، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد السابعة عشر، جامعة البويرة.
- 7- عيسى محمد الغزالي، تحليلي الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، مارس 2004، السنة الثالثة، الكويت ص 5.
- 8- قتيبة عبد الرحمان العالي، مجلة البيان، الاندماج المالي الدولي، 30 مارس 2007.
- 9- نجلا فتح الرحمان أحمد القاضي، مجلة كلية العلوم الإدارية، جامعة إفريقيا العلمية، العدد الأول يوليو 2017.
- 10- نزار قنوع وآخرون، الاندماج المصرفي وضروراته في العالم العربي، مجلة تشرين للبحوث و الدراسات المجلد 31 ن سنة 2009.
- 11- يوسفات علي، ازمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 2، جامعة أدرار.
- الملتقيات**
- 1- اوصغير لويزة، ملتقى وطني حول النظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، يومي 5.4 فيفري 2019.
- 2- خضيرات عمر، الازمة الاقتصادية والمالية العالمية الراهنة 2008 وموقف الاقتصاد الإسلامي منها، مداخلة قدمت في إطار مؤتمر الازمة الاقتصادية المعاصرة، أسبابها، تداعياتها، وعلاجها، جامعة جرش الأردن، يومي 14، 16 ديسمبر 2010.
- 3- سحنون محمد، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الازمات، الملتقى العلمي الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف.
- 4- صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق واثره في وقوع الازمة المالية في ضوء التفكير الإسلامي، مداخلة من المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، أيام 1، 2، افريل 2009.
- 5- عبد الكريم احمد قندوز، الهندسة المالية واضطرابات النظام المالي العالمي، المؤتمر الدولي الرابع حول الازمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، يومي 15 و 16 أكتوبر 2010.
- 6- عجيل حاسم النمشي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما، الدورة التاسعة عشر، منظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة.

7- علي لطفي، الازمة المالية العالمية: الأسباب، التداعيات -المواجهة، بحث مقدم للملتقى الدولي حول "تداعيات الازمة الاقتصادية العالمية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية" يومي 4-5 افريل 2009، شرم الشيخ، مصر.

8- كتاف شافية، علقمة مليكة، التمويل المهيكل وادواته المالية الحديثة ودورها في تفاقم الازمة المالية الراهنة في إطار الملتقى العلمي الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، يومي 20، 21 أكتوبر 2009.

9- لمياء بوعريخ، "الازمة المالية الحالية، دراسة تحليلية لآلية وأسباب الحدوث والتداعيات على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العربي"، ملتقى دولي حول "ازمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية"، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإنسانية، قسنطينة، ماي 2009.

10- مبارك بوعشة، الازمة المالية: الجذور، الأسباب والافاق، الملتقى الدولي: الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية: السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الازمة المالية والاقتصادية، جامعة سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.

11- محمد الأمين وليد طالب، انعكاسات الازمة المالية العالمية 2008 على سياسات صندوق النقد الدولي، مجلة الاقتصاد والمجتمع، العدد 6 2010.

12- محمد عبد الحليم عمر، دراسة حول الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها و تداولها، الدورة التاسعة عشر، منظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة، 2009.

13- مصطفى كامل خليل الحجازي، المشتقات المالية وتداعيات الازمة المالية العالية، المؤتمر العالمي السنوي الثالث عشر، يومي 2، 1 افريل، جامعة المنصورة، مصر.

14- موسى عبد العزيز شحادة، الازمة المالية والصيرفة الإسلامية، المؤتمر المصرفي العربي السنوي، دبي، يومي 19-20 افريل 2009.

15- نبال قسبة، أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية والحلول المقترحة، مداخلة قدمت في مؤتمر الازمة الاقتصادية المعاصرة، أسبابها، تداعياتها، علاجها، جامعة جرش الأردن، يومي 14 و 16 ديسمبر.

المواقع الإلكترونية

1- [https:// www.startimes.com](https://www.startimes.com), consulté le 07/03/2020 à 09:44

2- [https:// www.meemapps.com](https://www.meemapps.com), consulté le 23/09/2020 à 22:53

3- [https:// www.meemapps.com](https://www.meemapps.com), consulté le 23/09/2020 à 22:53

المخلص

الهدف من هذه الدراسة هو تبيان الدور الذي لعبته المبتكرات المالية بمختلف أنواعها في إنفجار وتفاقم أزمة الرهن العقاري الامريكية 2008، حيث أن هذه الأدوات أثرت سلبا على النظام المالي الأمريكي ككل، من (مؤسسات مالية، بنوك، بورصات)، فتسببت في إنهارها من خلال تعاملها المكثف بالمشتقات المالية، وكذا المستحدثات المالية.

في الأخير نستنتج أن المبتكرات المالية هي المسبب الحقيقي في ظهور الازمات المالية، كما أنها حققت خسائر كبيرة عند التعامل بها، إضافة إلى أنها تتسبب في انهيار كل الاقتصاديات العالمية، وذلك لانفتاح وإرتباط الأسواق على بعضها البعض من خلال العولمة المالية والتحرر المالي والتوسع الاقتصادي.

Abstract

The objectif of this study is to clarify the role Which is played by financial innovators Of various types In a detonation and aggravation of the US mortgage crisis 2008, as these tools affected negatively on the US financial system as a whole, from (financial institutions, Banks, stock exchanges), it caused to overthrow and downfall this financial institutions through Its intense handling in financial derivatives, and such financial innovation.

In the last, We conclude that financial innovations it is the real cause of appearanc financial crises, it also achieved big losses when dealing with it, add to it this financial innovation Cause the collapse and downfall of all global economies, This is because of the openness and relation markets on each other through financial globalization, financial liberalization and economic expansion.