

بالتعاون مع:

مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي

الملتقى العلمي الدولي  
حول

95



أيام 20-21 أكتوبر 2009

عنوان المداخلة

التمويل المهيكل (FINANCEMENT STRUCTURÉ) وأدواته المالية الحديثة  
ودورها في نفاخ الأزمة المالية الراهنة

من إعداد الباحث

أ. علقة مليكة  
ب. [alakmamalika@yahoo.fr](mailto:alakmamalika@yahoo.fr)

أ. كتاف شافية،  
جامعة فرحات عباس - سطيف -  
[chafia99@yahoo.fr](mailto:chafia99@yahoo.fr)

## التمويل المُهيكل وأدواته المالية الحديثة ودورها في تفاقم الأزمة المالية الراهنة

### ملخص المداخلة:

إن ما يحتاجه العالم اليوم هو عملية إنقاذ، فنظام الإقراض العالمي هو في حالة تعرقل الآن، لذا يتوجب أولا التعامل مع الخطر الواضح والقائم. حيث كشفت الأزمة المالية العالمية الراهنة عن هشاشة وضعف تركيبة النظام المالي العالمي الغربي الذي يستند على الفلسفة الرأسمالية بكل مبادئها.

وعلى الرغم من أن أسباب الأزمة قد لا تنحصر بأزمة الرهن العقاري بالرغم من تأثيرها المباشر، وإنما هناك عوامل وأسبابا أخرى تزامنت معها، فالأزمة الحالية هي نتيجة للتوسع غير المنضبط في القطاع المالي في الولايات المتحدة ومن ورائه بقية دول العالم المتقدم، بل وقد هددت أهم عناصر هذا القطاع وهو الثقة، فالأمور تصبح أكثر خطورة إذا فقدت الثقة في النظام المالي.

إن التعقيد المتنامي للأدوات المالية الحديثة والتي تعكس اللجوء المتزايد للمنتجات المشتقة، جعل من الصعب تقدير وتقييم المخاطر المرتبطة بها، وإن المتنوع للتطورات الحاصلة اليوم وخاصة بعد ظهور أزمة قروض الرهن العقاري (sub-prime crisis)، أي قروض الرهن العقاري العالية الخطورة، يلاحظ خطورة الإنهيار بما تقوم به البنوك التقليدية من ابتكارات مالية- دون ضوابط محددة- سرعان ما تظهر أثارها السلبية، وهو أمر فرض على الصناعة المصرفية نتيجة المنافسة القوية التي واجهتها من قبل الأسواق المالية والذي أدى إلى زيادة الطلب من قبل الأعوان الإقتصاديين على الأدوات المالية كالمشتقات والتي تتشكل أساسا من الخيارات والمبادلات والمستقبلات، بالإضافة إلى اللجوء المتزايد لعمليات التوريق البنكي. ورغم ما تحققه هذه المنتجات من مزايا- كتحويل المخاطر، زيادة السيولة...- إلا أنها تحمل في طياتها العديد من المساوئ والتي قد تعصف بالأنظمة المصرفية حتى في أكثر الدول تقدما، وخير دليل على ذلك وصف هذه المنتجات من قبل vincent beaufils رئيس تحرير مجلة " challenges " الفرنسية على أنها منتجات سامة ( produits toxiques).

وعليه يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

كيف يمكن التحكم في المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الحديثة وترشيد استخدامها حتى تكون الصناعة المالية في مأمن من اللجوء المفرط لها؟

**الكلمات الدالة:** المشتقات المالية، عمليات التوريق، المخاطر، الفقاعة العقارية، صناديق التحوط، التمويل المُهيكل.

### المقدمة

منذ أن نشأت الرأسمالية وهي تحمل في ثناياها الأزمات بسبب التناقض الرئيسي الذي يحكم الإنتاج السلعي الرأسمالي وهو التناقض القائم بين الطابع الاجتماعي للإنتاج والطابع الفردي لملكية أدوات الإنتاج ويعكس هذا التناقض نفسه في تناقض آخر يتمثل في التفاوت الحاصل بين نمو القدرة على الإنتاج ونمو القدرة على الاستهلاك.

ولهذا يشير التاريخ الاقتصادي ببلاد الرأسمالية الصناعية إلى أن تطور الرأسمالية فيها لم يتحقق في شكل خط مستقيم صاعد بل في شكل حركات شبيهة بالتموجات، وموضوع الأزمات في الأسواق المالية جدير بالاهتمام، ولعل أهمية هذا الموضوع تتبع من كون جل الأزمات التي شهدتها العالم حديثا كانت حادة وعصفت باقتصاديات الدول التي حدثت فيها، وتعدت أثارها لتشمل حتى الدول الأخرى وهذا نظرا للترابط الكبير بين أسواق رؤوس الأموال، حيث أن أي اختلال يحدث في البورصات الرئيسية في العالم سيؤدي حتما إلى آثار على البورصات الأخرى.

### أولا: مفهوم الأزمة:

الأزمة في اللغة العربية تعني الشدة والقحط، ويقال: أزمتم السنة، أي اشتد قحطها<sup>1</sup>. وفي اللغة الإنجليزية يعرف قاموس ويبستر " WEBSTER " الأزمة على أنها نقطة تحول للأحسن أو للأسوأ، أما قاموس أميركان هرينديج فيعرفها: بأنها وقت أو قرار حاسم أو حالة لا مستقرة تشمل تغييرا حاسما متوقعا<sup>2</sup>. إن العالم الرأسمالي بمراكزه المتقدمة ودوله المتخلفة يعيش منذ بداية حقبة السبعينيات وحتى الآن في أزمات مالية تعيد للأذهان بقوة أزمة الكساد الكبير (1929- 1933) رغم أن سمات الأزمات الراهنة ونتائجها وأبعادها وإمكانات تجاوزها تخفف عما عاصره العالم إبان أزمة الكساد العظيم بيد أن التشابه يصبح قويا إذا ما تم الأخذ بعين الاعتبار بعض القواسم المشتركة بين الأزمات: كشدتها وطأتها اقتصاديا واجتماعيا وسياسيا، فضلا عن صعوبات مواجهتها والانتقال السريع لها من اقتصاد لآخر بسبب ما أفرزته العولمة والتحرير المالي من تداخل وترابط للأسواق المالية.

أما مفهوم الأزمة إصطلاحاً، فقد عرفتھا دائرة معارف العلوم الاجتماعية بأنها: حدوث خلل خطير ومفاجئ في العلاقة بين العرض والطلب في السلع والخدمات ورؤوس الأموال، وهي لحظة حاسمة تحمل تحولاً نحو الأسوأ أو الأحسن.<sup>3</sup>

**ثانياً: ماهية الأزمة:** يقف العالم مشدوداً أمام ما يطلق عليه "الأزمة" فأكبر اقتصاديات العالم تصبح مهددة بالانزلاق في ظل هذه الظاهرة التي يمكن تعريفها كما يلي:<sup>4</sup>

1- يمكن اعتبار الأزمة كظاهرة، وهي بهذا المعنى تعرف بنتائجها أو مظاهرها: انهيار بورصة، مضاربات نقدية كبيرة ومتقاربة، أو بطالة دائمة مثلاً، هذا النوع من التعريف يحمل في طياته نقصاً لا يمكن تجاهله، فهو يعطي تحليل الأزمات ضبابية مصطنعة برد الأزمة نفسها إلى أسبابها المحتملة وأكد أتالي (J.Attali) بهذا الصدد: " لا يوجد بنظري لا نهاية ولا بداية للأزمة؛"

2- يبين (Greene) أن الأزمة هي عبارة عن التغيير المفاجئ الحاد الأثر الذي يحدث بسبب تغيرات متصلة في القوى، ويكون من نتائجها انهيار التوازن؛

3- والأزمة في معجم العلوم الاجتماعية تعني توقف الأحداث المنتظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف، مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن ولتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة، كما عرفت الأزمة في قاموس "Random House" بأنها ظرف انقالي يتسم بعدم التوازن، ويمثل نقطة تحول تتحد في ضوئها أحداث المستقبل التي تؤدي إلى تغير كبير؛

4- ويشير "Ford" إلى أن الأزمة عبارة عن موقف يتصف بصفتين أساسيتين هما:

أ- التهديد الخطير للمصالح والأهداف الجوهرية التي يسعى المدير إلى تحقيقها، ويشمل هذا التهديد حجم قيمة الخسارة المحتملة، بالإضافة إلى احتمال تحقيق هذه الخسارة وكلما زاد حجم الخسارة واحتمال تحقيقها زاد التهديد؛

ب- ضعف الوقت ويعني ذلك أن الوقت المتاح أمام المدير للقيام بالبحث واتخاذ القرار قبل وقوع الخسارة المحتملة أو تصاعدها وقت ضئيل جداً؛

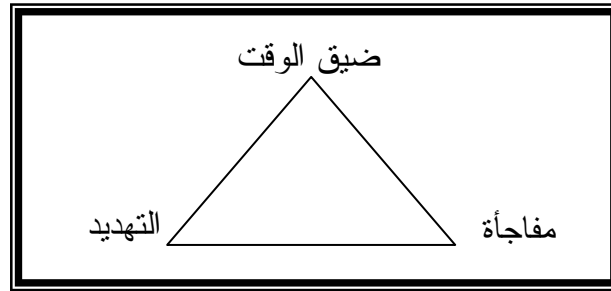
5- والأزمة - كما يراها الكثير من الباحثين - هي كل الأحداث والظروف والتغيرات التي تحدث فجأة وتصاحبها تهديدات معينة للأوضاع المستقرة الجارية للمجتمع، مع عدم وجود وقت كاف لتجنب أو التعامل مع الأوضاع والظروف الجديدة المناهية للوضع السابق المستقر. ويلاحظ أن هذا المفهوم للأزمة يتضمن ثلاثة عناصر أساسية خاصة من منظور اتخاذ القرار وهي:

أ- عنصر المفاجأة: حيث تتصاعد الأحداث على نحو مفاجئ متخذ القرار؛

ب- عنصر ضيق الوقت: بمعنى أن الوقت المتاح يقيد التصرف واتخاذ القرار؛

ج- عنصر التهديد: للقيم والمصالح الأساسية والأهداف التي تحمل أولوية بالغة بالنسبة لمتخذ القرار، وتكون هذه العناصر الثلاثة ما يعرف بمثلث الأزمة الذي يوضحه الشكل الموالي:

**الشكل رقم (1): العناصر الأساسية للأزمة**



**المصدر:** عماد صلاح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، 2002، د م ن، ص 33.

6- أما الحملوي فيرى أن "الأزمة هي عبارة عن خلل يؤثر تأثيراً مادياً على النظام كله، كما أنه يهدد الافتراضات الرئيسية التي يقوم عليها هذا النظام".<sup>5</sup>

7- ويبين الخضيرى بأن "الأزمة هي لحظة حرجة وحاسمة تتعلق بمصير الكيان الإداري (دولة، شركة، منظمة، مشروع فردي) الذي أصيب بها، مشكلة بذلك صعوبة حادة أمام متخذ القرار، تجعله في حيرة بالغة تجاه أي قرار يتخذه في ظل دائرة خبيثة من عدم التأكد وقصور المعرفة واختلاط الأسباب بالنتائج وتداعي كل منهما بشكل متلاحق ليزيد من درجة المجهول عن تطورات ما قد يحدث مستقبلاً من الأزمة وهي الأزمة ذاتها".

8- ويشير "Finck" إلى أنه يمكن النظر للأزمة على أنها حالة مرضية تمر بالمراحل الأربع التالية:

أ- مرحلة الأعراض المبكرة؛

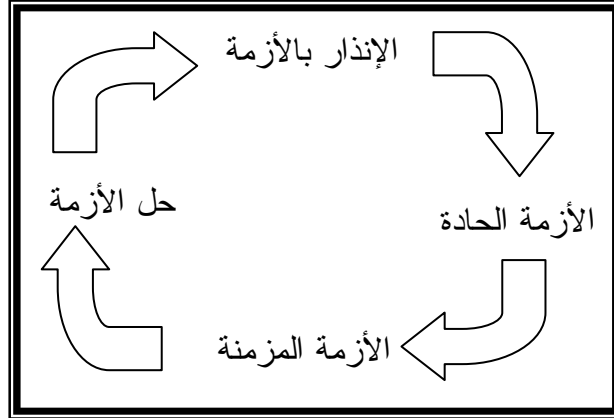
ب- مرحلة الأزمة الحادة؛

ج- مرحلة الأزمة المزمنة؛

د- مرحلة حل الأزمة.

وأوضح أن الأزمات تتطور في شكل دائري، وربما يكون حل الأزمة يحمل في طياته علامة إنذار لأزمة أخرى قادمة. ودورة الأزمة تجعل من الصعب التنبؤ بمكانها ووقت انتهائها ومتى تبدأ الأخرى. والشكل الموالي يوضح مراحل الأزمة كما يراها "Finck".<sup>6</sup>

الشكل رقم (2): مراحل الأزمة



المصدر: عماد صلاح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، د.م.ن، 2002، ص.22.

9- والأزمة بالمفهوم الدولي: "هي تداعي سلسلة من التفاعلات يترتب عليها نشوء موقف ينطوي على تهديد مباشر للقيم والمصالح الجوهرية للدولة".<sup>7</sup>

**ثالثاً: أنواع الأزمات والخصائص المميزة لها**

إن القول بأن ظهور الرأسمالية قد حمل في طياته ظهور الأزمات بشكل دوري لا يعني أن النظم السابقة للرأسمالية لم تعرف الأزمات، بيد أن ثمة فرقا كبيرا بين طبيعة الأزمة في هذه النظم والأزمة في النظام الرأسمالي، وتجدر الإشارة إلى أن الأزمة تطل على الاقتصاديات برؤوس كثيرة ومتعددة، لذا يمكن التمييز بين عدد من الأزمات الاقتصادية والمالية ولكل نوع من الأزمات خصائص ومميزات تجعله منفردا عن النوع الآخر.

**1- أنواع الأزمات:** يمكن التمييز بين عدد من الأزمات الاقتصادية والمالية على النحو التالي:<sup>8</sup>

أ- أزمات عملة:

يحدث هذا النوع من الأزمات عندما تتعرض عملة بلد ما لهجوم مضاربين عنيف يؤدي إلى انخفاض قيمتها انخفاضاً كبيراً، أو إلى إكراه السلطات الحكومية لهذا البلد على الدفاع عن عملتها عن طريق إنفاق جانب كبير من احتياطياتها الدولية أو عن طريق رفع أسعار الفائدة عليها بشكل حاد؛

ب- أزمات مصرفية:

هي نوع من الأزمات يتعرض فيها بنك أو عدد من البنوك إلى تدافع شديد من جانب المودعين لسحب ودائعهم مع عدم القدرة على مواجهة طلبات السحب؛

ج- أزمات مديونية خارجية:

وهي أزمات تعني أن بلداً أو مجموعة من البلدان أصبحت غير قادرة على خدمة ديونها الخارجية؛

د- أزمات مالية شاملة:

وهي أزمات تتميز باضطرابات شديدة في الأسواق المالية، تضعف من قدرتها على أن تعمل بكفاءة وتؤدي إلى آثار غير مواتية بالنسبة للاقتصاد، ويتضمن هذا النوع من الأزمات الشاملة صوراً مختلفة من الأزمات أهمها:

-أزمة سيولة: وهي غالباً ما تنتج عن الاندفاع نحو سحب الودائع من البنوك، ويمكن التغلب على هذه المشكلة إذا كانت تتعلق ببنك واحد، حيث يستطيع في هذه الحالة بيع بعض أصوله للبنوك الأخرى للحصول على السيولة اللازمة، أما إذا كان التزام على سحب الودائع يمثل ظاهرة عامة تتعلق بكل النظام المصرفي، فإن تنافس البنوك على التصرف في أصولها ومحاولة تسيلها يؤدي إلى انهيار قيمتها ومن ثم تتحول مشكلة السيولة إلى مشكلة عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات؛

-أزمة التوقف عن الوفاء بالالتزامات: وتنتج هذه الصورة من صور الأزمات عن اختلال

الهيكل التمويلية للمشروعات وعدم توافق هياكل الاستحقاق بين أصول وخصوم البنوك ومحدودية

رؤوس أموالها، وحينما تتعرض المشروعات والبنوك إلى التعثر وتصبح على وشك التوقف عن الوفاء بالتزاماتها، فإنها تميل إلى الدخول في مجالات استثمار تتسم بالمجازفة وارتفاع درجة المخاطر على أمل الحصول على عوائد مرتفعة بدلا من الدخول في مجالات استثمار آمنة منخفضة العائد، وفي معظم الأحيان ينتهي هذا السلوك إلى الإفلاس وهو ما حدث بالفعل لكثير من بنوك الإقراض والادخار في الولايات المتحدة في أوائل الثمانينيات؛

- أزمة انفجار فقاقيع الأصول: وينتج هذا النوع من الأزمات عندما ترتفع أسعار الأصول ارتفاعا شديدا بسبب هجوم مضاربي عنيف، حيث يعتقد كل مضارب أنه بمنأى عن مخاطر انهيار السوق لأنه يستطيع الخروج منه في الوقت المناسب أو لأنه قد حقق مكاسب رأسمالية ضخمة تؤمنه ضد مخاطر الانهيار. ولكن بمجرد عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية يحدث الانهيار. ومن أشهر الأمثلة على هذا النوع من الأزمات انهيار سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الذي ساهم في اندلاع أزمة الكساد الكبير في عام 1929، وانهيار سوق الأوراق المالية في اليابان في عام 1990؛

- أزمة استراتيجيات وقف الخسائر: وينتج هذا النوع من الأزمات عن استخدام ممارسات معينة من جانب التجار والمضاربيين لتنظيم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، حيث يصدرون أوامرهم للسمارة بالبيع أو بالشراء عند أسعار معينة، فإذا ما انتشرت هذه الممارسات فإن انخفاضاً في الأسعار قد يتفاقم بشكل ضخم نتيجة هذه الممارسات. ويعتقد الكثير من المحللين أن انهيار أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية في أكتوبر 1987 كان ناتجا عن انتشار هذه الممارسات. هذه الأنواع المختلفة من الأزمات قد تقع منفردة أو مجتمعة، فعلى سبيل المثال، تضمنت أزمة بلدان شرق وجنوب شرق آسيا (1997-1998)، ومن قبلها أزمة المكسيك (1994-1995) عناصر أزمات العملة والأزمات المصرفية وأزمات المديونية، في حين كانت أزمة آية أسعار الصرف الأوروبية (1992-1993) أزمة عملات فقط، وقد تبدأ الأزمة في شكل نوع واحد فقط من الأزمات ثم تتطور لتشكّل عناصر الأنواع الأخرى من الأزمات، فالأزمات المصرفية غالبا ما تسبق أزمات العملة، وبصفة خاصة في البلدان المتخلفة كما حدث في تركيا وفنزويلا في منتصف التسعينيات، كما أن المشكلات المصرفية عادة ما تسبق أزمات المديونية كما حدث في الأرجنتين والشيلي عامي 1981-1982.

## 2- الخصائص المميزة للأزمات المختلفة

بذلت بعض المحاولات في الأدب الاقتصادي لوضع معايير يمكن عن طريقها التعرف على الأزمات وبيان الخصائص المميزة للأنواع المختلفة منها، وبصفة خاصة أزمات العملات والأزمات المصرفية. فأزمة العملة يمكن تعريفها ببساطة على أنها انخفاض شديد في القيمة الاسمية للعملة، هذا المعيار لا يتضمن الحالات التي تتعرض فيها العملة لضغوط شديدة ولكن السلطات الحكومية تنجح في الدفاع عنها عن طريق تدخلها المكثف في سوق الصرف الأجنبية، أو عن طريق رفع أسعار الفائدة أو بأية وسيلة أخرى، ولهذا تم تطوير معيار آخر عبارة عن مؤشر على الضغوط المضاربية يأخذ في الاعتبار تغيرات سوق الصرف، تحركات الاحتياطات الدولية وتحركات أسعار الفائدة التي يمكن أن تمتص الضغوط التي تتعرض لها العملة.<sup>9</sup>

أما الأزمات المصرفية فهي أكثر صعوبة في التعرف عليها عمليا، إما بسبب طبيعة المشكلات المصرفية ذاتها أو بسبب نقص المعلومات المتاحة بشأنها، فالاندفاع نحو البنوك لسحب الودائع غالبا ما يكون نتيجة للمشكلات المصرفية لا سببا لها، كما أن هذه المشكلات وما ينتج عنها من أزمات غالبا ما تكون ناتجة عن ممارسات تتعلق بجانب أصول البنوك (الاستخدامات) وليس بجانب الخصوم (الموارد). ولهذا فإن هناك مؤشرات معينة يمكن من خلالها الاستدلال على قرب اندلاع الأزمات المصرفية ومن أمثلتها: نسبة الديون المشكوك في تحصيلها في الحواظ المالية للبنوك، التقلبات الشديدة في أسعار الأسهم والعقارات، تزايد حالات الإفلاس في قطاع الأعمال... الخ.

وإزاء نقص المعلومات المتعلقة بهذه المؤشرات في كثير من البلدان، فإنه يمكن الاستدلال على الأزمات المصرفية من خلال مزيج من الأحداث:<sup>10</sup>

- |  |                                     |
|--|-------------------------------------|
| - الإغلاق الفوري لعدد من المشروعات؛              | - الاندماج؛                         |
| - الاستيلاء الحكومي على عدد من المؤسسات المالية؛ | - الاندفاع نحو البنوك لسحب الودائع. |

وقد استخدمت المعايير السابقة في دراسة عملية للتعرف على أزمات العملات والأزمات المصرفية التي شهدتها أكثر من خمسين بلدا ( 22 من البلدان المتقدمة، 31 من البلدان المتخلفة) في الفترة ما بين 1975-1997، وقد تبين من هذه الدراسة أن هذه البلدان قد شهدت خلال تلك الفترة نحو 158 أزمة عملة ونحو 54 أزمة مصرفية، وكانت أزمات العملة أكثر انتشارا في الفترة 1975-1986 بسبب الصدمات الخارجية القوية التي تعرضت لها كثير من البلدان خلال تلك الفترة، في حين كانت الأزمات المصرفية أكثر انتشارا في الفترة 1987-1997 بسبب تزايد عمليات تحرير القطاع المالي في كثير من البلدان خلال تلك الفترة وكانت البلدان المتقدمة أقل تعرضا للأزمات من البلدان المتخلفة، فقد تعرضت هذه الأخيرة إلى ضعف عدد أزمات العملة وإلى أكثر من ضعف عدد الأزمات المصرفية التي تعرضت لها البلدان المتقدمة، ومن ناحية أخرى كانت الفترات التي تظهر فيها الأزمات في البلدان المتقدمة هي نفسها الفترات التي تظهر فيها أزمات البلدان المتخلفة، وكانت الأزمات المصرفية تسبق في الغالب أزمات العملة وليس العكس في البلدان المتقدمة والمتخلفة على حد سواء.

#### رابعا: مصادر الأزمات

يقصد بمصادر الأزمات العوامل التي تساعد على وقوع اختلالات تؤدي إلى جعل اقتصاد ما عرضة للأزمات، ومن ثم فهي تختلف عن الأسباب المباشرة للأزمات التي تتمثل في أحداث أو سياسات محددة تؤدي مباشرة لاندلاعها. وعلى ذلك فإن مصادر الأزمات هي مجموعة من العوامل التي تخلق الظروف أو البيئة المواتية لوقوع الأزمات، ومن أهم هذه العوامل: عدم استقرار السياسات الاقتصادية الكلية، ضعف الهياكل المالية، تقلبات النشاط الاقتصادي، عدم الاستقرار السياسي، ظروف الأسواق المالية العالمية...، وذلك على النحو التالي:<sup>11</sup>

1- كان لعدم استقرار السياسات الاقتصادية الكلية دورا كبيرا في اندلاع كثير من الأزمات المالية، ففي كثير من الحالات تؤدي السياسات النقدية والمالية التوسعية إلى انتعاش النشاط الإقراضي بشكل خطير وإلى تراكم شديد للديون وإلى الاستثمار المفرط في مجال العقارات، دافعة بذلك أسعار الأسهم والعقارات إلى الارتفاع الشديد، ومن ناحية أخرى فإن السياسات النقدية والمالية المقيدة التي تستهدف احتواء مخاطر التضخم واختلال الموازين الخارجية وتصحيح أسعار الأصول، قد تؤدي إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي وإلى صعوبة خدمة الديون وإلى انخفاض قيمة الضمانات وإلى تزايد نسبة الديون المعدومة التي تهدد البنوك بالإفلاس. لقد كانت العوامل الاقتصادية الكلية وبصفة خاصة انتعاش النشاط الإقراضي وراء ضعف القطاع المالي في كثير من بلدان أمريكا الجنوبية وغيرها من الأسواق، وكان عدم استقرار هذه العوامل سببا في اندلاع الكثير من الأزمات المصرفية التي شهدتها البلدان الصناعية في فترة ما بعد الحرب؛

2- لعبت العوامل الخارجية أيضا دورا هاما في وقوع الكثير من الأزمات المالية، ومن أهم هذه العوامل التحولات الضخمة في معدلات التبادل الدولي وفي أسعار الفائدة العالمية. فالانخفاض غير المتوقع في أسعار الصادرات على سبيل المثال يؤدي إلى إضعاف قدرة المشروعات المحلية على خدمة ديونها وإلى تغيير نوعية القروض المصرفية، كما أن تحركات أسعار الفائدة في البلدان الصناعية الكبرى أصبحت بالغة الأهمية بالنسبة لاقتصاديات الأسواق الناشئة، عاكسة بذلك الاندماج المتزايد لأسواق رأس المال الدولية وعولمة الاستثمارات. إن انخفاض أسعار الفائدة العالمية يؤدي إلى تدفقات مالية ضخمة إلى الأسواق الناشئة بحثا عن معدلات أعلى للعائد. كما أن ارتفاع أسعار الفائدة العالمية يؤدي إلى نقص هذه التدفقات مما يؤدي إلى ارتفاع نفقات التمويل وإلى ضعف القطاع المالي في هذه الأسواق. وهكذا يمكن أن تؤدي ظروف الأسواق المالية الدولية دورا هاما في نشوب الأزمات المالية؛

3- كان لمكونات رأس المال أثرها البالغ في اندلاع عدد من أزمات العملة، فلقد كان للاعتماد الشديد على القروض قصيرة الأجل في تمويل عجز الحساب الجاري الضخم سببا أساسيا في اندلاع أزمة المكسيك 1994-1995 وأزمة بلدان جنوب شرق آسيا عام 1997، أما الاستثمارات الأجنبية المباشرة فهي أكثر أمانا من الاقتراض الأجنبي قصير الأجل. في حين تساهم الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تزايد القدرة الإنتاجية للاقتصاد المضيف. وتستخدم القروض قصيرة الأجل غالبا في تمويل الاستهلاك، ومن ناحية أخرى فإنه عند اندلاع الأزمة غالبا ما ترفض البنوك الأجنبية الدائنة

تأجيل سداد مستحققاتها وتسارع في التخلص مما في حوزتها من أوراق مالية محلية، أما أصحاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة فإنه قد يصعب عليهم التصرف في أموالهم الإنتاجية أو التخلص منها نظرا لصعوبة إيجاد مشترين لها في ظل ظروف الأزمة.

لقد كانت أزمة المديونية التي تعرضت لها بلدان أمريكا الجنوبية في عام 1982 مرتبطة بتزايد قروضها الخارجية قصيرة الأجل مقترنة بأسعار فائدة متغيرة، كما برهنت أزمة بلدان جنوب شرق آسيا في منتصف عام 1997 على خطورة التدفقات المالية قصيرة الأجل وعلى ذلك فإن مكونات تدفقات رأس المال وهياكل استحققاتها وترتيبات أسعار الفائدة يمكن أن تلعب دورا هاما في اندلاع أو تجنب الأزمات المالية؛

4- ومن العوامل التي تساهم في خلق بيئة ملائمة للأزمات كذلك، تبني نظم أسعار الصرف الثابتة أو غير المرنة، إذ أن أسعار الصرف الثابتة تشجع على الاقتراض الأجنبي بسبب تجاهل المقترضين لمخاطر سعر الصرف وسواء تم الاقتراض الخارجي مباشرة بمعرفة المشروعات المحلية أو بطريق غير مباشر من خلال وساطة المؤسسات المالية المحلية، فإن تزايد القروض بالعملة الأجنبية يساهم في تعرض الاقتصاد المعني لمخاطر الصدمات الداخلية أو الخارجية ومن ثم لمخاطر الأزمات المالية؛

5- وأخيرا، فإن تشوهات القطاع المالي ناتجة في الغالب عن عمليات التحرير المالي السريع في البلدان التي تتميز بضعف نظم الرقابة والإشراف والتدخل الحكومي المباشر في تسعير وتخصيص الائتمان والتي تساهم في تعريض هذه البلدان لمخاطر الأزمات المالية. فلقد كان لضعف نظم الرقابة والإشراف في البيئات المالية الأكثر تحررا دورها في خلق مشكلة المخاطر المعنوية أو الأخلاقية عن طريق تشجيع المؤسسات المالية على القيام بأنشطة اقتراضية غير حكيمة تتضمن درجات عالية من المخاطر، كما أن ضعف كفاءة الأطر المحاسبية والقانونية وعدم الوضوح والشفافية يزيد من ضعف القطاعات المالية ويحد من قدرة الحكومات على اتخاذ الإجراءات الصحيحة لمواجهة الأزمات، ونظرا لخطورة هذا العامل الأخير كمصدر للأزمات التي شهدتها الاقتصاديات الرأسمالية في العقود القليلة الماضية فإنه يجري التأكيد عليه في الأدبيات الاقتصادية الحديثة.

إن ظروف الأزمات المالية لا يمكن فهمها إلا في إطار تاريخي واسع تعد الأزمة أحد أجزائه، ومن الملاحظ أن الاقتصاديات الرأسمالية المعاصرة تشهد بين الحين والآخر مستويات مختلفة النطاق من حيث مدى قوة أو هشاشة هياكلها المالية. ونظرا لوجود نموذجين اقتصاديين: نموذج المقايضة العينية الذي يقوم على الإنتاج البسيط والمبادلة والذي تركز عليه النظرية الاقتصادية، ونموذج السوق المالية المعروف بنموذج "وول ستريت" الذي يقوم على أساس وجود شبكة من العلاقات المالية المتداخلة وتدفقات نقدية ترتبط كلها ببعضها من خلال آليات الإنتاج والتوزيع، ونظرا لأن النموذج الأول يسقط من حسابه كثيرا من المتغيرات الأساسية مثل الوقت، عدم اليقين، الظروف التاريخية، السياسات الاقتصادية، المؤسسات المالية وغيرها... يصبح النموذج الثاني أفضل نقطة بدء لتحديد مدى قوة أو هشاشة النظام المالي وذلك وفقا لما يلي:<sup>12</sup>

- نمط التمويل الذي تعتمد عليه الوحدات الاقتصادية والذي يتضمن في الغالب خليطا من التمويل الآمن؛
- نسبة الأصول السائلة وشبه السائلة في حافظة الأوراق المالية؛
- مدى اعتماد الاستثمار على التمويل من خلال القروض؛
- مدى تغير المواقف تجاه تحمل درجات أعلى من المخاطر.

ومن المعروف أن الأصول الرأسمالية تدر عائدا مستقبليا بمرور الوقت يتمثل في صورة تدفقات نقدية تعتمد على حجم الطلب على المنتجات التي تنتجها هذه الأصول وعلى الكيفية التي يتم وفقا لها تمويل الحصول على هذه الأصول والتي تتمثل عادة في خليط من المساهمات المالية والقروض، ومن ثم تصبح المشكلة الأساسية للوحدة الاقتصادية المالكة لهذه الأصول هي تحقيق التوازن بين ما تحصل عليه من تدفقات نقدية ناتجة عن بيع منتجاتها التي أنتجتها باستخدام هذه الأصول، وما تؤديه من مدفوعات نقدية لخدمة الديون التي استخدمتها في شراء تلك الأصول.

مما تقدم فإن التوسع الاقتصادي الهائل الذي شهدته فترة ما بعد الحرب وحتى منتصف الستينيات جلب معه تزايد الاتجاه نحو التمويل المجازفي في القطاعات الاقتصادية المختلفة، إذ أن الموارد المالية الذاتية (أو الداخلية) كانت عاجزة عن تمويل الاستخدامات المخططة وترتب عن ذلك تزايد الاقتراض وتحرك أسعار الفائدة إلى أعلى وارتفاع نسبة الدين إلى رأس المال وتزايد أعباء خدمة

الديون وارتفاع نسبة الدين قصير الأجل إلى جملة الديون وانخفاض نسبة الأصول المالية إلى الخصوم قصيرة الأجل ... وغيرها من الآثار التي جعلت ميزانيات الوحدات الاقتصادية المختلفة تتميز بدرجة عالية من المخاطر والتي شكلت أساس الهيكل المالي الهش المعرض للأزمات.

ومن ناحية أخرى، كانت السمة المميزة لفترة أواخر الستينيات وما بعدها هي سحق كل أشكال القيود التي تحول دون انطلاق الحريات الفردية إلى آفاق أكثر رحابة في كل مجالات الحياة المختلفة، وضاعت كثير من القيود أو الحدود التقليدية التي كانت تحكم السلوك الإنساني في مختلف المجالات وانعكس ذلك بطبيعة الحال على السلوك الاقتصادي والمالي للوحدات الاقتصادية المختلفة، حيث شهدت الساحة الاقتصادية ممارسات مالية نتجت عن اندفاع شديد نحو التخلص من كثير من القيود المنظمة للنشاط الاقتصادي مما ساهم بدوره في التطور تجاه الهياكل المالية الهشة المعرضة للأزمات.

#### **خامسا: التأثير المعدي للأزمات**

من السمات المميزة للأزمات المالية إمكانية انتقال تأثيرها من بلد إلى آخر، ويرجع هذا التأثير المعدي للأزمات إلى ثلاث مجموعات من الأسباب:

1- إن الأزمات يمكن أن تكون ناتجة عن سبب عام مشترك مثل تحولات كبرى في البلدان الصناعية تجلب معها الأزمات في الأسواق الناشئة. فالارتفاع الحاد في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة في أوائل الثمانينيات كان أحد أسباب نشوب أزمة المديونية في بلدان أمريكا الجنوبية، كما أن ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل الين الياباني في الفترة من 1995-1997 ساهم في ضعف القطاع الخارجي في عدد من بلدان جنوب شرق آسيا. وإذا كانت مثل هذه العوامل أو الصدمات تساهم في إمكانية تعرض بعض البلدان للأزمات إلا أن اندلاع الأزمة بالفعل يتوقف على الظروف الاقتصادية المحلية في كل بلد معرض للأزمة مثل: هشاشة القطاع المالي وتفاقم المديونية وتبني أنظمة غير مرنة لأسعار الصرف... الخ؛

2- يمكن أن تنتج الأزمة بسبب تأثير عوامل اقتصادية خارجية، حيث تؤثر الأزمة في بلد ما على الأوضاع الاقتصادية الأساسية في غيرها من البلدان، إما بسبب العلاقات التجارية وارتباط أسواق رأس المال (تخفيض قيمة العملة في بلد ما يؤثر على القدرة التنافسية الدولية للبلدان الأخرى) أو بسبب الاعتماد المتبادل لمحافظ استثمار الدائنين (نقص السيولة في أحد الأسواق يمكن أن يدفع بالوسطاء الماليين في الأسواق الأخرى إلى تسهيل أصولهم) ومن أمثلة الأزمات التي انتقلت آثارها لهذا السبب أزمة آلية أسعار الصرف الأوروبية 1992-1993 حينما أدى تخفيض قيمة العملات الأوروبية إلى ضعف بقية العملات، وكذلك أزمة بلدان شرق وجنوب شرق آسيا في منتصف عام 1997؛

3- إن الأزمة في أحد البلدان قد تدفع الدائنين إلى إعادة الأوضاع الاقتصادية الأساسية في البلدان الأخرى حتى ولو لم يكن هناك أية تغيرات في هذه البلدان وذلك من أجل تقليل مخاطر استثماراتهم. وغالبا ما يكون هذا السلوك من جانب الدائنين ناتجا عن تأثير عوامل نفسية وعن نقص في المعلومات والشفافية يدفعهم إلى إتباع سلوك القطيع، حيث يميل الدائنون إلى محاكاة بعضهم البعض.

إن عدوى الأزمة تنتقل في هذه الحالة عبر الآلية المعروفة بـ "نداء الاستيقاظ" بمعنى أن اندلاع الأزمة في بلد ما يؤدي إلى استيقاظ الدائنين وتنبههم إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين في البلدان الأخرى، ومن هنا يبدأ الدائنون في اتخاذ ما يلزم من إجراءات وتدابير لحماية أموالهم تؤدي إلى انتشار الأزمة.

وبصفة عامة يمكن القول أن التجارب التاريخية تشير إلى أن انتقال عدوى الأزمات يكون أكثر انتشارا على النطاق الإقليمي منه على النطاق العالمي وأكثر خطورة في فترات الاضطراب منه في فترات الاستقرار، وأن الأزمات تنتقل في الغالب من البلدان الكبيرة إلى البلدان الصغيرة.

#### **سادسا: مواجهة الأزمات**

إن الأزمات التي تصيب النظام الرأسمالي عميقة وطويلة المدى، وتشكل في الحقيقة نقطة تحول تاريخية حاسمة في تطور الرأسمالية، من هنا فإن علاجها يحتاج إلى أساليب غير عادية وكل المقترحات والحلول التي قدمت لمواجهة هذه الأزمات هي في الحقيقة غير كافية، وأهم الطرق لمواجهة الأزمة على الصعيد العالمي ما يلي:

إذا ما تم البحث عن أدوات إدارة ومواجهة الأزمة على النطاق العالمي فسوف نجد أنها في أداتين رئيسيتين: 13



1- نظام النقد الدولي الذي أرسيت دعائمه في اتفاقية "بريتون وودز" عام 1944، وهو النظام الذي استهدف ثبات أسعار الصرف بين عملات الدول الأعضاء من خلال ربطها بالدولار الأمريكي القابل للصرف ذهباً، ومساعدة الدول الخاضعة لهذا النظام في توفير السيولة لمواجهة الاختلالات العارضة والمؤقتة في موازين مدفوعاتها؛

2- تمثلت في اتفاقية الجات «الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة» التي وقعت في جنيف في أكتوبر عام 1947، واستهدفت تحرير التجارة الدولية من القيود التي تحول دون عملها بشكل طليق، وقد قامت هذه الاتفاقية على أساس المفاهيم الكلاسيكية لحرية التجارة والإيمان بكفاءة آلية السوق وقدرتها في إحداث التوزيع الأمثل للموارد وفي إرساء التخصص وتقسيم العمل الدولي بما يخدم «الرفاهية العامة» لكل أطراف التبادل. وتجدر الإشارة هنا إلى أن اتفاقية الجات لم تميز بين أوضاع البلاد المتخلفة وأوضاع البلاد المتقدمة حينما سعت إلى إلغاء التعريفات الجمركية وغيرها من القيود التي تحد من حرية التجارة.

ومن خلال هاتين الأداتين يمكن القول أن الوظيفة الأساسية التي تكفل بها تشغيل هذا النظام هي تغذية عمليات التراكم والنقد في البلاد الرأسمالية المتقدمة على حساب نهب الأجزاء المتخلفة في هذا النظام والعمل باستمرار على إنتاج وإعادة إنتاج أشكال وروابط التبعية والاستغلال للبلدان المتخلفة، غير أن هذا الإطار الذي اتسم به الاقتصاد الرأسمالي العالمي والأدوات التي كانت تسيره على نحو مرن ما لبث أن تعرض لاضطراب واضح أدى في النهاية إلى عرقلة سيره، وكانت أهم عوامل الاضطراب:

- سقوط نظام النقد الدولي الذي قام على الدعائم الهشة لاتفاقية «بريتون وودز»؛

- تعاضم سيطرة بعض البلاد المتخلفة على المواد الأولية التي تنتجها (حالة النفط على الخصوص). ومع تفاقم عوامل الاضطراب للنظام الرأسمالي على المستوى العالمي والداخلي، برز تياران رئيسيان في الفكر الاقتصادي يهدفان إلى تجاوز الأزمة، الأول هو التيار الذي يقضي بوقف النمو الاقتصادي، والثاني ينادي بضرورة تنمية «الجنوب المتخلف» من خلال نظام عالمي للمعونات المالية «والتعاون بين الشمال والجنوب» وفيما يلي نتعرض بإيجاز لهذين التيارين:

أ- من تقديس «صنع النمو» إلى محاولة تحطيمه: كان تحقيق معدلات مرتفعة للنمو يمثل أحد الزوايا الجوهرية في مثلث السياسة الاقتصادية الرأسمالية المتقدمة -بالإضافة إلى تحقيق الاستقرار النقدي والتوازن الخارجي- وكان الارتفاع الذي حققته هذه الدول في مجال نمو إنتاجها الصناعي ونتاجها المحل القومي أحد العوامل التي كانت تفخر وتعتر بها، وظلت نماذج النمو الكينزية والنيوكلاسيكية هي الشغل الشاغل الذي جذب جهود علماء الاقتصاد الرأسمالي لكي يحددوا عوامل النمو، حيث كان هناك ما يشبه «التقديس» للنمو الاقتصادي سواء كان ذلك على صعيد الفكر الاقتصادي أو على صعيد الواقع، بيد أنه مع دخول الرأسمالية في عقد السبعينيات وهي محملة بهوم الركود والتضخم والبطالة وبروز خطر استنزاف المواد الأولية غير القابلة للتجدد، فضلاً عن مشكلات الغذاء العالمي... إلخ وبالوصول إلى هذه المرحلة بدأت تنهار أوهام النمو المستمر ومزاياه عند عدد لا بأس به من الاقتصاديين والمفكرين، وكانت هذه هي «مهمة الرعب» التي حاولت مجموعة «نادي روما» أن تتجزها في تقريرها الشهري الذي صدر عام 1972 بعنوان «حدود النمو» ووصلوا إلى القول أنه يجب على العالم أن يسعى لتحقيق معدل النمو مساوٍ للصفر في السكان والإنتاج الصناعي وإلا فإنه يسير بشكل سريع نحو نوع من الانتحار الجماعي. هكذا رفعوا شعار «أوقفوا النمو» كسبيل رئيسي للخروج من المأزق الذي يواجه الاقتصاد الرأسمالي العالمي، لكن في الآونة الراهنة من الصعب إيجاد من يرى في إيقاف النمو سبيلاً للخروج من الأزمة التي يعاني منها الاقتصاد الرأسمالي؛

ب- الدعوة لتنمية الجنوب المتخلف من خلال نظام عالمي جديد: هذا التيار حاول أن يضع حلولاً للأزمة التي تمسك بخناق الاقتصاد الرأسمالي العالمي وذلك من منظور شامل ودولي يشمل في رأي الحكماء الذين صاغوا بعناية واضحة تقرير: الشمال والجنوب عام 1980، هذا التيار يبين للدول الرأسمالية أن الخروج من أزمتها سوف يتوقف إلى حد بعيد على مدى إعادة ترتيب علاقاتها مع الدول المتخلفة في المستقبل.

سابعاً: تعريف التمويل المهيكل: "financement structuré"

أدت الإبداعات المالية المعاصرة إلى اتساع اقتصاد الأسواق المالية على حساب اقتصاد الاستدانة، وأبرزت سلوكيات جديدة من قبل الوساطة البنكية وخاصة في ظل ما تواجهه من منافسة قوية من قبل كل

من الأسواق المالية والمؤسسات المالية غير البنكية والتي كانت نتاجا للتحويلات المالية المستمرة التي يشهدها العالم اليوم، وتزامنا مع التحويلات التي يشهدها قطاع الأعمال فإن الوساطة البنكية مدعوة لتعديل مكونات ميزانياتها وهذا راجع لعدة أسباب: منها الحاجة لتقوية سيولتها واستقرار التزاماتها وتحسين نسبة ملائمتها المالية وتوزيع مخاطرها.<sup>14</sup>

### 1- جذور الإبداعات المالية

إن الإبداعات المالية لم تولد من العدم فهناك مجموعة من الأسباب التي أدت إلى ظهورها وتطورها، حيث ينصرف التحليل الاقتصادي للتجديد إلى شرح الحافز الذي يسبب هذا الأخير والنابع من رغبة الأفراد ومؤسسات الأعمال في تعظيم الربح، حيث أن التغيير في البيئة الاقتصادية يحفز البحث عن التجديدات المربحة، فلقد أدركت مختلف المؤسسات المالية وبخاصة البنكية منها من خلال التغيير الجذري الحاصل على مستوى المحيط الاقتصادي الذي تعمل في إطاره منذ السبعينيات أن كثيرا من الأساليب التقليدية لم تعد مربحة، كما أن الكثير من المنتجات المالية التي تقدمها لم تعد تلقى إقبالا من قبل الجمهور وأصبح الكثير من الوسطاء الماليين غير قادرين على تجميع الموارد المالية المطلوبة بالأدوات المالية التقليدية، ولكي تتمكن من البقاء في إطار البيئة الاقتصادية الجديدة كان لزاما على المؤسسات البنكية أن تبحث وتطور منتجات جديدة تكون مربحة وهو ما تآتى لها من خلال الهندسة المالية، لذا من بين الأسباب الأساسية لظهور الإبداعات المالية نجد:

أ- التجديد المالي لتجنب المخاطر: مقارنة بالفترات السابقة على السبعينيات والثمانينيات أصبحت أسواق رؤوس الأموال أكثر مخاطرة نتيجة لتقلبات معدلات الفائدة، هذه الأخيرة تقضي إلى حدوث مكاسب أو خسائر رأسمالية كبيرة وتزداد درجة عدم التأكد بخصوص العائد على الاستثمارات التي تقوم بها المؤسسات المالية؛<sup>15</sup>

إن ما حدث لصناديق الادخار الأمريكية في بداية سنوات التسعينيات وموجة الإفلاسات الكبيرة ترجع بدرجة أولى إلى الارتفاع القوي لمعدلات الفائدة، لذا فارتفاعها أدى إلى ارتفاع مستوى الطلب على المنتجات المالية حيث تم خلق الأسواق المستقبلية وأسواق الخيارات؛

ب- التجديد المالي استجابة للتغيير التكنولوجي: تعتبر تكنولوجيا المعلومات من أهم الأسباب التي غيرت من شروط العرض من خلال تخفيض تكلفة المعاملات المالية وأصبح من اليسير على المستثمرين الحصول على المعلومات؛

ج- التجديد المالي لتجنب الإجراءات التنظيمية: تعتبر الصناعة البنكية من أكثر الصناعات خضوعا للإجراءات التنظيمية، ومن المتوقع أن تحاول البنوك في سعيها لتحقيق الربح تجنب هذه الإجراءات خاصة ما تعلق بالاحتياطي المطلوب على الودائع والقيود المفروضة على سعر الفائدة الممكن دفعه على الودائع.<sup>16</sup>

لعل الأسباب الرئيسية للأزمة المالية العالمية من وجهة نظر العديد من المفكرين الإقتصاديين خاصة في مجال الإقتصاد الإسلامي، ترجع إلى ثلاثة أسباب رئيسية وهي: الربا، وبيع الديون والمقامرة. والسؤال المطروح: كيف ساهم التمويل المهيكل بمنتجاته المالية المختلفة في تفجر الأزمة المالية الحالية؟

لم تقتصر المؤسسات المالية الأمريكية خلال السنوات الأخيرة على التوسع في الإقراض من خلال الديون العقارية، بل عمدت إلى توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناءً على أصل واحد عن طريق المشتقات المالية التي استخدمتها لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي للتوسع في الإقراض من خلال فقاعة التوريق للديون العقارية والذي يجمع بين الإقراض والمشتقات.

### 2- تعريف التوريق

بدأت عمليات توريق القروض وخاصة قروض الرهن العقاري (crédits hypothécaires) بالولايات المتحدة الأمريكية منذ 1970 وتعد التجربة الأمريكية كمرجعية في هذا المجال، وقد عرف هذا النوع من العمليات نجاحا كبيرا حيث تطبق هذه التقنية اليوم في العديد من الدول.

التوريق من الناحية اللغوية مشتق من الكلمة الفرنسية (titrisation) والمشتقة بدورها من الكلمة الإنجليزية (securitization) المتأتية من (securities) والتي تعني قيماً منقولة (titres).

والتوريق "هو إجراء يسمح بتحويل كتلة قروض لأوراق مالية قابلة للتداول، حيث تتدخل مؤسسة إقراض من خلال بيع مجموعة ديون متجانسة لهيئة خاصة التي تتكفل بتمويل المبادلة عن طريق إصدار أوراق مالية موجهة للمستثمرين".<sup>17</sup>

إن "التوريق هو تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة (أسهم أو سندات) قابلة للتداول في أسواق المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على التسديد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين".<sup>18</sup>

أركان عملية التوريق: للتوريق خمسة أركان أساسية وهي:<sup>19</sup>

أ- الركن الأول: يتمثل في وجود علاقة مديونية قائمة بين بنك مقرض ومدين مقترض سواءً أكان شخصاً معنوياً أو طبيعياً؛

ب- الركن الثاني: ويخص رغبة البنك الدائن في التخلص من عبء سندات الدين الموجودة في جانب الأصول في ميزانيته وتحويلها إلى جهات أخرى خارجية؛

وقد يجد البنك صعوبة في تحصيل دينه لسبب أو لآخر مما يضطره لتكوين مخصص للقروض المشكوك في تحصيلها وهو ما يزيد من عبء تمويلها في ميزانيته ويقلل من سيولته ويخفض من أرباحه، وقد يكون البنك في نفس الوقت بحاجة إلى سيولة تمكنه من التوسع في نشاطه التمويلي أو ببساطة تسديد بعض التزاماته المالية لذا يلجأ لتحويل بعض قروضه إلى أوراق مالية أي توريقها؛

ج- الركن الثالث: ويتمثل في إصدار الطرف المحال إليه الدين سندات جديدة قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية، والجهة المحال إليها الدين عبارة عن مؤسسة متخصصة (أو ذات غرض خاص) (SPV) في شراء القروض البنكية من البنوك المنشئة لها لتحل محلها في الدائنية تجاه المدين الأصلي، وإذا لم تكن مثل هذه المؤسسة المتخصصة متاحة فإن البنك ينشئها خصيصاً لتوريق قروضه وتكون تابعة له ولكن ذات ميزانية مستقلة؛

د- الركن الرابع: تستند الأوراق المالية الجديدة لضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، فمن غير المقبول قيام المؤسسة المتخصصة بإعادة إصدار الدين في صورة سندات وطرحها في السوق المالية دون تواجد غطاء يدعم هذه السندات والتمثل في ضمانات كافية؛

هـ- الركن الخامس: ضرورة توفر الرغبة لدى المستثمر في شراء السندات التي تصدرها المؤسسة المتخصصة، بحيث يقوم بتحصيل العائد الذي تدره هذه السندات في مواعيد استحقاق هذه العوائد. ومن البديهي، فإن البنك متى اختار طريق بيع ديونه المتعثرة أو ذات المخاطر العالية فإنه يقبل بيع قروضه بأسعار أقل تاركاً الفرصة أمام المؤسسة المتخصصة في الحلول محله مقابل هامش ربح معقول، والذي يتمثل في الفرق بين قيمة الدين الأصلي وقيمة شرائه من الدائن.

وتعود الجذور الفعلية للتوريق إلى صدور القانون الوطني للإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1934 والذي سمح بالتأمين على ديون الرهن العقاري الصادرة عن مقترضين غير حكوميين وسمح بتأسيس هيئة للرهن العقاري. لذلك حاولت السلطات العمومية تسهيل إعادة تمويل قروض الرهن العقاري حيث قامت بإصلاح 1968، وتم إنشاء مؤسسة الرهن القومية الحكومية (GNMA) والمسماة أيضاً (Ginnie.Mae) التي التزمت بضمان تسديد الفوائد والأصل في تاريخ الاستحقاق حتى لو تعرض المقترض لمخاطر التعثر عن التسديد، كما أنها تمنح ضمان الدولة للشهادات الممثلة لديون الرهن العقاري المصدرة من قبل مؤسسات الإقراض. وفي محاولة لزيادة تنشيط السوق الثانوي لهاته القروض تم إنشاء الشركة الفدرالية لقروض الإسكان العقاري (FHLMC) والمسماة كذلك (Freddie.Mae) التي أسندت إليها مهمة إعادة شراء قروض الإسكان الممنوحة من قبل البنوك المملوكة لمودعيها (Thriffs) والتي لم تكن مضمونة من أي هيئة حكومية<sup>20</sup>. وهكذا يعود الفضل لكل من (FNMA) و(GNMA) و(FHLMC) بانطلاق التوريق بالولايات المتحدة إضافة إلى وجود سوق ثانوي خاص، كما عززت هاته العوامل من دور وكالات التصنيف، وهو ما ساهم في إقامة المبادئ الأساسية لآلية التوريق.

### 3- المشتقات المالية

لقد ساهم مساهمة فعالة في تسارع ثورة المشتقات ظاهرة عالمية الأسواق وهو ما يعرف بعصر " العولمة " التي نجمت إلى حد كبير عن التحرير المتسارع لأسواق المال العالمية وإزالة القيود التي تحد من نشاط المؤسسات المالية وانتقال رؤوس الأموال مستفيدة من ثورة المعلومات والاتصالات العالمية المتطورة، فضلاً عن التنافس الكبير بين المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها وما ترتب عليه من تسابق بينها لابتكار أحدث المنتجات والأدوات المالية وطرحها في الأسواق وما صاحبها من عوامل الإغراء للمستثمرين والمتعاملين للإقبال عليها، وكان من هذه الأدوات " المشتقات المالية " كأدوات صاحب ظهورها تعاضد ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية

كأدوات جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة لغرض تسهيل عملية نقل وتوزيع المخاطر وكأدوات للمضاربة والتحوط، ومن ثم أولتها الجهات الرسمية والمهنية عناية فائقة سواء من الناحية التشريعية والقانونية التي تنظم أحكام التعامل بهذه الأدوات أو من ناحية وضع المعايير المحاسبية التي تنظم الجوانب الخاصة بالاعتراف بها وبقيمتها والإفصاح عنها. وكانت المشتقات سبباً في ظهور معايير محاسبية جديدة بل وفي نشوء منهج محاسبي جديد يعرف بمحاسبة التحوط.<sup>21</sup>

وتشتق هذه المشتقات قيمتها من قيمة الأصول (موضوع العقود) المتداولة في الأسواق المالية الحاضرة، فالأسواق الحاضرة وما يتداول بها من أصول مالية هي الأساس لكي تولد هذه المشتقات، وتقوم هذه الأخيرة بصفة رئيسية على الإتجار في المخاطر، وتتمثل أساساً في العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود الخيارات وعقود المبادلة، إضافة إلى التوريق.

#### أ- تعريف المشتقات المالية

تعرف بأنها عبارة عن "عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع... الخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية".<sup>22</sup>

ويعرفها البعض: بأنها "الورقة المالية التي تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية لورقة مالية أخرى محددة مثل السهم العادي أو السند وبالتالي فليس للمشتقات المالية حقوق مالية مباشرة على أصول حقيقية".

كما يعرف المنتج المشتق على أنه "أصل مالي أين تتبع القيمة سعر أصل آخر والذي يسمى تابعا (sous-jacent)، ويوجد نوعين من أسواق المشتقات: الأسواق المنظمة وهي التي تملك غرفة مقاصة أما الثانية فهي الأسواق بالتراضي أو الإتفاق (de gré à gré).<sup>23</sup>

إذن يتلخص مفهوم المشتقات فيما يلي:

- هي عقود.

- تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي.

- لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود.

- تعتمد قيمتها (أي المكاسب أو الخسائر) على الأصل المعني أي الأصل موضوع العقد (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد ولذلك سميت بالمشتقات).

ويتضمن العقد: تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل، تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر، تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد، تحديد الشيء محل العقد والذي قد يكون: سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي.

#### ب- أنواع المشتقات ودورها

تتعدد المشتقات المالية وتشمل على عقود الخيارات والعقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود المبادلة أو مزيج من اثنين من هذه العقود وهو ما يسمى بمشتقات المشتقات مثل عقود المبادلات الخياراتية. وقد يكون موضوع هذه العقود منتجات و سلع حقيقية أو مؤشرات معينة مثل سعر الصرف أو سعر الفائدة أو أوراق مالية من أسهم وسندات أو عملات أجنبية أو حتى تدفق نقدي ما.<sup>24</sup>

وإذا كانت المخاطرة عاملاً يلزم الاستثمار عموماً إلا أنها أعلى ما تكون في الاستثمار في المشتقات المالية وينشأ ارتفاع مخاطر الاستثمار في المشتقات المالية من حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها تعتمد أساساً على التوقعات المستقبلية ومدى تحقق فرص حصولها.

ولكن المشتقات على الرغم من ذلك تستخدم من قبل المضاربين ويتم التعامل بها من قبل المؤسسات المصرفية والمالية الأخرى وكوسيلة لجني الإيرادات من جراء الاتجار والتداول بالعقود المالية بفعل التقلبات السعرية للأدوات المالية الأصلية المشمولة بعقودها، كما أنها وسيلة لإدارة المخاطر من ناحية كونها تتيح للمستثمر فيها فرص تحديد مخاطر السوق ذات الصلة بالعقود المالية وإدارة كل مخاطرة على حدة، ومن ثم إتاحة الفرصة لتخفيض درجة المخاطر عموماً وذلك من خلال التحوط أو التغطية للحماية من آثار التقلبات السعرية والتي تنشأ عادة إما عن تقلب أسعار الصرف أو تقلب أسعار الفائدة أو تقلب أسعار أصول المحافظ الاستثمارية سواء كانت هذه الأصول سلعاً أم أوراقاً مالية.

ويمكن تصنيف المشاركين في أسواق المشتقات إلى فئتين:<sup>25</sup>

**الفئة الأولى:** هي المستخدمون النهائيون الذين يدخلون هذه الأسواق لتحقيق أهداف معينة تتصل بالتحوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة. وتشتمل هذه الفئة على مجموعة واسعة من المؤسسات مثل: المصارف وبيوت الأوراق المالية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار وغيرها.

**الفئة الثانية:** هي فئة الوسطاء أو المتعاملين الذين يلجون احتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات باستخدام هذه الأدوات الجديدة في الأسواق وذلك في مقابل جني إيرادات في شكل رسوم الصفقات وهوامش عروض البيع والشراء، بالإضافة إلى الاستفادة من مراكزهم المالية الخاصة. لكن أكثر أنواع المشتقات تداولاً في الأسواق المالية ثلاثة وهي:

- عقود الخيارات

- العقود المستقبلية

- عقود المبادلات أو المقايضات

- العقود الآجلة والعقود المستقبلية: تعتبر العقود المستقبلية امتداداً وتطوراً طبيعياً للعقود الآجلة، وهذه الأخيرة هي اتفاق بين طرفين للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق متفق عليه وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد، وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغاً نقدياً أو أوراقاً حكومية تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد يطلق عليها الهامش المبدئي، يتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل: مركزاً طويلاً ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد تم الاتفاق عليه، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزاً قصيراً ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر. يتم الإشارة للسعر المحدد في العقد الآجل باسم سعر التسليم.

أما العقود المستقبلية ما هي إلا عقود آجلة تم تميمطها من حيث تاريخ التسليم ومستوى جودة الأصل وعدد الوحدات داخل العقد ولم تترك مجالاً للتفاوض سوى السعر وعدد العقود، وفي العقود الآجلة لا توجد أي قيود حيث تتحدد بنود العقد وفقاً لاتفاق الطرفين.

ويعتبر تنفيذ العقود المستقبلية إلزامياً لطرفيه وإن ظل أمام كل طرف إمكانية التخلص من التزامات العقد.

-عقود الخيارات وهي عقود تعطي لمالكها حق (وليس إلتزام) شراء أو بيع كمية معينة من أصل مالي بسعر محدد متفق عليه مقدماً ويسمى سعر التنفيذ أو الممارسة، وذلك نظير مبلغ معين غير قابل للرد يدفع لبائع العقد على سبيل التعويض أو المكافأة ويسمى " علاوة "، ويبقى هذا الحق صالحاً حتى تاريخ إستحقاق العقد.

وقد سميت هذه العقود بعقود الخيار، لأنها تعطي لمالكها الحق في تنفيذ الإتفاق أو عدم تنفيذه، على عكس العقود المستقبلية التي تجعل من العقد ملزماً لطرفيه. إذن عقد الاختيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل، وبطبيعة الحال فإن رغبة مشتري العقد في حدوث هذا 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 Call option، أما الحالات التي يمتلك فيها حائز العقد الحق في البيع Put option والتاريخ المستقبلي المحدد للتنفيذ يسمى تاريخ انتهاء العقد، والسعر المحدد في العقد يسمى سعر التنفيذ.

ويعرف البعض الآخر الخيار بأنه عقد يقوم بموجبه محرر العقد أو البائع بإعطاء مشتري العقد الحق (وليس الإلتزام) في أن يشتري منه أو يبيع له شيئاً ما (سلعة أو أداة مالية) بسعر معين وخلال فترة زمنية معينة أو في تاريخ معين، ولذلك يشار إلى محرر العقد على أنه بائع الخيار Option Seller وهو يعطي هذا الحق للمشتري في مقابل مبلغ من المال يسمى سعر الخيار أو مكافأة الخيار، والسعر الذي يباع أو يشتري به الأصل يسمى سعر التنفيذ. ويتم تصنيف عقود الاختيار حسب المعايير التالية:

1- الأنواع الرئيسية: خيارات الشراء - خيارات البيع - الضمانات

- خيارات الشراء: هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء أصل 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 بالعلو أو سعر الخيار، وبطبيعة الحال فإن المشتري سوف يدفع العلو للحصول على حق الاختيار، كما أنه سوف ينفذ العقد ويشتري الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد؛

- خيارات البيع: هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو المشتري للطرف الآخر البائع الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم البيع وذلك في تاريخ مستقبلي وبسعر يحدد مسبقاً في العقد، ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى بالعلو أو سعر الخيار وبطبيعة الحال فإن المشتري سوف يدفع العلو للحصول على حق الاختيار، كما أنه سوف يبيع الأصل محل العقد إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد؛

- الضمانات: يمكن النظر إلى الضمانات على أنها عقود اختيارات شراء تصدر بواسطة الشركات على أسهمها وعادة ما تكون لفترات طويلة مقارنة بعقود الاختيارات.

2- عقود الاختيار حسب تاريخ تنفيذ العقد

- عقود الاختيار الأمريكية American Options

هي عقود يسمح فيها لمشتري العقد بأن يمارس حقه في الاختيار وذلك بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد؛

- عقود الاختيار الأوروبية: European Options

هي عقود يكون فيها لمشتري العقد الحق في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ إنتهاء صلاحية العقد.

3- عقود الاختيار حسب التغطية: مغطاة - غير مغطاة

-عقود اختيار الشراء المغطاة: هي عقود يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد أي أنه يستطيع أن يغطي التزامه بالبيع إذا إختار مشتري العقد تنفيذ العقد؛

- عقود إختيار الشراء غير المغطاة: هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد. ولذلك إذا إختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه للمشتري.

4- حسب الربحية: مربحة - غير مربحة - متعادلة: يحقق أرباحاً إذا كان السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ المحدد في العقد، ويكون عقد اختيار الشراء غير مربح إذا كان السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ.

**ملاحظة:** عقود الخيارات بصفة عامة ليس فيها تسليم ولا تسلم، فالتسوية نقدية وبينما تغطي العقود المستقبلية خسارة ارتفاع الأسعار، فإن عقود الخيار تقدم نفس التغطية ولكن لا يخسر المشتري أو البائع أمام محرر الخيار إلا العلو، بينما يظل المجال مفتوحاً أمامه للربح، وفي الوقت نفسه يلتزم محرر الخيار بدفع الخسارة - كما في العقود المستقبلية - ويتحدد مكسبه في العلو.

أما عقود المبادلة: فهي اتفاق بين طرفين على تبادل تدفقات نقدية ذات أنماط مختلفة خلال فترة مستقبلية، سواء في صورة ديون أو عملات مقترضة أو أسعار فائدة متغيرة وثابتة أو نحوها. ومن المعلوم أن أصحاب رؤوس الأموال المستثمرة تتواجد استثماراتهم في أسواق مالية متعددة في العالم، فإذا ما تعرضت أسهمهم في دولة ما للخسارة فإنهم يسحبون أموالهم المستثمرة إلى دولة أخرى لتعويض الخسارة أو تقاديتها.

ومع تزايد المخاوف من تقلبات سعر صرف الدولار السلبية مقابل العملات الرئيسية، حيث أن لهذه التقلبات شواهد كثيرة وهي تعني اقتصادياً حدوث خسارة في الاستثمارات بعملة الدولار سواء كانت في الولايات المتحدة نفسها أو خارجها، خاصة في الدول التي تعتمد على سعر صرف ثابت للدولار، وعلى ذلك فإن حدوث أزمة مالية في أمريكا سوف يقود إلى سحب الاستثمارات من الدولة المرتبطة بالدولار (بسعر صرف ثابت) لتتوطن في دول أخرى ذات عملات معومة.

- مشتقات القرض

تعرف مشتقات القرض على أنها "عقود مبادلات مالية أو خيارات تسمح بالحماية أو بالمجازفة ضد خطر إفسار مقترض سيادي، بنكي، صناعي أو ضد تغير كبير في نوعية الإمضاء".

وتعرف كذلك على أنها "عقد مالي ثنائي يبرم بالتراضي وتكمن فائدته في تمييز وتغطية خطر محدد: خطر نوعية مصدر أو مقترض".<sup>26</sup> وظهر مصطلح مشتقات القرض لأول مرة سنة 1992 خلال ملتقى للرابطة الدولية لعقود المبادلة والمشتقات.

ومن أنواع مشتقات القرض هناك: عقود المبادلة على التعثر، العقود الآجلة للمردودية الإجمالية، الأوراق المالية المرتبطة بخطر القرض.

وقد عرف سوق مشتقات القرض تطورا كبيرا حيث انتقلت المبالغ الإجمالية للمنتجات من 180 مليار \$ سنة 1987 إلى 2000 مليار \$ سنة 2002، لتصل إلى حوالي 5000 مليار \$ في نهاية 2004، أما على مستوى المتدخلين فإن السوق يبقى بصفة كبيرة فيما بين البنوك كون أن 52% من مشتري الحماية و39% من بائعي الحماية هي من بنوك. وقد اكتسبت مشتقات القرض دورا مهما ومتزايدا في السنوات الأخيرة كأداة لتخفيف آثار المخاطر.

### ثامنا: أسباب الأزمة المالية العالمية الحالية - دور المنتجات المالية الحديثة -

يواجه العالم اليوم أزمة مالية خطيرة مصدرها قلب النظام الرأسمالي نفسه وهي الولايات المتحدة الأمريكية أكبر دول العالم إقتصاديا. حيث يقف العالم اليوم مشدودا أمام ما يطلق عليه "الأزمة المالية العالمية" باعتبارها أزمة مست أكبر إقتصاد في العالم، لتمتد آثارها إلى باقي الدول. فما هي الأزمة المالية الحالية؟ وكيف حدثت؟

إن تشخيص أسباب الأزمة هو مفتاح العلاج السليم، فتصور الشيء تصورا سليما ودقيقا ومحايذا هو جزء من تقديم الحل السليم الموضوعي، فلقد تتبأ العديد من رجال الإقتصاد أن النظام الإقتصادي الرأسمالي يقوم على بعض المفاهيم والقواعد التي هي أساس تدميره إذا لم تعالج وتصبوب تصويبا عاجلا. ويمكن تقسيم أسباب الأزمة المالية الحالية إلى قسمين: أسباب رئيسية تتمثل أساسا في أزمة الرهن العقاري، وأسباب ثانوية أخرى.

### 1- الأسباب الرئيسية « أزمة الرهن العقاري »

تعريف سوق الرهن العقاري: إن الهدف من خلق سوق للرهن العقاري هو محاولة إيجاد حل لمشاكل تمويل البناء وكذا توجيه الادخار الخاص للأجل المتوسط والطويل نحو التوظيفات طويلة الأجل للقطاع العقاري.

ويمكن تعريف سوق الرهن العقاري على أنه "امتداد للسوق المالية والذي يتكفل بكل العمليات المتعلقة بتمويل العمليات على العقار، وهو بمثابة سند للسوق العقاري لأنه يسمح بتقليص مدة القرض العقاري وتخفيض تكلفته بالنسبة للأفراد وإعطاء المؤسسات المانحة له إمكانية التفاوض حول ديونها للرهن العقاري"<sup>27</sup>.

كان موضوع الرهن العقاري هو السبب الرئيسي لأزمة النظام المالي العالمي الراهنة، وظهرت أزمة الرهن العقاري بشكل مفاجئ، وبدأت تكبر كالفقاعة لتهدد قطاع العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية والأسواق المالية العالمية وتشكل تهديدا للإقتصاد المالي العالمي.

### أ- تعريف أزمة الرهن العقاري

أزمة الرهن العقاري هي أزمة مالية خطيرة ظهرت فجأة، سببها في البداية تسابق البنوك على منح قروض عالية المخاطر، وبدأت الأزمة تكبر ككرة الثلج لتمس كل الدول، وانتقلت آثارها من مجال العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية إلى مختلف مجالات الحياة مؤثرة على أكبر البنوك والمؤسسات المالية. ويعتبر عام 2000 بداية تكون فقاعة السوق العقاري في كثير من الدول الصناعية وخاصة الولايات المتحدة، عندما قامت البنوك بتقديم تسهيلات غير مسبوقه للقروض العقارية بأنواعها وخصوصا السكنية مما أدى إلى ارتفاع أسعارها تبعا لذلك.

### ب- نشأة أزمة الرهن العقاري

تتمثل صيغة الرهن العقاري في أن يتم التعاقد بعقد ثلاثي الأطراف بين مالك لعقار ومشتري وممول (بنك أو شركة تمويل عقاري) على أن يقوم المالك ببيع العقار للمشتري بمبلغ معين، ويدفع المشتري جزءا من الثمن (10% مثلا) ويقوم الممول في ذات العقد بدفع باقي الثمن للبائع مباشرة واعتباره قرضا في ذمة المشتري مقابل رهن العقار للممول ويسدد القرض على أقساط طويلة

الأجل (ما بين 15-30 سنة) بفائدة تبدأ عادة بسيطة في العامين الأولين ثم تتزايد بعد ذلك، ويسجل العقار باسم المشتري ويصبح مالكة له حق التصرف فيه بالبيع أو الرهن. وفيما يلي إبراز لكيفية حدوث أزمة الرهن العقاري وتطورها لأزمة عالمية، حيث انتقلت عدواها إلى دول العالم الأخرى باعتبار ما يمثله الحجم الكبير للاقتصاد الأمريكي.

بدأت الأزمة مع انتعاش ورواج سوق العقارات الأمريكية في الفترة ما بين 2001 - 2006 مما شجع البنوك وشركات الاقتراض على اللجوء إلى التمويل العقاري مرتفع المخاطر، حيث تم منح قروض لشراء المنازل دون ضمانات كافية مقابل سعر فائدة بسيط لمدة سنتين ثم تتزايد بعد ذلك<sup>28</sup>.

قامت المؤسسات المالية الكبرى ببيع هذه القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات دين وطرحتها في أسواق المال والبورصات للتداول، أي أعادت إقراض ما حصلته في تمويل عقاري جديد مرات متتالية، وهناك جذور اقتصادية لهذه المشكلة تعود إلى زيادة في حجم القروض العقارية الممنوحة برهونات عقارية من قبل المؤسسات المالية الأمريكية بمعدل فائدة متغير (تزداد كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة) ودون وجود ضمانات كافية، وكانت نسبة الفائدة في حينها متدنية مما شجع على زيادة وتطور هذه القروض فمنها ما تم منحة لغرض السكن أو لغرض الاستثمار طويل الأجل أو المضاربة المرهونة.

قامت المصارف بتحويل القروض الممنوحة إلى سندات متداولة في الأسواق المالية (التسنييد) من خلال البيع لشركات التوريق، وتم ذلك باستخدام إجراءات و أدوات وتقنيات مالية معقدة تمثلت في قيام البنوك ببيع الديون على شكل سندات إلى مستثمرين آخرين الذين قاموا بدورهم برهن السندات لدى البنوك مقابل حصولهم على ديون جديدة لشراء المزيد من تلك السندات، وتكررت تلك العمليات (أي استخدام الديون للحصول على المزيد من الديون)، توسعت الهوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي أو الورقي، فمعدل نمو وتراكم الديون يتجاوز أضعاف مضاعفة نمو وتراكم الثروات، كما أن نمو خدمة الديون يتزايد بصورة تتجاوز أضعاف مضاعفة نمو الدخل والأزمة إن كانت تمثل تهديدا فإنه يمكن أن يولد من رحمها فرصا إذا تم إحسان إستغلالها.<sup>29</sup>

في خطوة من البنوك لتعزيز مركز السندات، تم التامين عليها من قبل شركات التامين المشهورة على أن يقوم حامل السند بدفع رسوم التامين عليها للحماية من إفلاس البنك أو صاحب البيت مما شجع على اقتناء المزيد من تلك السندات، ورغم هذه العمليات المعقدة وبسبب هبوط قيمة هذه العقارات بدءاً من عام 2007 أصبحت قيمتها اقل من قيمة السندات المتداولة والصادرة بشأنها، ولم يعد في مقدور الأفراد سداد ديونهم حتى بعد بيع عقاراتهم المرهونة فأصبحوا مكبلين بالالتزامات المالية، ونتيجة لتضرر المصارف الدائنة من عدم السداد هبطت قيمة أسهمها في البورصة وأعلنت عدة شركات عقارية وشركات تامين إفلاسها.

لقد سيطر على أذهان المستثمرين حالة من عدم الثقة مما دفع في اتجاه قيام المودعين بسحب ودائعهم مما انعكس سلباً على سيولة البنوك على الرغم من تدخلات البنوك المركزية والتي جاوزت الـ 500 مليار دولار، كما أصيبت الأسواق المالية بالشلل التام.

توالت الخسائر الاقتصادية الناتجة عن العجوزات ومنيث كثير من الأسواق بالخسائر وأصبح العامل النفسي مرتبط بالثقة في القطاع المالي برمته، حيث فقد المستثمر الثقة في الأسواق ولم يعد يصدق جدوى الأدوات المالية الحديثة والمتمثلة في عملية التوريق، كما فقد القدرة على تقييم الدين بشكل حقيقي وكامل نتيجة تورط شركات التصنيف الائتماني.

إن حالات العجز عن التسديد تعود إلى أكثر من سنة ماضية حيث قامت البنوك بشطب ما يزيد عن 500 مليار دولار من أصولها، إلا أن خسائر ائتمانية جديدة ظهرت مما أشعل مخاوف المستثمرين من جديد، وازدادت المخاوف خاصة بعد إفلاس بنك ليمان بروذرز الذي شكل صدمة كبيرة للمستثمرين الذين كانوا على ثقة بأن الحكومة الأمريكية ستقوم بدعم البنوك الكبرى ومنعها من الإفلاس وهو الأمر الذي لم يحدث. وقدرت ديون البنك بنحو 613 مليار دولار منها 160 مليار دولار لعملاء خارج الولايات المتحدة الأمريكية، كما هبطت أسهم البنك إلى ما نسبته 90% من قيمتها، حيث قدرت خسائر البنك بنحو 7 مليار دولار.

والملاحظ أنه وبعدها تشبعت السوق العقارية وضعف الطلب على العقارات انخفضت أسعار المنازل وفي ظل ارتفاع سعر الفائدة وعدم قدرة أصحابها على إعادة بيعها أو رهنها والحصول على



قروض جديدة توقفوا عن سداد أقساط القروض العقارية وفوائدها، وهنا بدأت أسعار السندات في الانخفاض واتجه حملتها إلى بيعها بخسارة. لذا فلقد أدت أزمة قروض الرهن العقاري لسيادة حالة من عدم الثقة في الديون المورقة.

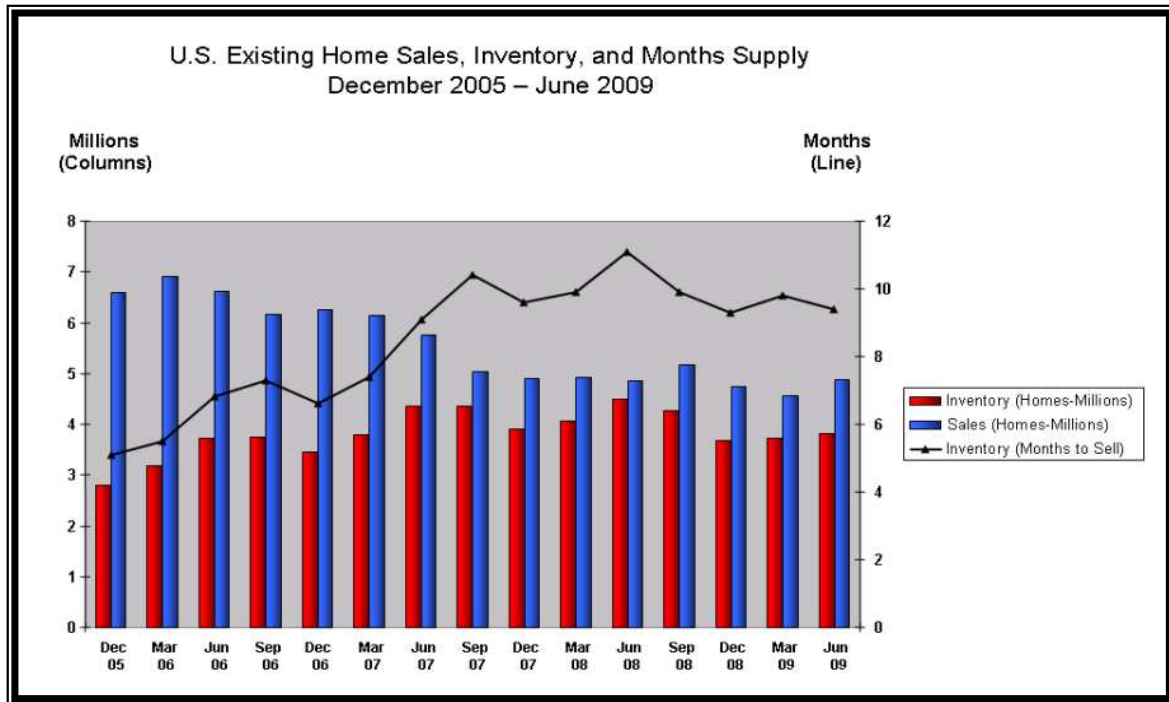
لقد ظهرت ملامح الأزمة بوضوح مع بداية 2007 وذلك مع تزايد حالات توقف المقترضين عن الدفع وزيادة عدد المنازل المعروضة للبيع وبروز ظاهرة استيلاء المقترضين على العقارات وكثرة المنازعات بين المقترضين والبنوك، حيث عجزت بعض البنوك عن مواجهة عمليات سحب الأموال وتمويل المؤسسات والأفراد فأعلنت إفلاسها. وفي المقابل انخفضت أسهمها وأسهم شركات الاستثمار العقاري، فأدى ذلك إلى انهيار الأسواق المالية وهدد بحدوث كساد اقتصادي.

كما أدى ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في أوروبا وآسيا بالسوق المالية الأمريكية إلى انتقال أزمة الرهن العقاري من الولايات المتحدة إلى القارة الآسيوية والأوروبية، لتتطور إلى أزمة أكبر أصبحت تعرف بالأزمة المالية العالمية.

ولعل أفضل ما يلخص الأزمة هو تقديم صورة مبسطة تمكن الإنسان العادي من فهمها، بحيث نفترض أن هناك عدة مباني تم وضعها مصطفة إلى جانب بعضها البعض، فإذا ما وقع أحدها فإنه وكرد فعل تتابعي تسقط البقية وهكذا فقد ترتب على الرهن العقاري أهرامات من الديون مرتبطة ببعضها البعض، ووجود خلل في إحدى حلقات الديون المركبة كما حدث في توقف المقترضين في سوق التمويل العقاري عن سداد القروض أدى إلى انهيار النظام المالي بأكمله وحدثت الأزمة<sup>30</sup>.

والمنحنى البياني التالي يوضح عدد المساكن المعروضة للبيع بالولايات المتحدة خلال الفترة الممتدة من ديسمبر 2005 إلى جوان 2009، حيث تسارعت وتيرة بيع المنازل بدءاً من منتصف 2008.

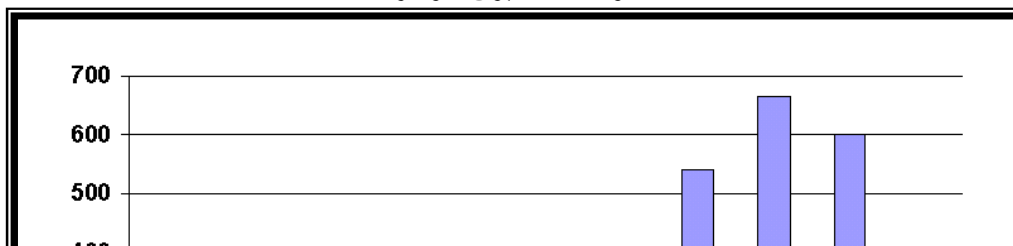
الشكل رقم(3): تطور عدد المساكن المباعة بالولايات المتحدة خلال الفترة ديسمبر 2005-جوان 2009



Source : [www.wikipedia.org/wiki/subprime\\_mortgage\\_crisis](http://www.wikipedia.org/wiki/subprime_mortgage_crisis)

في حين عرف معدل الفائدة المطبق من قبل البنك الإحتياطي الفدرالي إنخفاضاً، وشهد معدل الفائدة على الرهن العقاري Adjustable Rate Mortgages (ARM) ارتفاعاً كبيراً.

الشكل رقم (4): تطور حجم قروض الرهن العقاري المخاطرة (sub-prime) من 1997-2007  
الوحدة: مليون دولار



**Source : pansard\_colloque\_bush.ppt de cervepas.univ-paris3.fr**

### ج- الخصائص الرئيسية لأسواق الرهن العقاري:

فيما يلي بعض الخصائص الرئيسية لأسواق الرهن العقاري:

- نسبة القرض إلى القيمة (أي نسبة القرض العقاري إلى قيمة المساكن) ومدة القرض المعتادة: فارتفاع نسبة القرض إلى القيمة يفسح المجال أمام المقترضين لاقتراض المزيد، بينما تسمح فترات السداد الأطول بالمحافظة على نسبة خدمة الدين (المقصود بخدمة الدين سداد القسط مضافا إليه الفائدة المستحقة) إلى 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؛

- إنشاء أسواق ثانوية للقروض العقارية: حيث كلما ازداد تطور أسواق القروض العقارية الثانوية سيجد المقرضون سهولة أكبر في الحصول على التمويل عبر أسواق رأس المال وتقديم القروض للمقترضين إذا ما تساوت الشروط الأخرى<sup>31</sup>.

### 2- الأسباب الثانوية للأزمة

إن أزمة الرهن العقاري كان لها دورا كبيرا في بروز الأزمة المالية الحالية، لكن كانت هناك جملة من الأسباب الثانوية التي ساهمت أيضا في تأزم الوضع ويمكن إدراجها في: أسباب مباشرة وأخرى غير مباشرة.

أ- الأسباب المباشرة: تتعلق بالوضع الاقتصادي والمالي الأمريكي منذ فترة طويلة وحتى الآن وتتجلى فيما يلي:

- إن الأزمة الراهنة قد لا تشبه تماما الأزمات السابقة، حيث بدأت الولايات المتحدة في سبعينيات القرن العشرين بعملية "لا تصنيع" أو نزع التصنيع، انتقلت بموجبها من الاعتماد على الأسواق المحلية إلى الشكل الحالي من العولمة عبر نقل الصناعات الثقيلة إلى الصين والهند وغيرهما. وترافق ذلك مع تحرير أسواق المال ونزع كل القيود المنظمة لها، مما أدى إلى هجرة رأس المال وإلى تقسيم دولي جديد للعمل، وفي ظل التكنولوجيا المتطورة في المراكز الرأسمالية والعمليات الصناعية التقليدية توسعت الأسواق المالية بسرعة فأصبح القطاع المالي في بريطانيا مثلا مسؤولا عن نصف النمو الاقتصادي، وكذا الأمر بالنسبة للقطاع المالي العقاري في أمريكا حتى عام 2006، وكلا القطاعين اعتمدا بشكل كامل على المضاربة وليس على الاقتصاد الحقيقي. وبسبب سيطرة الطبقة المالية المصرفية حول الاقتصاد من نظام يعتمد على قواعد تنظيمية واضحة إلى فوضى قائمة على مبدأ المخاطرة الكبيرة لتحقيق الأرباح العالية؛

- سلسلة الأحداث المالية التي حدثت في الولايات المتحدة وأوروبا في فيفري 2007 حتى الآن (الارتفاع الكبير في عدم قدرة المقترضين على دفع مستحقات قروضهم، انخفاض الموجودات من السيولة لدى العديد من البنوك...).

ب- الأسباب غير المباشرة: تتمثل فيما يلي:

- انشغال الإدارة الأمريكية بالسياسات الخارجية وإهمالها للوضع الداخلي؛
- توظيف الموارد الاقتصادية الأمريكية بما يخدم سياساتها وهيمنتها الخارجية وذلك على حساب إهمال المراقبة والمتابعة المالية للأوضاع الداخلية؛
- انتشار الفساد الأخلاقي الاقتصادي مثل: الاستغلال، الشائعات، الغش، التديليس، الاحتكار والمعاملات الوهمية؛

- يقوم النظام المالي والمصرفي التقليدي على نظام جدولة الديون بسعر فائدة أعلى أو استبدال قرض واجب السداد بقرض جديد بسعر فائدة مرتفع، أما النظام المالي العالمي فيعتمد على نظام المشتقات المالية التي تقوم أساساً على معاملات وهمية (ورقية، شكلية) أساسها الاحتمالات؛

- التوسع والإفراط في تطبيق نظام بطاقات الائتمان بدون رصيد (السحب على المكشوف) والتي تحمل صاحبها تكاليف عالية.

لقد تحولت الأزمة المالية إلى طاعون مالي يسري في جسد الاقتصاد العالمي، فأفقدت المستثمر الثقة في آليات النظام النقدي والمصرفي والمالي، ولم يعد يصدق جدوى تلك الآليات، مثل آليات السياسات النقدية والائتمانية القائمة على سعر الفائدة والتخلي عن نظام الغطاء الذهبي، والتي ساهمت في خلق أضعاف مضاعفة من النقود، وجعلت النقود تلد النقود، وكذلك الآليات المالية التي جعلت من الاستثمار المالي أضعاف مضاعفة الاستثمار الحقيقي، ورسخت لمفهوم بيع الديون من خلال عمليات التوريق وكذلك تقنين المقامرة من خلال المشتقات المالية والتأمين التقليدي.<sup>32</sup>

**دور المشتقات المالية في تفجر الأزمة:** منذ أن ظهرت المشتقات في الغرب قبل 150 عاماً تقريباً أثارت ولا تزال الكثير من الجدل حول مشروعيتها سواء من الناحية القانونية أو الاقتصادية. فحسب القانون فإن العقود المؤجلة التي لا يراد منها التسليم وإنما التسوية على فروق الأسعار تعد من الرهان والقمار الذي لا يعترف به القانون العام. ومن ناحية اقتصادية فإن هذا التعامل لا يختلف عن القمار لأنه لا يولد قيمة مضافة بل مجرد مبادلة يربح منها طرف ويخسر الآخر، بل قد يكون أسوأ أثراً من القمار لأنه يتعلق بسلع وأصول مهمة ومؤثرة في النشاط الاقتصادي ويتضرر من جراء تقلباتها الكثير من الناس، ولهذا لم يكن غريباً أن أكثر مجموعات الضغط نشاطاً في السابق ضد المشتقات كان المزارعين، إذ كانوا أكثر الفئات تضرراً من هذه التقلبات. وقد جرت في الماضي عدة محاولات في الكونجرس الأمريكي لمنع المستقبلية. إن المدافعين عن المشتقات يرون أنها أدوات لنقل المخاطر من الوحدات المنتجة كالشركات والمؤسسات التي لا ترغب في تحمل مخاطر الأسعار إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر، وهي المؤسسات المالية وبيوت السمسة الكبيرة، وبذلك ترتفع إنتاجية الوحدات الاقتصادية ومن ثم مستوى الرخاء الاقتصادي. وهذه العملية هي ما يسمى بالتحوط، أي توخي الشركات والمؤسسات للمخاطر وتجنبها، لكن المعارضين يقولون إن المشتقات هي نفسها أدوات المجازفة والرهان على تقلبات الأسعار والاسترباح من ذلك. وواقع الأمر أن المجازفة هي الغالبة على المشتقات، حيث تبلغ نسبة العقود المستخدمة بغرض المجازفة وفق الإحصائيات الرسمية أكثر من 97% من إجمالي العقود، بينما تقتصر أغراض التحوط على أقل من 3%.

إن المشتقات المالية أدوات للمجازفة والرهان أكثر منها أدوات للتحوط. كما أن تبادل المخاطر يعني أن العملية تصبح مبادلة صفرية، لأنه إذا تحقق الخطر كسب أحد الطرفين وخسر الآخر، وإن لم يتحقق انعكس الوضع، وهذا هو ما يجعل المشتقات هي أهم أدوات المجازفة والرهان على الأسعار، لأن المقصود ليس تبادل الملكية وإنما مجرد المخاطرة. ولا خلاف بين أهل الفن أن المشتقات مبادلات صفرية، لكنهم يقولون إنها وإن كانت صفرية على مستوى العقد لكنها على المستوى الكلي إيجابية لأنها ترفع مستوى الإنتاجية للاقتصاد عموماً ومن ثم ينتفع جميع الأطراف، وهذه الحجة يمكن أن تكون صحيحة لو كانت المشتقات تسير جنباً إلى جنب مع النشاط الحقيقي المنتج، لكن واقع الأمر أن أسواق المشتقات تسير في اتجاه بعيد عن النشاط الحقيقي، حيث في السنوات الماضية تضاعف حجم المشتقات أكثر من ثلاث مرات، بحيث تجاوز حجمها الآن 330 تريليون دولار، وهو نمو غير مشهود في أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الأخرى.

الشكل رقم (5): تطور حجم عقود المشتقات خلال الفترة: من جوان 1998 - إلى جوان 2007.

الوحدة: مليار دولار



**Source : crise\_financiere\_attac.ppt de www.local.attac.org**

إن السبب هو أن المشتقات لا ترتبط تعاقدياً بالنشاط الحقيقي، بل تقتصر على تبادل المخاطر، وحيث أن تداول المخاطر لا يخضع لضوابط النشاط الحقيقي المولد للثروة، فيصبح نمو المشتقات أسهل بكثير من نمو الاقتصاد الحقيقي، وهذا هو الحاصل بالضبط، ويترتب على ذلك تدفق رؤوس الأموال إلى المجازفات غير المنتجة على حساب الاقتصاد الحقيقي المنتج، مما يعرض الاقتصاد للخسارة مرتين: مرة بحجب رؤوس الأموال عن النشاط الحقيقي ابتداءً، ومرة عند انهيار السوق وانفجار فقاعة المجازفات غير المسؤولة وضياع الثروة تبعاً لذلك ومع التضخم الهائل لحجم سوق المشتقات فإن أي انهيار سيكون تهديداً مباشراً للاقتصاد بأكمله، وهذا ما يجعل الحكومات والبنوك المركزية تتدخل لمنع وقوع هذه الانهيارات.

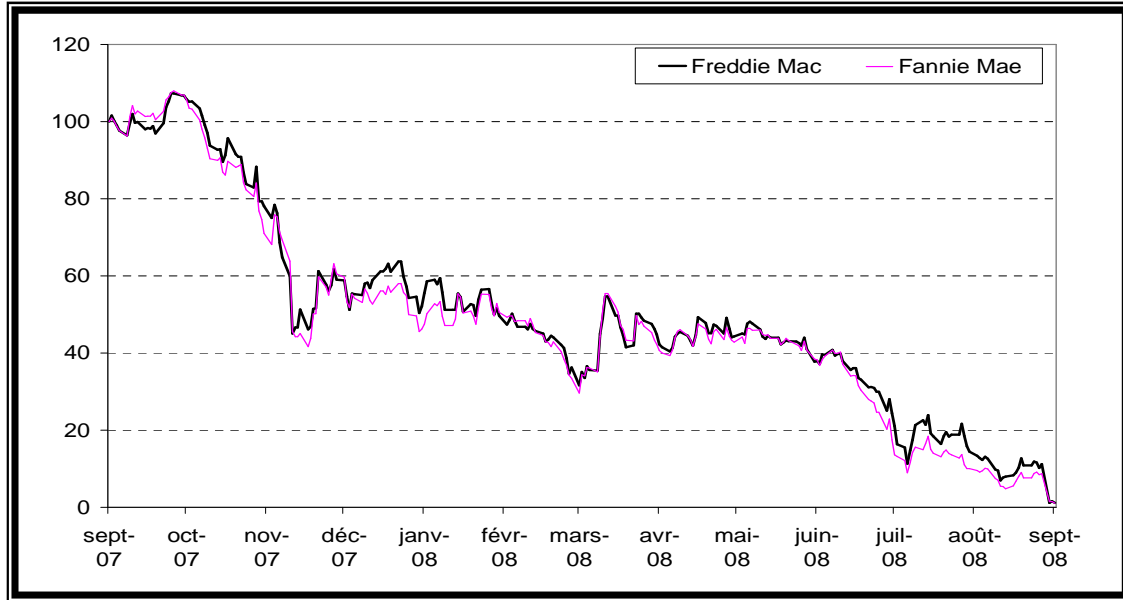
إن لتدخل الحكومي مصدر أساسي لربحية المجازفين، كما أكد على ذلك جوزيف ستيجلتز الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد، وإلا فإن سوق المشتقات إجمالاً سوق صفرية كما سبق. ولكن تدخل الجهات الرسمية يعني أن الذي يدفع الثمن الفعلي لهذه المجازفات هو جمهور الأفراد والشركات الذين هم عماد الاقتصاد، فالجمهور في النهاية صار يتحمل مخاطر المجازفين التي تفوق بأضعاف مخاطر النشاط الحقيقي، فبدلاً من أن تكون المشتقات وسيلة لحماية الجمهور من المخاطر صارت وسيلة لتحميله مخاطر تفوق بأضعاف ما كان يسعى لتجنبه من خلالها<sup>33</sup>.

وحسب مصادر عديدة ومن بينها بنك التسويات الدولية، فإن المبلغ الإجمالي للمنتجات المشتقة حول العالم تجاوز منذ ديسمبر 2007 عتبة 1144 ألف مليار دولار مقسمة كما يلي:<sup>34</sup>

- مشتقات القرض بـ: 548 ألف مليار دولار
- القيمة الإسمية للمنتجات المشتقة بـ 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 برأس المال المساهم بحوالي 85 مليار دولار
  - \*- منتجات مشتقة غير مقيدة أو مسجلة بحوالي 71 ألف مليار دولار أو أكثر.

إن مبلغ 1144 ألف دولار أي 1,144 مليون تريليون دولار يعادل حوالي 22 مرة الناتج الإجمالي العالمي، حيث شهد سوق المنتجات المشتقة خلال السنتين الأخيرتين نمواً متسارعاً وكبيراً جداً خاصة مع التفكك الكبير للأسواق العالمية للقروض " la grande débandade " والذي بدأ في جويلية 2007 مع انهيار مؤسستي الرهن العقاري العملاقين بالولايات المتحدة Fannie Mae و freddie Mac في سبتمبر 2008. ولقد بلغ مجموع مبالغ المنتجات المشتقة والمسجلة في حسابات أهم البنوك العالمية بنهاية 2007 إلى 140 ألف مليار دولار.

**الشكل رقم (6): تدهور أسعار أسهم Fannie Mae و freddie Mac**

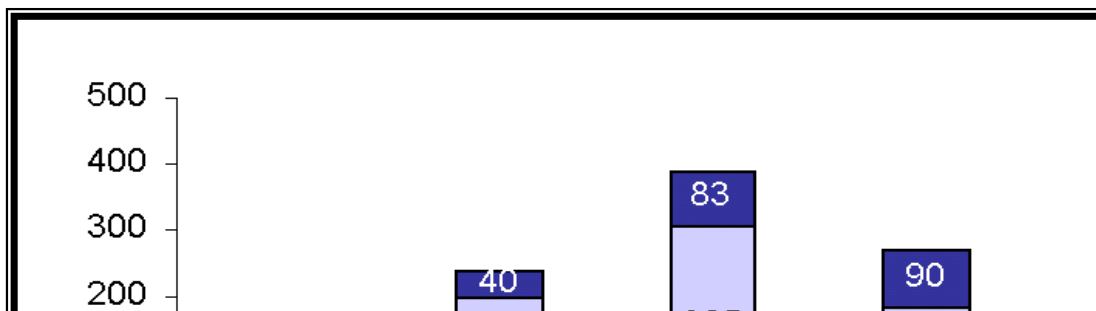


أساس 100 = سبتمبر 2007

Source : pansard\_colloque\_bush.ppt de cervepas.univ-paris3.fr

لقد أضحت أسواق الصرف العالمية وفي خضم الأزمة المالية مؤشرا أساسيا للمخاطر المصرفية وللمخاطر السيادية الملازمة لها. حيث تتعرض أسواق العملات كنتيجة لذلك ومنذ صيف 2007 لضغوط ليست الأولى من نوعها، إنما تعكس الأداء الإقتصادي والمالي للدول صاحبة هذه العملات بعدما تأثرت مالية ومصارف هذه الدول، ليأخذ الترابط المتبادل في تقلب أسعار الصرف اتجاهها معاكسا لا سيما بين تقلب سعر صرف الدولار مقابل العملات الأخرى الأساسية، والأمر يصح أيضا بالنسبة لمخاطر الإئتمان التي تضغط بشكل مباشر على العملات. أي أنه كلما زادت كلفة التأمين ضد مخاطر دولة في التخلف عن الدفع كلما زادت الضغوط على عملة هذه الدولة، حيث تقاس هذه المخاطر عن طريق مشتقات القرض وبخاصة عقود المبادلة على التعتثر عن التسديد. كما تراجع عمليات التوريق خلال 2008 بحوالي 25%، حيث انتقلت من 3827 مليار دولار العام 2007 إلى 2850 مليار دولار في نهاية 2008. والشكل الموالي يوضح التطور الكبير للمنتجات المهيكلة المعقدة خاصة ما تعلق بـ (Collateralized Debt Obligation) (CDO)، والتي هي في غالب الأحيان عبارة عن سندات ذات عائد مرتفع والتي تعد كضمان لفائدة مشتقات القرض (CDS)، وهي من بين أهم منتجات عمليات التوريق.

الشكل رقم (7) تطور إصدارات (CDO) بالولايات المتحدة وأوروبا 2004-2007  
الوحدة: مليون يورو



**Source : pansard\_colloque\_bush.ppt de cervepas.univ-paris3.fr**

إن مكن الخطر الحقيقي الذي تكشف علي نطاق واسع وتسبب في الجزء الأكبر من المشكلات المالية والاستثمارية والاقتصادية يرتبط بسوق ما يسمى المشتقات المالية، وهي سوق قائمة علي المعاملات الافتراضية بالأساس، وترتبط بمضاربات مستقبلية آجلة لتعاملات شبه وهمية، بالإضافة إلي نوعيات مستحدثة من المعاملات المالية وتديرها أساسا المؤسسات المالية والبنوك الكبرى والعملاقة وشركات التأمين الضخمة الأمريكية والتي تكاد تنحصر في شركة واحدة هي شركة إيه.أي.جي، التي كادت تفلس لولا وضعها تحت الوصاية الحكومية، وصولا إلي مرحلة التأمين شبه الكامل بعد ضخ 85 مليار دولار لمساندتها ارتفعت أخيرا إلي نحو 130 مليار دولار في ظل الضغوط الواقعية. وتتجاوز قيمة سوق المشتقات المالية قيمة الفوائض المالية العالمية وتراكماتها عبر السنوات الطويلة الماضية بمراحل علي امتداد العالم للدول، وبنوكها المركزية للشركات والمؤسسات والأفراد وكذلك للفوائض البترولية والصناديق الاستثمارية السيادية، وغيرها من الجهات الحائزة للمال.<sup>35</sup>

كما أدى توسع سوق المشتقات لانتشار ظاهرة صناديق التحوط في أنحاء العالم، حتى باتت توصف بأنها مالكة الكون، إذ تسيطر على ثلث مداوات الأسهم وبحوزتها أصول بقيمة 2 تريليون دولار (تريليون يساوي ألف مليار). إن بنوكا مهمة عديدة شاركت بدرجات مختلفة في الاستثمار في سوق الرهن العقاري الثانوي من خلال صناديق التحوط الخاصة بها والتي لا تخضع لأية رقابة ولا يمكن معرفة القيمة الحقيقية لاستثماراتها، خاصة على ضوء الأزمة. والمنطق وراء رفض الإدارة الأمريكية فرض الرقابة على صناديق التحوط التي احتلت البورصة وباتت تهدد السوق العالمية، هو أن المبالغ التي ضختها هذه الصناديق للبورصة سمحت بانعاشها ولكن الحقيقة أن هذه الصناديق بدأت تلعب وتقامر بالائتمان نفسه الذي يشكل ركنا أساسيا في الاقتصاد الأمريكي، وحولت الرهان على الديون بكل أشكالها إلى مصدر أساسي للربح، ولم يأت هذا الرهان من فراغ، بل من الواقع الأمريكي الغريب الذي يرى في الائتمان محركا أساسيا للنمو الاقتصادي. يشار إلى أن أول صندوق تحوط ولد في عام 1949 على يد الفرد وينسلو جونز عالم الاجتماع عندما كان يعد مقالة حول أحدث الوسائل المستخدمة في تحليل أداء الأسواق المالية والتنبؤ بتطوراتها لحساب مجلة "فورتن" حيث توصل إلى آلية تمكنه من تحقيق عوائد أعلى مما يحققه المحترفون.<sup>36</sup> وكانت استراتيجيته تقوم على المتاجرة في الأسهم بناء على مركزين ماليين طويلي الأجل بحيث يشتري الأسهم التي يتوقع أن ترتفع ويحتفظ بها إلى أن يبيعها بالثمن المتوقع وقصير الأجل وهو ما يسمى البيع على المكشوف بحيث يبيع أسهم يتوقع انخفاضها ليعيد شرائها في وقت لاحق مع استخدام الاقتراض للاستثمار في أدوات مالية تدر عائدا أعلى من سعر فائدة الاقتراض وهو ما يسمى الرفع المالي، وما تزال هذه الآليات من أهم خصائص صناديق التحوط في عصرنا هذا مع محاولة التطوير والابتكار في آليات الاستثمار من قبل مديري هذه الصناديق لإيجاد آليات استثمارية تحقق عائدا عاليا مع مخاطر مقبولة ومحاولة إيجاد آليات لتحييد هذه المخاطر.

ويبلغ عدد صناديق التحوط الموجودة في العالم حالياً حوالي 10 آلاف صندوق تقريباً تدير 1.3 تريليون دولار. وتعتبر صناديق التحوط من أسرع الأدوات المالية نمواً في العالم وتتميز صناديق التحوط عن صناديق الاستثمار الأخرى بما يلي:<sup>37</sup>

- وعاء استثماري خاص يضم عدداً محدداً من المستثمرين لا يزيد في الغالب عن 499 مستثمراً غرضه الاستثمار في الأوراق المالية؛
- غير خاضع للتسجيل تحت أنظمة الجهات الرقابية المناط بها مراقبة الصناديق الاستثمارية حيث أنه عقد شركة بين المستثمر والجهة المديرة للصندوق؛
- قيمة الاشتراك بالصندوق عالية حيث تتراوح ما بين 500 ألف دولار إلى مليون دولار كحد أدنى للاشتراك فهو يعتبر من الأوعية الاستثمارية الخاصة بالأثرياء؛
- الأجرة التي يتقاضاها مدير الصندوق عالية حيث تتراوح ما بين 1 - 2% من قيمة الأصول إضافة إلى 20% من الأرباح؛
- الاسترداد يتم شهرياً أو سنوياً؛
- ليس هناك أي قيود على مدير الصندوق من الجهات المنظمة في آليات الاستثمار ومن حيث استخدام الرفع المالي أو أدوات المشتقات أو البيع على المكشوف.

### الخاتمة:

بات من المؤكد أن ما يشهده العالم اليوم هو امتداد لأزمة 11 سبتمبر 2001 بإطلاق الشعار الأمريكي مسكن لكل مواطن، مع قرار خفض أسعار الفائدة الأمر الذي أدى بالبنوك إلى التسابق في مجال التمويل العقاري بمقدمات محدودة وأجال طويلة. وبدأت أسعار العقارات في التصاعد التدريجي مما شجع البنوك على التمادي في تقديم القروض، فتراجعت معايير الجودة الائتمانية والشروط المعتادة التي تدخل في الإعتبار عند منح الإئتمان.

ومع عجز المقترضين في سداد ما عليهم من ديون، قامت البنوك بتوريقها وبيعها لشركات الإستثمار العقاري والتي بدورها طرحتها في الأسواق المالية كعقارات ورقية، وع استمرار دورات التوريق وبيع الديون المدومة دون وجود موارد حقيقية أو طلب على العقارات المرهونة والتي كانت مقومة بأعلى من قيمتها الدفترية كل ذلك أدى إلى نقص الموارد المالية. حيث انهيار بنك ليمان براذرز، بالإضافة لشركات استثمار عقاري عملاقة، وانهارها أثر على شركات التأمين وعلى أسواق المال في وول ستريت، حيث تعمل الأسواق في المشتقات المالية، وهذه المنتجات تغطي أسواق السلع والعملات وأسعار الفائدة والأسهم والأوراق المالية، وهو ما أدى في نهاية المطاف إلى تحول الأزمة المالية إلى أزمة إقتصادية عالمية.

- 1 - الرازي، مختار الصحاح، المطبعة الأميرية، القاهرة، دت، المعجم الوجيز، مجمع اللغة العربية، ص.15.
- 2 - عثمان محمد العربي، اتصالات الأزمة: مسح وتقييم للتطورات النظرية فيها، المجلة المصرية لبحوث الإعلام، القاهرة، أبريل، 1999، ص.98.
- 3 - عباس رشيد العمري، إدارة الأزمات في عالم متغير، مركز الأهرام للترجمة والنشر، القاهرة، 1993، ص.16.
- 4 - دانييل أورنولد، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم، ترجمة لعبد الأمير شمس الدين، الطبعة الأولى، 1992، ص.11-12.
- 5 - عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، 2002، ص.33.
- 6 - المرجع السابق، ص [22-34] - بتصرف.
- 7 - محمد الصيرفي، إدارة الأزمات، مؤسسة حورس الدولية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2006، ص.14.
- 8 - أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، المنصورة، دار النيل للطباعة والنشر، 2001، ص.14-16.
- 9 - المرجع السابق، ص.16.
- 10 - المرجع السابق، ص.17.
- 11 - المرجع السابق، ص [19-30] - بتصرف.
- 12 - شهدت السنوات الأخيرة تغيرات كثيرة وتطورات تكنولوجية وابتكارات مالية ضخمة، ومع هذا التطور المتسارع تبرز أهمية التقييم والرقابة على التطور المالي لتقليل مخاطر الفشل المالي والمحافظة على أمان النظام المصرفي واستقراره، وبالتالي يمكن تقييم هشاشة النظام المصرفي قبل وقوع الأزمة وإن تحليل المخاطر التي تواجهها البنوك تستوجب وجود مؤشرات صالحة للكشف عن سلامة واستقرار الأنظمة المالية، وتسمى بمؤشرات **الحيطة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي** وهي بمثابة أداة للإنذار المبكر. لمزيد من الإطلاع ارجع إلى: مصطفى عبد اللطيف، الوضعية النقدية ومؤشرات التطور المالي في الجزائر بعد إنتهاء برنامج التسهيل الموسع، مجلة الباحث، عدد 2008/06.
- 13 - رمزي زكي، الأزمة الاقتصادية الراهنة، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1986، ص [69-74].

- <sup>14</sup> - Zuhayr Mikdashi, Les banques à l'ère de la mondialisation, Paris, Economica, 1998, p.128.
- <sup>15</sup> - أحمد أبو الفتوح الناقية، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 2003، ص. 37.
- <sup>16</sup> - المرجع السابق، ص. 44.
- <sup>17</sup> - Robert Ferrandier, Vincent Kôen, Marchés de capitaux et Techniques financières, 4<sup>ème</sup> édition, Paris, Economica, 1997, p.169.
- <sup>18</sup> - عبيد علي أحمد الحجازي، التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري، الطبعة الثانية، القاهرة، دار النهضة العربية، 2001، ص.3.
- <sup>19</sup> - مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، القاهرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، 2001، ص.ص. 239-240.
- \*-Special Purpose Vehicles / Special Purpose Entities (SPEs).
- <sup>20</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الأول، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2003، ص. 418.
- <sup>21</sup> - عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية، ديسمبر 1999، الكويت، مداخلة منقولة من الرابط الإلكتروني: [www.isegs.com/forum/attachment\\_php?attachmentid=5808=12264800](http://www.isegs.com/forum/attachment_php?attachmentid=5808=12264800)، ص.4.
- <sup>22</sup> - المرجع السابق، ص.5.
- <sup>23</sup> - Mondher Bellalah, Gestion des risques et produits dérivés classiques et exotiques, Paris, édition Dunod, 2003, p.371.
- <sup>24</sup> - عبد الحميد محمود البعلي، مرجع سابق، ص.6.
- <sup>25</sup> - المرجع السابق، ص.8.
- <sup>26</sup> - Arnaud de Servigny, Le risque de crédit, nouveaux enjeux bancaires, 2<sup>ème</sup> édition, Paris, Dunod, 2003, p. 151.
- <sup>27</sup> - Thierry Granier, Corynne Jaffaux, La titrisation, aspects juridique et financier, Paris, Economica, 2004. 2<sup>ème</sup> édition, p.23.
- <sup>28</sup> - عبد الحليم غربي، مجلة العلم والإيمان، العدد 27، ذي القعدة 1429هـ، نوفمبر 2008م، ص.30.
- <sup>29</sup> - أشرف محمد دوابية، الأزمة المالية العالمية – رؤية إسلامية-، القاهرة، دار السلام للطباعة والنشر، 2009، ص.13.
- <sup>30</sup> - المرجع السابق، ص.26.
- <sup>31</sup> - نبيل حشاد، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد العربي، القاهرة، نشر بتاريخ 14 أكتوبر 2008مقالة منقولة من الرابط التالي على موقع الانترنت : <http://www.isegs.com/forum/showthread.php>
- <sup>32</sup> - أشرف محمد دوابية، الأزمة المالية العالمية – رؤية إسلامية-، ص.44.
- <sup>33</sup> - سامي السويلم، المشتقات المالية أدوات للتحوط أم للمجازفة، على الرابط الإلكتروني [www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2378](http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=2378)
- <sup>34</sup> - [www.fre.habitants.org/nouvelles/infos\\_globales/la\\_bulle\\_des\\_produits\\_derives](http://www.fre.habitants.org/nouvelles/infos_globales/la_bulle_des_produits_derives).
- <sup>35</sup> - أسامة غيث، المشتقات المالية ودورها في الأزمة المالية العالمية الراهنة، مقالة منشورة على الرابط الإلكتروني: [www.cibafi.org/ifwatch/disaster](http://www.cibafi.org/ifwatch/disaster) subject.aspx?SID=13
- <sup>36</sup> - المرجع السابق
- <sup>37</sup> - مصطفى العبد الله الكفري، صناديق التحوط، مقالة منشورة على الرابط الإلكتروني : [www.cibafi.org/ifwatch/disaster](http://www.cibafi.org/ifwatch/disaster) subject.aspx?SID=13