

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة منتوري - قسنطينة
كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير

رقم التسجيل:

التخصص: مالية

دور المشتقات المالية و تقنية التوريق
في أزمة 2008
- دراسة تحليلية -

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير

تحت إشراف:

د. بديسي فهيمة

من إعداد الطالبة :

سرارمة مريم

لجنة المناقشة:

التسلسل	الأستاذ	الصفة	الرتبة	الجامعة الأصلية
01	د. بوراس أحمد	رئيسا	أ.ت. العالي	ج. أم البواقي
02	د. بديسي فهيمة	مقررا	أ.محاضرة	ج. قسنطينة
03	د. نموشي فاروق	عضوا	أ.محاضر	ج. قسنطينة
04	د. زغيب مليكة	عضوة	أ.محاضرة	ج. قسنطينة

لسنة الجامعية: 2011-2012

شكر و تقدير

نحمد الله عز وجل لأن وفقنا لإنجاز هذا العمل المتواضع.

وننتقدم بجزيل الشكر وخالص الاعتراف إلى الأستاذة الكريمة بديسي فهيمة التي

تفضلت بالإشراف على هذا العمل و قدمت لنا النصائح والتوجيهات القيمة و

صبرت معنا لإتمامه.

كما نتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى الأستاذ الفاضل و المشرف المساعد بن

نعمون حمادو على تعبته معنا و توجيهاته و دعمه الدائم لنا.

كما نشكر على الخصوص السادة الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة:

أ.د. بوراس أحمد

د. نموشي فاروق

د. زغيب مليكة

على تفضلهم بمناقشة هذه المذكرة.

وبالمناسبة نشكر كل أساتذة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة

قسنطينة و كل من علمنا حرفا أو رمزا أو حكمة منذ نشأتنا إلى اليوم.

إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى أمي رحمها الله.

إلى والدي الكريم حفظه الله و أطال عمره.

إلى شريك حياتي زوجي بن جاب الله لطفي.

إلى إخوتي و أخواتي أسماء، صهيب، ميمونة، نسيبة.

إلى خالي خير الدين و عائلته.

إلى العائلة الثانية عائلة بن جاب الله بوجمعة.

إلى كل الأصدقاء والأحباب.

إلى كل من شجعني ولو بكلمة طيبة.

جزاكم الله كل خير.

وشكرا.

الفهرس

شكر و تقدير

الإهداء

الفهرس

أ..... قائمة الأشكال

ب..... قائمة الجداول

1..... المقدمة

الفصل الأول: أساسيات حول المشتقات المالية

7..... تمهيد

7..... المبحث الأول: مفهوم المشتقات المالية و تطورها التاريخي

7..... المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية

8..... 1 تعريف الهندسة المالية

9..... 2 مبادئ الهندسة المالية

10..... 3 أدوات الهندسة المالية

10..... المطلب الثاني: مفهوم المشتقات المالية

11..... 1 تعريف المشتقات المالية

12..... 2 أسواق المشتقات المالية

14..... 3 المتعاملون في أسواق المشتقات المالية

16..... المطلب الثالث: التطور التاريخي للمشتقات المالية

19..... المبحث الثاني: أنواع المشتقات المالية و استراتيجيات التعامل بها

19..... المطلب الأول: العقود الآجلة

19.....	1	تعريف العقود الآجلة.....
21.....	2	أنواع العقود الآجلة.....
22.....	3	خصائص العقود الآجلة.....
23.....	4	مزايا و عيوب العقود الآجلة.....
23.....		المطلب الثاني : العقود المستقبلية.....
24.....	1	تعريف العقود المستقبلية و أركانها.....
26.....	2	أسواق العقود المستقبلية.....
33.....	3	أنوع العقود المستقبلية.....
34.....	4	خصائص العقود المستقبلية.....
41.....	5	مزايا و عيوب العقود المستقبلية.....
41.....	6	الإختلافات بين العقود المستقبلية و العقود الآجلة.....
43.....		المطلب الثالث : عقود الاخيارات.....
43.....	1	تعريف عقود الخيارات و أركانها.....
44.....	2	أسواق الخيارات.....
49.....	3	أنواع عقود الخيارات.....
53.....	4	خصائص عقود الخيارات.....
59.....	5	أوجه التشابه و الاختلاف بين عقود الخيارات و العقود المستقبلية.....
60.....		المطلب الرابع : عقود المبادلات.....
60.....	1	مفهوم عقود المبادلات.....
60.....	2	نشأة و خصائص أسواق عقود المبادلات.....
61.....	3	أنواع عقود المبادلات.....
64.....	4	خصائص عقود المبادلات.....
65.....	5	مزايا و عيوب عقود المبادلات.....
66.....		المبحث الثالث : أهمية المشتقات المالية، استخداماتها ومخاطرها.....
66.....		المطلب الأول : أهمية المشتقات المالية.....
66.....	1	تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية.....

66.....	2	أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر.
66.....	3	إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية.
67.....	4	إتاحة فرص استثمارية للمضاربين.
67.....	5	تيسير و تنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد.
67.....	6	سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.
67.....		المطلب الثاني.: استراتيجيات التعامل بالمشتقات المالية.
68.....	1	استخدام المشتقات المالية في التحوط.
69.....	2	استخدام المشتقات المالية في المضاربة.
70.....	3	استخدام المشتقات المالية في المراجعة.
71.....		المطلب الثالث : مخاطر التعامل بالمشتقات المالية.
71.....	1	المخاطر الائتمانية.
71.....	2	مخاطر السيولة.
71.....	3	المخاطر السوقية.
72.....	4	مخاطر التسوية.
72.....	5	المخاطر التشغيلية والإدارية.
72.....	6	المخاطر القانونية.
73.....	7	مخاطر أخرى.
74.....		خلاصة الفصل الأول.
		الفصل الثاني: أساسيات حول التوريق
75.....		تمهيد.
75.....		المبحث الأول : مفهوم التوريق، أنواعه و تطوره التاريخي.
75.....		المطلب الأول : مفهوم التوريق.
75.....	1	تعريف التوريق.
78.....	2	مفاهيم أساسية مرتبطة بالتوريق.
80.....		المطلب الثاني: أنواع التوريق.

80.....	1-التصنيف بحسب نوع الأصول محل التوريق.
81.....	2-التصنيف بحسب الضمانات.
82.....	3-التصنيف بحسب المدة.
82.....	4-التصنيف بحسب طبيعة التوريق.
84.....	المطلب الثالث: التطور التاريخي للتوريق.
84.....	1 تشأه و تطور التوريق.
87.....	2 ظهور التوريق في الجزائر.
88.....	المبحث الثاني: الإطار الفكري للتوريق.
88.....	المطلب الأول: ركائز التوريق.
88.....	1 أركان التوريق.
96.....	2 خطوات عملية التوريق.
99.....	3-الأساليب القانونية لنقل ملكية الأصول للمصدر.
101.....	المطلب الثاني: منتجات التوريق.
102.....	1 منتجات التوريق الحقيقي.
104.....	2 منتجات التوريق الإصطناعي.
105.....	المطلب الثالث: أهدافها عملية التوريق و مقومات نجاحها.
105.....	1 أهداف التوريق.
106.....	2 مقومات نجاح عملية التوريق.
108.....	المبحث الثالث : تكاليف التوريق، فوائده و مخاطره.
108.....	المطلب الأول: تكاليف التوريق.
109.....	المطلب الثاني: فوائد التوريق.
110.....	1 الفوائد بالنسبة للمؤسسة بادئة التوريق.
111.....	2 الفوائد بالنسبة للمستثمرين.

112.....	المطلب الثالث : مخاطر التوريق
112.....	1 -المخاطر المرتبطة بعملية التوريق
114.....	2 تقنيات تخفيض المخاطر المرتبطة بالتوريق
117.....	خلاصة الفصل الثاني
	الفصل الثالث: الأزمة المالية العالمية 2008، و علاقتها بالمشتقات المالية و تقنية التوريق
118.....	تمهيد
118.....	المبحث الأول : الإطار النظري للأزمات
118.....	المطلب الأول : تعريف الأزمة و خصائصها
119.....	1 مفهوم الأزمة اصطلاحا
119.....	2 المفهوم العلمي للأزمة
120.....	3 خصائص الأزمة
121.....	المطلب الثاني: تعريف الأزمة الاقتصادية و المالية
121.....	1 تعريف الأزمة الاقتصادية
122.....	2 تعريف الأزمة المالية
123.....	المطلب الثالث : أنواع و مراحل الأزمة المالية
123.....	1 أنواع الأزمات المالية
125.....	2 مراحل الأزمة المالية
126.....	المبحث الثاني: الأزمة المالية المعاصرة، أسبابها و نتائجها
127.....	المطلب الأول: الأزمة المالية العالمية في 2008
127.....	1 أساسيات حول الأزمة المالية المعاصرة
130.....	2 للتعريف بالأزمة المالية العالمية 2008
136.....	المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية المعاصرة
136.....	1 -الأسباب المباشرة للأزمة

142.....	2 +أسباب غير المباشرة.....
146.....	المبحث الثالث: علاقة كلا من المشتقات المالية و تقنية التوريق بالأزمة المالية المعاصرة.....
146.....	المطلب الأول: المشتقات المالية و علاقتها بالأزمة المالية لسنة 2008.....
151.....	المطلب الثاني: تقنية التوريق و علاقتها بالأزمة المالية لسنة 2008.....
155.....	المطلب الثالث: تأثير المشتقات المالية و تقنية التوريق على المؤسسات المالية العالمية خلال الأزمة المالية المعاصرة مع التركيز على حالة بنك Lehman Brothers.....
160.....	خلاصة الفصل الثالث.....
161.....	الخاتمة.....
165.....	قائمة المراجع.....
173.....	الملخص باللغة العربية.....
174.....	الملخص باللغة الإنجليزية.....
175.....	الملخص باللغة الفرنسية.....

قائمة الأشكال

- الشكل.....ص
- شكل رقم 01: تطور حجم عقود المشتقات خلال الفترة : جوان 1998- جوان 2007.....18
- شكل رقم 02: توسط غرفة المقاصة بين البائع و المشتري.....29
- شكل رقم 03: الأرباح و الخسائر في العقد المستقبلي.....35
- شكل رقم 04: العلاقة بين الهامش المبدئي و هامش الصيانة وطلب تعليية رصيد الهامش.....39
- شكل رقم 05: آلية التعامل في سوق العقود المستقبلية.....40
- شكل رقم 06: أنواع الخيارات.....50
- شكل رقم 07: الربح و الخسارة في حالتي خيار البيع و خيار الشراء.....58
- شكل رقم 08: أنواع عقود المبادلات.....62
- شكل رقم 09: أطراف و خطوات عملية التوريق 98
- شكل رقم 10: نسبة قروض Subprimes من إجمالي القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة ما بين 2001-2006.....132
- شكل رقم 11: تطور حجم الأصول المورقة من 1995 إلى 2005.....138
- شكل رقم 12: تطور حجم المشتقات المالية خلال الفترة 2004-2008.....147
- شكل رقم 13: تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة خلال الفترة 1992-200.....148
- شكل رقم 14: تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق المنظمة خلال الفترة 1987-2007.....149
- شكل رقم 15: تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق المنظمة و غير المنظمة خلال الفترة 1998-2007.....149
- شكل رقم 16: الهرم المقلوب.....152
- شكل رقم 17: مساهمة التوريق في خلق سلسلة من الديون على أصل حقيقي واحد.....154

قائمة الجداول

الجدول.....ص	
جدول رقم 01 : مزايا و عيوب العقود الآجلة.....	23
جدول رقم 02: أهم الاختلافات بين السوق الحاضر و المستقبلي.....	32
جدول رقم 03: مزايا و عيوب العقود المستقبلية.....	41
جدول رقم 04: الاختلافات بين العقود المستقبلية و العقود الآجلة.....	42
جدول رقم 05: أنواع الخيارات على أساس الربحية.....	52
جدول رقم 06: اتجاه تأثير العوامل المؤثرة على سعر خيارى البيع والشراء.....	57
جدول رقم 07: أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية و عقود الخيارات.....	59
جدول رقم 08: مزايا و عيوب عقود المبادلات.....	65
جدول رقم 09: التنقيط المعتمد من طرف وكالات التنقيط.....	92

المقدمة

لقد شهدت الأسواق المالية ابتداءً من سبعينات القرن الماضي تطورات جذرية كانت أهمها ظاهرة 3D* ، أي اللوساطة، تغير القوانين، زوال الحواجز بين الأسواق المالية، حيث أن هذه الظواهر ساهمت بشكل كبير في إحداث تحولات مالية عميقة أدت إلى تطور وتوسع كبيرين في نشاط الأسواق والمؤسسات المالية.

فظاهرة اللوساطة و التي تعني في حقيقة الأمر وساطة السوق، كانت نتيجة لزيادة أهمية الأسواق المالية على حساب البنوك التجارية، مما زاد من حجم النشاط فيها، و ذلك لقدرتها الكبيرة على مواجهة الحاجات التمويلية المتنامية للوحدات الاقتصادية مقارنة بالبنوك التي كانت تنشط ضمن وساطة الميزانية

ونتيجة لظاهرة تغير القوانين التي ظهرت بفعل الضغط الكبير الذي مارسه التطورات التكنولوجية في مجال الإعلام و الاتصال وما صاحبها من ابتكارات مالية والتي أرغمت في البداية المؤسسات المالية، وكذلك الأسواق المالية، على تغيير أسلوب عملها ومحاولة الالتفاف حول القوانين التي كانت تقيد نشاطها ، لتجبر بعدها السلطات الرقابية على مراجعة القوانين امتثالاً للواقع الجديد الذي نشأ نتيجة لهذه المبتكرات، أصبحت البنوك تنشط كذلك ضمن وساطة السوق مما زاد من حجم المخاطر التي تتعرض لها، و هنا تم وضع قوانين جديدة في مجال الاحتراس تهدف إلى التقليل من المخاطر التي تواجهها البنوك و تحافظ على سلامة النظام المالي ككل.

و قد رافقت ظاهرة تغير القوانين، ظاهرة رفع الحواجز بين الأسواق المالية (الحواجز القانونية والإدارية) داخليا من خلال إلغاء التخصص في الأنشطة المالية، وفتح مجال العمل للمؤسسات المالية في كل أقسام السوق المالي (السوق النقدي، السوق رأسمالي)، وخارجيا بالسماح للمؤسسات المالية الأجنبية بممارسة النشاط المالي محليا وكذلك تمكين المؤسسات المالية المحلية من الامتداد الجغرافي خارج حدود الدولة الواحدة.

كل هذه الظواهر أدت إلى توسع حجم النشاط في الأسواق المالية و تنوع و تعدد المنتجات المالية المتداولة فيه بالإضافة إلى تعاضم المخاطر نتيجة للتحرر المالي الذي أصبحت تتمتع به المؤسسات

*3D : Décloisonnement, Désintermédiation, Déréglementation.

المالية بشكل خاص و النظام المالي بشكل عام، كخطر عدم الدفع، خطر سعر الفائدة، خطر سعر الصرف، خطر التقلبات الحادة في أسعار المواد الأولية و الأصول المالية... الخ، فظهرت الحاجة إلى ابتكار و سائل الحماية و التغطية ضد مختلف المخاطر مما أدى إلى ظهور ما يعرف بالمبتكرات المالية الناتجة عن الهندسة المالية و على رأسها المشتقات المالية.

حيث ظهرت المشتقات المالية في البداية لإدارة خطر سعر الفائدة وخطر سعر الصرف، فكانت أول هذه المنتجات هي عقود الموافقة بالتراضي Forward والمتمثلة في عمليات الصرف الأجل يتم تداولها في أسواق غير منظمة، تلتها فيما بعد العقود الآجلة على العملات وهي عقود نموذجية تسمى بالعقود المستقبلية Futures يتم تداولها في نوع آخر من الأسواق هي الأسواق المنظمة، و بعد ذلك ظهرت مشتقات مالية أخرى سميت بعقود المبادلة Swaps ، و أخيرا ظهرت عقود الخيار Les contrats optionnels.

وقد شملت هذه العقود بالإضافة للعملات العديد من الأصول التحتية منها المواد الأولية، أسعار الفائدة و السندات، المؤشرات و الأسهم، كما أصبحت عقود المبادلة تستخدم كذلك لتغطية خطر عدم الدفع و أصبحت تعرف بـ CDS* . و هكذا فإن استعمال المشتقات المالية كان بهدف تمكين المؤسسات من التغطية ضد المخاطر و تحويل بعضها إلى متعاملين آخرين من أجل توزيعها و منع تركيزها لدى طرف واحد لتجنب الوقوع في الأزمات.

لكن التطور الكبير الذي شهدته هذه الأدوات، و سرعة انتشارها و استخدامها بهدف المضاربة في الأسواق المالية من طرف مختلف المتعاملين، أدى إلى تزايد وتنوع المخاطر الناتجة عن التعامل بها، مما دفع بالبنوك و المؤسسات المالية الأخرى إلى استعمال تقنية أخرى من تقنيات الهندسة المالية و هي التوريق، خاصة و أن هذه التقنية تحقق لها الكثير من المزايا منها: التخلص من المخاطر التي تحملها القروض بإخراجها من ميزانيتها، إعادة التمويل لمواصلة عمليات الإقراض وزيادة العائد، التقليل من الحاجة للأموال الخاصة والتخلص من القيود القانونية... الخ.

وتعتبر تقنية التوريق من أهم تقنيات الهندسة المالية التي ساهمت في زيادة حجم التعاملات والأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية، فهي عبارة عن ميكانيزم مالي تستطيع بموجبه البنوك سحب جزء من أصولها المالية غير القابلة للتداول (القروض) من ميزانيتها، والتنازل عنها لمؤسسة مالية

* CDS : Crédit Default Swap

منشأة لهذا الغرض تسمى بمؤسسة التوريق *SPV، تقوم بتحويل تلك الأصول إلى أوراق مالية مسندة لأصول مالية منها * (...ABS, MBS) إضافة إلى المشتقات الائتمانية * CDO التي تعتبر من منتجات التوريق الاصطناعي و أداة تربط بين المشتقات المالية و تقنية التوريق، يتم تداول كل هذه الأصول في الأسواق المالية الثانوية بهدف توزيع الأخطار المرتبطة بتلك القروض بشكل متساوي على كافة المتعاملين لتجنب الوقوع في الأزمات.

لكن الواقع أثبت العكس، حيث أن تحليل الأزمة المالية العالمية لعام 2008 أكد أن المشتقات المالية و تقنية التوريق تعتبران حجر الزاوية في نشوءها و ضخامة الخسائر الناتجة عنها، وذلك نتيجة لسوء استخدامها و التوسع الكبير وغير المدروس فيها، أي أنها أصبحت من أهم العوامل التي أدت إلى ظاهرة عدم استقرار الأسواق المالية المنظمة و غير المنظمة و تفشي الأزمات.

1. أهمية و مبررات اختيار الموضوع:

بالنسبة للمشتقات المالية، كان الهدف الأول الذي ظهرت من أجله هو استعمالها للتغطية ضد مخاطر السوق المتمثلة في تقلبات أسعار الفائدة، أسعار الصرف، و تقلبات أسعار الأسهم. فأصبح ينظر إليها على أنها أداة للتغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية، وإتاحة فرص أفضل لتخطيط التدفقات النقدية، وكذلك إتاحة فرص استثمار جديدة في الأسواق المالية، إضافة إلى كونها أداة للتنبؤ واستكشاف السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضرة.

أما تقنية التوريق، فتعتبر من أهم الإبداعات المالية التي أحدثت ثورة في أسواق المال العالمية منذ سبعينيات القرن الماضي، و أتاحت للبنوك و مختلف المؤسسات المالية إمكانات جديدة لتوفير السيولة بتكاليف قليلة، بالإضافة إلى تمكينها من تحويل كل أو جزء من المخاطر التي كانت تنقل كاهلها إلى أطراف أخرى، كما أنها مكنتها من توسيع نشاطها في السوق المالي و تنويع الأدوات الاستثمارية المعروضة فيه.

* SPV: Special purpose Vehicle

* ABS: Asset-Backed Securities

*MBS: Mortgage-Backed Securities

* CDO: Collateralised Debt Obligation

ومنه فإن خلق هذه الأدوات كان يهدف لحماية البنوك و المؤسسات المالية و تنظيم نشاطها والتخفيف من المخاطر التي تتعرض لها، إضافة إلى الحفاظ على استقرار الأسواق المالية و تسهيل التعاملات فيها.

لكن، الإفراط في استخدام هذه الأدوات من طرف البنوك و المؤسسات المالية أدى إلى حدوث نتائج معاكسة، و جعلها أحد أهم الأسباب التي أدت إلى وقوع الأزمة المالية العالمية التي بدأت بوادرها في 2007 و انفجرت و تفاقمت في 2008، مما طرح تساؤلات و شكوك كثيرة حول هذه الأدوات ودورها في التغطية ضد المخاطر و الحفاظ على الاستقرار و الحماية من الوقوع في الأزمات، و هذا ما سنحاول التركيز عليه خلال هذا البحث.

إن مبررات أو أسباب اختيارنا لهذا الموضوع متعددة، من بينها على سبيل المثال لا الحصر:

- الأهمية البالغة التي يكتسبها هذا الموضوع في الوقت الحالي.
- الحداثة التي يتصف بها هذا الموضوع .
- تسليط الضوء على المشتقات المالية و مساهمتها في إحداث الأزمات
- تسليط الضوء على آلية التوريق و بالأخص توريق القروض العقارية.
- محاولة الإسهام في سد جزء من الفراغ الموجود في المراجع حول هذا الموضوع.

2. إشكالية البحث:

رغم ما تحققه هذه الأدوات من مزايا كتحويل المخاطر، زيادة السيولة،...الخ، إلا أنها تحمل في طياتها العديد من المساوئ التي قد تؤدي إلى انهيار الأنظمة المصرفية و المالية حتى في أكثر الدول تقدما، وخير دليل على ذلك ما حدث في الأزمة المالية العالمية 2008، و ذلك نتيجة لصعوبة التحكم فيها. و عليه فإن الإشكالية المراد معالجتها من خلال هذه المذكرة يمكن أن يعبر عنها بالتساؤل المحوري التالي:

ما أثر التطور الكبير في حجم المشتقات المالية و الاستخدام الواسع لتقنية التوريق في إحداث

الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 ؟

تحت هذا التساؤل الأساسي تندرج مجموعة من الأسئلة الفرعية التالية:

- لماذا تحولت المشتقات المالية من أدوات تحوط إلى أدوات مضاربة تهدد استقرار الأسواق المالية؟

- فيما تكمن أهمية تقنية التوريق و منتجاتها؟

- ما سبب الانتشار الواسع لهذه التقنية؟

- هل المشتقات المالية و تقنية التوريق هي أدوات للتحوط و التغطية ضد المخاطر، أم أنها فخ للوقوع في الأزمات ؟

3. فرضيات البحث:

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

- إن الإفراط في استخدام المشتقات المالية لغرض المضاربة جعل منها أداة تتطوي على مخاطر كبيرة تهدد استقرار الأسواق المالية.

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

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

4. أهداف البحث:

نهدف من خلال هذا البحث إلى تحقيق عدة غايات، منها :

- التعريف بالمشتقات المالية و تقنية التوريق ، و مختلف منتجاتهما، و فوائدهما.

- تحديد أوجه استعمالاتهما و أهدافهما.

- توضيح المخاطر التي تغطيها و التي تحدثها هذه الأدوات.

- التعريف بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

- إظهار كيف يتسبب سوء استخدام هذه الأدوات في إحداث الأزمات.

- توسيع الرصيد المعرفي للباحث حول هذه الأدوات و الأزمات.

5. منهجية البحث

لتحقيق غاية هذا البحث سيتم الاعتماد على المنهج التاريخي و المنهج الوصفي التحليلي، فالمنهج التاريخ نعتمد عليه لتبيين جذور و أصل هذه التقنيات، و أسباب ظهوره وتطورها، أما المنهج الوصفي التحليلي فنقوم من خلاله بتجميع البيانات و المعلومات حول هذه التقنيات و الأزمات وتنظيمها بشكل تسلسلي، و التعريف بكافة المفاهيم المرتبطة بها، وتلخيص دور هذه التقنيات في التغطية ضد المخاطر و توضيح علاقتها بالأزمة، و ذلك من خلال استخدام الإحصائيات و الجداول الجينية و الرسوم التخطيطية من أجل توضيح الأفكار، و تسهيل فهم المعلومات الخاصة بمجال البحث.

6. خطة البحث

سوف يتم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول، كل فصل يتضمن ثلاثة مباحث، حيث الفصل الأول تحت عنوان أساسيات حول المشتقات المالية، نتناول فيه مفهوم المشتقات المالية، تاريخها، أنواعها، أهميتها، استعمالاتها و مخاطرها. أما الفصل الثاني فهو تحت عنوان أساسيات حول تقنية التوريق، و نتناول فيه مفهوم التوريق، أنواعه، تاريخه، إطاره الفكري، فوائده، تكاليفه و مخاطره. أما فيما يتعلق بالفصل الثالث و الذي يحمل عنوان الأزمة المالية العالمية 2008 و علاقتها بالمشتقات المالية و تقنية التوريق فنتناول فيه الإطار النظري للأزمات، الأزمة المالية العالمية المعاصرة، أسبابها، علاقة كلا من المشتقات المالية و تقنية التوريق بالأزمة المعاصرة.

الفصل الأول

أساسيات حول
المشتقات المالية

تمهيد :

لقد شهدت الأسواق المالية العالمية تحولات جذرية، كانهيار نظام Bretton Wood's و تحرير الأسعار، التطور السريع و المستمر لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات، تغير القوانين و التنظيمات في الأسواق المالية و رفع الحواجز بينها...إلخ. كل هذه التحولات أدت إلى بروز المخاطر و انتشارها، مما دفع بالمتعاملين إلى البحث عن أدوات للتغطية و التحوط ضد المخاطر، و تعتبر المشتقات المالية إحدى أهم الأدوات التي تم استخدامها لهذا الغرض، خاصة و أنها تشمل عدة أنواع و تلبى عدة أعراض كما أنه يتم تداولها في عدة أسواق.

و من خلال هذا الفصل سنحاول التعرف على المشتقات المالية من حيث مفهومها، تطورها، أنواعها، أهميتها، استعمالاتها و مخاطرها.

المبحث الأول: مفهوم المشتقات المالية و تطورها التاريخي

أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية و المالية و الاستثمارية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة، فالتغير في الأسعار ، التضخم، أسعار الفائدة، أسعار الصرف و أسعار العملات تطلب البحث عن منتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائد، و قد تحقق ذلك من خلال الهندسة المالية التي مكنت من ابتكار مجموعة من الأدوات تعرف بالمشتقات المالية .حيث هذه الأخيرة تستخدم لتلبية الأغراض السابقة إلى جانب زيادة السيولة و توفير مصادر تمويل متنوعة...إلخ. ومن خلال هذا المبحث سوف نحاول التعرف على الهندسة المالية و المشتقات المالية من حيث المفهوم و التطور التاريخي لها.

المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية

لقد شكلت التقلبات الكبيرة و غير المتوقعة في أسعار السلع و الخدمات و الأصول المالية خطراً كبيراً على مؤسسات الأعمال إذ هدد وجودها و عرضها للإفلاس، لذلك نشطت المؤسسات في تطوير وابتكار أدوات مالية تمكنها من إدارة هذه المخاطر أو التحوط منها من خلال ما يعرف بالهندسة المالية .Financial Engineering

وقد تم تشبيه الهندسة المالية بالهندسة المعمارية والمهندس المالي بالمهندس المعماري وأدوات الهندسة المالية بأدوات الهندسة المعمارية، و التي يمكن من خلال استعمالها إيجاد العديد من التشكيلات والمراكز المالية المختلفة، وكذلك الاعتماد على النماذج والأساليب الكمية المدروسة بعناية وإمكانية تصميم وبناء التشكيلات المختلفة باستعمال الأدوات المالية الجديدة.

ويقوم المهندس المالي بهذه العملية من خلال استراتيجيات معينة خاصة بالهندسة المالية ، تعتمد على تشخيص متطلبات المتعاملين في الأسواق و قدرتهم من جهة، و على تحليل وتشخيص الفرص والتحديات في هذه الأسواق من جهة أخرى قصد تحديد إستراتيجية الهندسة المالية المثلى من وجهة نظر المتعاملين.⁽¹⁾

هذا و قد تم تحديد العديد من المفاهيم للهندسة المالية بينت أن أساسها هو إيجاد الأدوات المالية الجديدة لأغراض التحوط، المضاربة، الاستثمار و إدارة المخاطر.

1 - تعريف الهندسة المالية:

أعطي للهندسة المالية العديد من التعاريف ، فالجمعية الدولية للمهندسين الماليين عرفت بها بأنها: "عملية التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية، فالهندسة المالية ليست أداة، بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات"⁽²⁾.

أما fabozy فقد عرف الهندسة المالية بأنها "عملية تحويل المنتج المالي لتحسين إيراداته أو تقليل مخاطره، مما يجعل له دورا في تغيير أوضاع السوق المالي"⁽³⁾.

في حين عرفها البعض على أنها "توليد أدوات أو أوراق مالية جديدة لمقابلة احتياجات المستثمرين أو طالبي التمويل المتجددة لأدوات التمويل التي تعجز الطرق الحالية عن الإيفاء بها"⁽⁴⁾.

1) R.Robinson and D.Wrightasman, Financial Markets : the accumulation and allocation of wealth, Mc Graw-hall, N.Y, 1988, P.56.

2) عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، ص.10، من الموقع الإلكتروني: www.islamfin.go-forum.net ، يوم 2011/02/25.

3) Fabozy F.J, Bon Markets : Analysis and strategies ,3rd , prentice -hall international, N.Y, 1996, P.3.

4) الجلي أبو ذر محمد أحمد، الهندسة المالية الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي، مجلة المقصد، العدد السابع عشر، 2005 ، من: www.eljelly.f25.com ، يوم 2009/08/26.

أما فوزي هشام العبادي فيعتبر الهندسة المالية بأنها "تلك الفلسفة التي تهتم بإدارة الأدوات المالية خارج الميزانية، بالإضافة إلى بنود المركز المالي وحسابات الأرباح والخسائر والتي تشتمل على تجارة الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية لآجال قادمة"⁽¹⁾.

ومن خلال هذه التعاريف، يمكن استخلاص تعريف شامل للهندسة المالية، فتعرف على أنها تصميم أو ابتكار أو استحداث أدوات مالية جديدة أو تطوير أو تحويل منتجات مالية حالية قصد التغلب على مشكل التمويل، التغطية ضد المخاطر، زيادة السيولة والعوائد، و عليه فهي تشمل⁽²⁾:

- أ. ابتكار أدوات مالية جديدة.
- ب. ابتكار أدوات تمويلية جديدة.
- ج. ابتكار حلول جديدة.
- د. تطوير الأدوات والحلول القائمة إلى أدوات وحلول جديدة.

2 مبادئ الهندسة المالية:

من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص أهم المبادئ التي تركز عليها الهندسة المالية والتي نوضحها في النقاط التالية⁽³⁾:

- إيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطر وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة.
- تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبير بتكلفة قليلة نسبياً إذ أن كلف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالباً أقل من كلف التعامل بالطرق التقليدية.

(1) هشام فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص.23..

(2) شوقي جبّاري، دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، جامعة العربي بن مهدي، أم البواقي، ص 13، من الموقع الإلكتروني: www.iefpedia.com، يوم 2011/01/16.

(3) هشام فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.33.

- تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار والمضاربة و التحوط، بصيغ مختلفة لتحقيق الأرباح التي قد تصل إلى نسبة 100% من المبلغ المستثمر فيها.
- تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة ، وذلك من خلال إفراح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة التي تتميز بالسيولة العالية نسبيا سواء كانت في الأسواق المنظمة أو الأسواق الموازية.

3 أدوات الهندسة المالية:

نقصد بأدوات الهندسة المالية كل ما يستخدمه المدير أو المهندس المالي في تحقيق أهداف الهندسة المالية ، وهذا يعني أن الأداة الأهم للهندسة المالية هي العقل البشري من خلال الابتكار والتطوير للأدوات و العمليات المالية بما يخدم أهداف المنشآت.

و يتمثل جوهر أدوات الهندسة المالية فيها يعرف بالمشتقات المالية، والتي تشمل مجموعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ، مخاطرها، آجالها ودرجة تعقيدها . فقد تكون هذه الأدوات عبارة عن عقود أساسية، وسيطة أو هجينة. وتشمل هذه المشتقات على العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات، عقود المبادلة، مشتقات القروض الناتجة عن عملية التوريق و غيرها من مشتقات المشتقات.

و سنحاول خلال هذا الفصل التعرف على مختلف أنواع المشتقات بالتفصيل، ماعدا مشتقات القروض الناتجة عن عملية التوريق و التي سنتعرف عليها في الفصل الثاني.

المطلب الثاني: مفهوم المشتقات المالية

المشتقات المالية أو Financial Derivatives أخذت اسمها من حقيقة أنها عقود تشق قيمتها من قيمة مرجعية، تمثل في الحقيقة قيمة الأصول موضوع العقد والتي تتنوع ما بين الأسهم، السندات، السلع، العملات الأجنبية...إلخ. فإذا كانت أسعار تلك الأصول ملائمة من وجهة نظر حامل العقد فإنه يصبح ذا قيمة وقد يسمح بتحقيق مكاسب، أما إذا كانت أسعارها غير ملائمة من وجهة نظره فيصبح العقد لا قيمة له وقد ينتج عنه خسائر.

1 تعريف المشتقات المالية:

بالرجوع إلى التعريفات المقدمة لعقود المشتقات نجد أنها كثيرة ، فهي تعرف على أنها: "عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع... إلخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية"⁽¹⁾.

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

كما عرفتها المجموعة الاستشارية لنظم المحاسبة القومية بأنها "أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معنية أو مؤشر أو سلعة، والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. وتستعمل المشتقات المالية لعدة أغراض وتشمل إدارة المخاطر، التحوط من المخاطر، المراجعة بين الأسواق وأخير المضاربة"⁽³⁾.

و قد عرفت أيضاً بأنها "نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو سلع...، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة"⁽⁴⁾.

(1) عبد الحميد محمود البعلی، المشتقات المالية في الممارسة العلمية وفي الرؤية الشرعية، الكويت، ديسمبر 1999، ص.4، مداخلة منقولة من الموقع الإلكتروني : www.badlah.com، يوم 2011/02/18.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، الإسكندرية، 2005، ص.59،60.

(3) بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، مداخلة من المنقوى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة سطيف، أيام 20 - 21 أكتوبر 2009، ص.4.

(4) أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص.7، 8.

كما تم تعريفها على أنها "عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية، يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار و المضاربة، ويكون تقلب قيمتها أشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها، وهي تتعلق بعمليات والتزامات خارج الميزانية"⁽¹⁾.

فمن خلال هذه التعاريف، يمكن استخلاص مفهوم شاملا للمشتقات المالية و هو أنها عبارة عن عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي . لا تتطلب استثمارات مبدئية بل تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود. تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل التعاقد ولذلك سميت بالمشتقات⁽²⁾. و يتضمن العقد تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل ، تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر وكذا الزمن الذي يسري فيه العقد ، بالإضافة إلى تحديد الشيء محل العقد والذي قد يكون سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي، مؤشر أسعار أو مؤشر ائتماني. وتتمثل الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية في العقود الآجلة ، العقود المستقبلية ، عقود الخيارات، عقود المبادلات و العقود الناتجة عن عملية التوريق.

2 -أسواق المشتقات المالية:

إن التعامل بالمشتقات المالية وتداولها يتم في أسواق المشتقات المالية، والتي قد تكون أسواق منظمة أو غير منظمة.

2-1- السوق المنظمة :

تعرف هذه السوق بالسوق الآجل للبورصة، و هي سوق تتصف بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات، كالشروط المتعلقة بالتسليم، التسوية، الحد الأقصى لعقود المضاربة الذي يمكن أن يحوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل... الخ⁽³⁾.

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص. 58.

(2) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، 2003، عين شمس، ص. 7، 8.

(3) سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية والفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، 2001، ص. 466.

وتلزم هذه السوق المتعاملين بالتقيد الصارم بالتنظيمات والقوانين وذلك لضمان الأمان و الشفافية. بالإضافة إلى ذلك فإن لهذه الأسواق خصوصية تكمن في وجود غرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود وتسهر على توازن السوق وتقلل من الأخطار بتوفيرها للعناصر الايجابية التالية⁽¹⁾:

أ. تسجل إلزاميا لدى غرفة المقاصة كلفة الصفقات بيعا كانت أم شراء . فهي تتوسط بين البائع والمشتري أي طرفي العقد، وتكون الطرف المقابل في كل صفقة و تجنب بذلك الطرفين خطر عدم الدفع. بالإضافة إلى أن هذا التسجيل يوفر لغرفة المقاصة إحصاءات دقيقة بشأن حجم الأخطار التي يتحملها كل طرف من الأطراف ومن ثم يمكن لها أن تتدخل لمنع أي طرف من تحمل مخاطر تفوق قدراته وتعرضه لمتاعب مالية.

ب. تفصل غرفة المقاصة بين خطر السوق وخطر عدم الدفع ، فيبقى الأول على مستوى المتعاملين أما خطر عدم الدفع فتتحمله بتجميعه من كل الأطراف ، كونها طرفا في كل صفقة ، ثم تلغيه بواسطة إدارة الخطر الملائمة (لتغطية المخاطر) منها:

- بأن تحدد بالاتفاق مع إدارة السوق المعنى أقصى مدى يومي لتقلب الأسعار والذي يغلق السوق بمجرد تجاوزه.
- تلزم كل متعامل في السوق أن يقدم مبلغ كضمان يسمى بالهامش المبدئي ، وهو يساوي على الأقل قيمة التغير في الأسعار المسموح بها عن كل عقد .
- أن يدفع كل متعامل هامش يومي الهدف منه إعادة تكوين مبلغ الضمان الابتدائي إذا تآكل بفعل تقلبات السوق، وبمجرد عجز أي متدخل عن ذلك تصفى وضعيته فورا وبالتالي ينحصر الخطر بالنسبة لغرفة المقاصة في تقلبات يوم واحد و الذي يكون مغطى بالضمان المودع.

في الأخير يجب الإشارة إلى أن التعامل في هذه السوق لا يتم إلا من طرف متعاملين معتمدين تحكمهم قواعد التداول المحددة من طرف السوق (البورصة)⁽²⁾.

(1) بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، مداخلة من الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، بجامعة سطيف، أيام 20 - 21 أكتوبر 2009، ص.17.

(2) سحنون محمود، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الأزمات، مداخلة من الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، بجامعة سطيف، أيام 20 - 21 أكتوبر 2009، ص.4.

2-2- السوق غير المنظمة:

تعرف هذه السوق بأسواق عقود المفاوضة بالتراضي، وذلك لأن الصفقات في مثل هذه الأسواق متروكة للتفاوض بين المتدخلين⁽¹⁾، ولا تخضع لأي رقابة و لا تملك غرفة مقاصة، مما يجعل العمليات فيها غير منظمة وغير نمطية، والقرار فيها يتخذ بشكل مشترك بين الطرفين المعنيين و لا تتطلب وضع أي هامش ضمان، أي أنها مهيكلة حسب إدارة الطرفين، و هذا يعتبر أمرا إيجابيا بالنسبة للمتدخل الذي حددت العملية على مقاسه، في حين يعتبر هذا سلبية عامة تتصف بها هذه الأسواق⁽²⁾.

وكون أن الصفقات التي تجري في هذه الأسواق غير منظمة و متروكة للتفاوض فهذا يطرح عدة مشاكل من بينها تركيز المخاطر نتيجة لعدم الشفافية التي تحيط بالصفقات والتي تشجع البعض، خاصة المؤسسات المالية الكبرى، على المبالغة في تحمل المخاطر و تعريض النظام المالي للانهيال دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك، كون الصفقات ثنائية غير معلنة مسجلة خارج الميزانية⁽³⁾.

3- المتعاملون في أسواق المشتقات المالية:

تتمتع أسواق المشتقات المالية بمميزات كثيرة، منها أنها توفر الإمكانيات اللازمة لإدارة المخاطر ولتلبية الحاجات التمويلية من خلال إدارة السيولة... الخ، إلا أن التعامل في هذه الأسواق غير متاح للجميع، بل يقتصر على فئات معينة، يتم تقسيمها حسب عدة تصنيفات، أهمها:

3-1- التصنيف الأول:

يتم تقسيم المتعاملون في أسواق المشتقات المالية حسب هذا التصنيف إلى⁽⁴⁾:

أ. المؤسسات: تدخل المؤسسات سوق المشتقات من أجل التغطية من المخاطر المرتبطة بنشاطها الإنتاجي، وأيضاً من أجل الحصول على أرباح إضافية ، حيث إن حوالي 50% من أرباح المؤسسات الكبرى ناتجة في الحقيقة عن المضاربة المالية ، خاصة و أن هذه المنتجات المشتقة

(1) بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، مرجع سبق ذكره، ص.17.

(2) سحنون محمود، محسن سميرة، مرجع سبق ذكره، ص.4.

(3) بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، مرجع سبق ذكره، ص.17.

(4) سحنون محمود، محسن سميرة، مرجع سبق ذكره، ص.4.

لا تظهر في ميزانيتها، فهي عمليات تسجل خارج الميزانية، وهو ما أدى إلى صعوبة تحديد دورها وأهميتها الحقيقية في نشاطات المؤسسة.

ب. **المضاربون:** يدخلون سوق المشتقات لتحسين وضعيتهم المالية و توسيع مراكزهم بمساعدة أثر الرفع المالي، ويتم ذلك من خلال هامش مبدئي منخفض جدا مقارنة بقيمة العقد، إذ يبلغ في المتوسط 3 ٪ من قيمة الأصل محل التعاقد ، و يحاولون كذلك تسجيل أرباح مهمة جدا إذا ما تحققت توقعاتهم فيما يخص سعر ذلك الأصل .

ج. **مسيرو المحافظ:** يدخل مسيرو المحافظ ، أو مسيرو صناديق الاستثمار، البنوك، صناديق المعاشات، هيئات التوظيف الجماعي... الخ، أسواق المشتقات من أجل البحث عن توسيع توظيفاتهم. فكلما كان للصندوق إمكانيات أكبر كلما نوع استثماراته في أسواق عديدة وذلك بعد تقييمه للوضع العامة لهذه الأسواق، و بذلك يضمن أنه إذا خسر قليلا من اليسار و ربح كثيرا من اليمن سيكون رابحا في النهاية، في حين أنه لو كانت لدى هذا الصندوق إمكانيات استثمارها يسارا فقط في اتجاه واحد سوف يخسر في النهاية. وعليه فإن الصندوق إذا اجتمع لديه الوأس مال الضخم والقدرة على تقييم مخاطر استثماراته سيكون لديه حظ كبير في الربح في النهاية.

3-2- التصنيف الثاني:

حسب هذا التصنيف يتم تقسيم المتعاملون في أسواق المشتقات المالية إلى⁽¹⁾:

- أ. **المستخدمون النهائيون:** هم الذين يدخلون أسواق المشتقات لتحقيق أهداف معينة تتصل بالتحوط أو تكوين المراكز المالية أو المضاربة، وتشمل هذه الفئة على مجموعة واسعة من المؤسسات مثل: المصارف، بيوت الأوراق المالية، شركات التأمين و صناديق الاستثمار... الخ.
- ب. **الوسطاء أو صناع السوق:** هم المتعاملون الذين يلبيون احتياجات المستخدمين النهائيين، من خلال استعدادهم الدائم للبيع أو الشراء، محققين أرباحهم من خلال الفروق بين أسعار الشراء والبيع التي يعرضونها، وتشمل هذه الفئة شركات الاستثمار والمصارف الفاعلة في الأسواق العالمية.

(1) مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار الكنوز للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الرياض، 2005، ص.917.

3-3- التصنيف الثالث:

- يقسم المتعاملون في أسواق المشتقات المالية حسب هذا التصنيف إلى الفئات التالية⁽¹⁾:
- أ. **المتحفظون**: هم المتعاملون الذين يهتمون بتخفيض المخاطر التي يتعرضون لها، إذ يرغبون في التغطية من خطر تقلب الأسعار، و المشتقات المالية تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج .
- ب. **المضاريبون**: هم الذين يراهنون على تحركات وتقلبات الأسعار المستقبلية، ويستخدمون المشتقات من أجل تحقيق الأرباح والمكاسب.
- ج. **المراجحون أو المحكمون** : هم المتعاملون الذين يحاولون الاستفادة من تغيرات الأسعار في مختلف أسواق المشتقات، حيث يدخلون عندما يكون هناك فرق في سعر أصل معين بن سوقين أو أكثر، وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر، وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة.

المطلب الثالث: التطور التاريخي للمشتقات المالية

لقد شهدت صناعة المشتقات المالية نموا كبيرا و متسارعا، سواء على مستوى حجم تجارة هذه الأدوات أو على مستوى تنوعها، حيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع و المؤشرات و غيرها من الموجودات الأخرى، وكذلك على مستوى توسيع قاعدة المشاركين في أسواق المشتقات.

و أول استخدام للمشتقات المالية كان من طرف ملاك الأراضي الإقطاعيين من منتجي الأرز في اليابان، و ذلك في شكل عقود آجلة يتم تداولها في أسواق غير منظمة، إذا أنهم طوروا أسلوبا يسمح بموجبه بتداول إيصالات إنتاجهم من الأرز وفق مواعيد مستقبلية.

إلا أن القرن التاسع عشر شهد الولادة الحقيقية لاستخدام العقود الآجلة بشكل منظم و مؤطر في شكل قائمة وكان ذلك في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1860م، إذ تمت صياغة القواعد والتشريعات التي تضم التعامل الآجل لمزارعي الحبوب والمضاريبين والمستهلكين⁽²⁾.

(1) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص.8.

(2) أسعد رياض، الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، إتحاد المصارف العربية، بيروت 1999، 1998، ص.44، 43.

ومنذ ذلك الوقت و حتى ستينات القرن العشرين شكلت المواد الأولية الزراعية وحدها موضوع الصفقات لأجل على مستوى مختلف البورصات في شيكاغو، نيويورك ولندن. و مع بداية السبعينات 1970م ظهرت منتجات جديدة عرفت بعمليات الصرف الآجل أو عقود الموافقة بالتراضي، وتم تداولها في أسواق غير منتظمة، إلا أن تطورها اصطدم بمخاطر القروض وغياب السيولة التي ميزت تلك الأسواق، ولذلك كان لا بد من ظهور غرف المقاصة لتنظيمها.

بعدها ظهرت منتجات جديدة هي العقود المستقبلية أو العقود الآجلة على العملات، و هي عقود نموذجية يتم تداولها في الأسواق المنظمة، تم إدراجها أول مرة في م 1972 في سوق شيكاغو. وقد ظهرت هذه التجديدات المالية نتيجة للتقلبات الحادة التي عرفت كلا من معدلات الفائدة ومعدلات الصرف منذ سنة 1965م. أي أن السبب الأساسي وراء البحث عن أدوات جديدة هو التغطية ضد المخاطر.

ظهرت فيما بعد منتجات أخرى تتمثل في عقود المبادلة، و أخيرا عقود الخيارات و ذلك عام 1973م، و هذا عند افتتاح أول سوق للخيارات في شيكاغو. و هذا لا يعني بأن الخيارات لم تكن أصولا معروفة، بل أنها لم تعرف نجاحا حقيقيا في مختلف الأسواق لأنها لم تكن قابلة للتداول ، و مع فتح سوق الخيارات 1973 شهدت توسعا في الولايات المتحدة الأمريكية ليتسشر في أوروبا واسيا مع بداية الثمانيات.

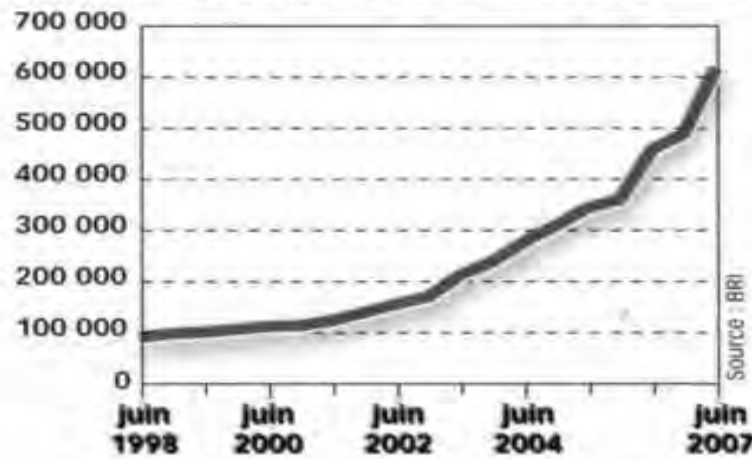
إن توسع سوق للخيارات و انتشارها مرده لتلك التعديلات الجوهرية التي أدخلت على الأسس التي يقوم عليها التعامل في سوق المشتقات و المتمثلة أساسا في شروط التعاقد التي تتضمن تنميط الكميات وتواريخ التنفيذ وقيمة الهوامش المبدئية، وكذا دار المقاصة التي تقوم بالتسوية اليومية لهذا الهامش والتي كانت من أهم العوامل التي ساعدت على إدخال عنصرين أساسيين كان ينقصان سوق المشتقات هما السيولة والأمان⁽¹⁾.

كما أن تجارة المشتقات المالية شهدت تطورات كبيرة في الثمانيات ، حيث سجلت بورصات التجارة الأمريكية عام 1981م صفقات على أكثر من 100 مليون عقد، في حين لم تصل عام 1959م سوى إلى 4 مليون عقد . و استمر تطور أسواق المشتقات المالية وتوسع استعمالها بصورة كبيرة منذ تسعينيات القرن الماضي، حيث ارتفع حجم التداول من 1.1 إلى 2.6 تريليون دولار خلال الفترة الممتدة من 1986

1)MONDHER BELLALAH et YVES SIMON ,Option, contras à terme et gestion de risque, 2eme edition , economica, Paris, 2003, p.3,6.

إلى 1988م، وإلى 45 تريليون دولار في نهاية 1994م، أي بنحو 40 ضعفا خلال تسع سنوات فقط⁽¹⁾. و قد استمرت الزيادة ليصل حجم المشتقات المالية في الأسواق المنظمة خلال 2007 إلى 630 تريليون دولار ، وهي زيادة غير مشهودة في أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الأخرى من قبل⁽²⁾. والشكل الموالي يوضح تطور حجم عقود المشتقات خلال الفترة الممتدة من 1998 إلى 2007.

Montants des contrats, en milliards de dollars



شكل رقم 01: تطور حجم عقود المشتقات خلال الفترة : جوان 1998- جوان 2007

Source : crise-financiere – attac.ppt de www.local.attac.org(17/04/2009).

للإشارة، فإنه بالرغم من التطور المستمر الذي شهدته المشتقات المالية في السنوات الماضية ، على اعتبار أنها أداة تسهل العمليات المالية وتحافظ على الاستقرار المالي و تمكن من التغطية ضد المخاطر، إلا أن ما حدث في الأزمة المالية العالمية 2008، و التي سوف نتعرف عليها في الفصول الموالية، أدى إلى تراجع حجم تداول المشتقات و أثارت حولها عدة شكوك وتساؤلات إذ اعتبرت من أهم الأسباب التي أدت إلى انتشار المخاطر و حدوث الأزمة .

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.65.

(2) علقمة مليكة، كناف شافية، التمويل المهيكل و أدواته المالية الحديثة و دورها في تفاقم الأزمة المالية الراهنة، مداخلة من الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، بجامعة سطيف، أيام 20 -21 أكتوبر 2009، ص.19.

المبحث الثاني: أنواع المشتقات المالية و استراتيجيات التعامل بها

تتعدد أنواع المشتقات المالية التي يتم تداولها، لكن أكثر الأنواع تداولاً في الأسواق المالية وأشهرها هي خمسة و المتمثلة في : العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات، عقود المبادلة ومشتقات القروض أو المشتقات الناتجة عن عملية التوريق. أما طرق و استراتيجيات التعامل بها فهي تختلف من نوع لآخر.

وخلال هذا المبحث سنحاول التعرف على مختلف هذه الأنواع و على استراتيجيات التعامل فيها ماعدا النوع الأخير فسننتظر له في الفصل الثاني من هذا المبحث .

المطلب الأول: العقود الآجلة

العقود الآجلة Forwards تعرف كذلك بالعقود الأمامية، و هي نوع من أنواع المشتقات المالية التي يتم من خلالها بيع أو شراء الأصول لالسلع، الأوراق المالية، المؤشرات.... الخ، و ذلك في تاريخ لاحق.

1 تعريف العقود الآجلة

يعرف العقد الآجل على أنه "عقد يبرم بين طرفين، بائع و مشتري، للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في وقت لاحق" (1).

كما يعرف بأنه "عقد يلتزم فيه البائع أن يسلم للمشتري السلع محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ" (2).

كما يعرف العقد الآجل بأنه عبارة عن "اتفاق بين الطرفين يضمن بموجبه كلا منهما تطبيق سعر فائدة محدد في المستقبل على اقتراضه أو على استثماره بمبلغ معين من المال" (3).

(1) منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات المالية ج 2، منشأة المعارف الإسكندرية، 2003، ص.6.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.81.

(3) حبش محمد محمود، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، تطبيقات عملية، الطبقة الأولى، عمان، 1998، ص.265.

و فى العقود الآجلة يقال أن احد الطرفين يتخذ مركزا طويلا والآخر يتخذ مركزا قصيرا، و المقصود بذلك أن (1):

-**المركز الطويل:** يقال أن احد طرفي العقد قد اتخذ مركزا طويلا إذا التزم بالشراء فى تاريخ استحقاق العقد.

-**المركز القصير:** يقال أن احد طرفي العقد اتخذ مركزا قصيرا إذا التزم بالبيع فى تاريخ استحقاق العقد.

ومن أمثلة العقود الآجلة : عقود التصدير والاستيراد ، عقود الاقتراض لشراء العقارات ... الخ، أما فيما يتعلق بالأصول موضوع التعاقد فقد تكون مادية أي سلعية، كالبن، النفط، الذهب، والماشية... الخ، أو مالية كالسندات، الودائع ، العملات الأجنبية... الخ، أو مؤشرات .

ولا يتضمن الالتزام المشار إليه فى العقود الآجلة الدفع الفوري لقيمة الصفقة، بل هى عملية بيع وشراء قانونية و فعلية و نهائية و لكنها مؤجلة التنفيذ الفعلي إلى موعد محدد فى المستقبل (2). كما أن العقود الآجلة تحتل نوعين من الأسعار(3):

- **سعر التنفيذ :** و يعرف كذلك بسعر العقد أو سعر الممارسة ، وهو السعر المتفق عليه لتنفيذ العقد آجلا ، ويتم تحديده بين طرفي العقد وفقا للعرض و الطلب و مدى رؤية كلا منهما للاستفادة من هذا السعر فى المستقبل و توقعاته عن المستقبل ، و لا يتغير هذا السعر من تاريخ إبرام العقد حتى التنفيذ.

و ما تجدر الإشارة إليه، أن هذا السعر يجعل قيمة العقد الآجل مساوية للصفر لحظة التعاقد و بذلك فإن السعر الآجل و سعر التنفيذ سيكونان متساويان فى تلك اللحظة، و بمرور الزمن يتغير السعر الآجل بينما يبقى سعر التنفيذ ثابتا(4).

- **السعر الآجل :** وهو سعر العملة أو الأصل موضوع العقد الآجل فى المستقبل، و هذا السعر يتغير بمرور الوقت مع تغير أسعار الأصل موضوع العقد فى السوق ، ويمكن القول أن سعر التنفيذ هو توقع للسعر الآجل فى تاريخ إبرام العقد ولكن ليس شرطا أن يتساوى فى تاريخ التنفيذ .

(1) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، عمان، 2005، ص.98.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.81،82.

(3) بن رجم محمد خميسي، مرجع سبق ذكره، ص.5.

(4) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.83،84.

حيث خلال المدة ما بين تاريخ التعاقد وتاريخ التنفيذ قد يرتفع سعر الموجود محل التعاقد فيرتفع السعر الآجل عن سعر التنفيذ وبالتالي ترتفع قيمة المركز الطويل وتقل قيمة المركز القصير والعكس في حالة انخفاض سعر الموجود الضمني.

ومنه فإن ربح وخسارة كل طرف تتحدد عند تاريخ التنفيذ تبعاً للسعر المحدد مسبقاً ، أي سعر التنفيذ، و القيمة السوقية للموجود محل التعاقد لحظة التنفيذ . فبالنسبة للطرف الذي اتخذ مركزاً طويلاً سيكون ربحه أو خسارته عبارة عن الفرق بين القيمة السوقية للموجود الضمني وسعر التنفيذ، و بالمقابل فإن الطرف الثاني ، أي صاحب المركز القصير ، ستكون خسارته مساوية تماماً لربح الطرف الآخر والعكس. و يكمن توضيح هذا بالمعادلة الآتية⁽¹⁾:

$$P = S_t - E$$

حيث أن:

P = الربح أو الخسارة .

S_t = القيمة السوقية للموجود.

E = سعر التنفيذ .

2 أنواع العقود الآجلة:

للعقود الآجلة عدة أنواع و كذا عدة تصنيفات، و لعل أهم و أشهر تصنيف هو ما يلي⁽²⁾:

2-1- العقود الآجلة لأسعار الفائدة:

تستخدم هذه العقود في الحماية من تقلبات أسعار الفائدة وهنا يتم الاتفاق على سعر الفائدة عن

قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.

(1) المرجع السابق، ص.84.

(2) بن رجم محمد خميسي، مرجع سبق ذكره، ص.5،6.

2-2- العقود الآجلة لأسعار الصرف:

هى اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية، وذلك فى تاريخ آجال و بسعر يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد و يثبت حتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، فإذا قام الطرف (أ) ببيع بضاعة على الحساب للطرف (ب) فى دولة أخرى على أن يقبض ثمنها بعد ستة أشهر مثلا بالعملة الأجنبية، و توقع (أ) أن تنخفض قيمة العملة الأجنبية مستقبلا فإن بإمكانه أن يبيع العملات الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آنيا على أن يتم التسليم بعد ستة أشهر وبذلك فإن أى انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صاحب المبلغ الذى سوف يقبضه بالعملة المحلية⁽¹⁾.

3 خصائص العقود الآجلة:

مهما كان نوع العقد الآجل، فكلها تتمتع بمجموعة من الخصائص المشتركة و التى يمكن

توضيحها فى النقاط التالية⁽²⁾:

- عقود شخصية، حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية و التى قد لا تناسب غيرهما ، فيحددان تاريخ الاستحقاق، معدل الفائدة فى حالة القروض، الجودة أو الرتبة فى حالة البيع ، سعر التنفيذ الخ.
- عقود ليس لها شكل نمطي، حيث يتم الاتفاق على شروطها.
- عقود نهائية، حيث بمجرد التوقيع عليها لا يمكن لأى من الطرفين إلغاؤها أو تعديلها.
- عقود يتم التعامل بها فى الأسواق الموازية فقط وليس لها سوق ثانوية، ولذلك فإن أحجامها وتواريخها تكون مرنة وغالبا ما تكون قيمها كبيرة، و لذلك فإن الأفراد والمستثمرين الصغار عادة لا يتعاملون بها.
- تصعب المضاربة بهذه العقود ، حيث أن الغرض الأساسي لها هو الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار فى المستقبل، و المضاربون لا غرض لهم من السلعة محل التعامل، بل ما يهمهم هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوموا بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق الأرباح.

(1) بزاز حليلة، هدى بن محمد، المشتقات المالية ومخاطرها، مداخلة من الملتقى الدولي حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 2009. ص.6.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 82-85.

- يتم تنفيذ العقد في تاريخ التنفيذ و ليس قبله .
- ليس من الضروري أن يتم تسليم الموجود محل التعاقد، إذ هناك عقود آجلة غير قابلة للتسليم تستخدم عادة في العقود الآجلة للعملات الأجنبية، و لا تتضمن تسليما حقيقيا للموجود وإنما فقط دفع الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق. فإذا كان سعر التنفيذ أعلى من سعر السوق فإن مشتري العقد الآجل يتسلم الفرق بين السعرين و العكس بالنسبة لمحرر العقد.

4 مزايا و عيوب العقود الآجلة:

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

جدول رقم 01 : مزايا و عيوب العقود الآجلة

المزايا	العيوب
- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية	- لا تخضع لنظم السوق المنظمة
- حجم العقد مرن	- العقد يصعب إلغاءه
- موعد العقد مرن	- قد يتضمن شروط جزائية صعبة
- وقت التعامل غير محدود بوقت معين	- تتطوي على مخاطرة إنمائية كبيرة
- لا تتطلب وجود هامش	

Financial Risque management, Mc Graw-Hill, 1994, p.49. Source :Eales Brian,

المطلب الثاني : العقود المستقبلية

تتشابه العقود المستقبلية Future Contract مع العقود الآجلة بدرجة كبيرة، و هي تعتبر امتداد وتطورا طبيعيا للعقود الآجلة وسنحاول التعرف عليها و الوصول إلى أوجه التشابه و الاختلاف بينهما.

1 - تعريف العقود المستقبلية و أركانها:

يمكن تعريف العقود المستقبلية بأنها "التزام متبادل بين طرفين يفرض على احدهما أن يسلم الآخر أو يستلم لكمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان و زمان محددين وبسعر محدد و بواسطة طرف ثالث كوسيط"⁽¹⁾.

كما تعرف بأنها "اتفاقية لشراء أو بيع سلعة أو أدوات مالية على أن تسلم في المستقبل وخلافا للعقد الآجل الذي يتم التفاوض عليه بشكل خاص و الذي يشمل شروطا موضوعية فإن العقد المستقبلي اتفاقية موحدة قياسيا لا يتغير فيها سوي السعر وشهر التسوية"⁽²⁾.

و في تعريف آخر يعتبر العقد المستقبلي "اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يتم تداولها، التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل و المبلغ، السعر الواجب دفعه للأصل. تعرف الأصول التي يتم تداولها بالأصول الفورية أو الأصل المعني، أما تاريخ التبادل فيسمى تاريخ الاستلام، و السعر الذي وافقت عليه الأطراف يسمى السعر المستقبلي المتعاقد عليه أو سعر المستقبلات، أما الطرف الذي تعاقد على الشراء فهو المالك للعقد المستقبلي ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، و الطرف الذي تعاقد على تسليم البضاعة يسمى بائع العقد المستقبلي و يطلق عليه صاحب المركز القصير"⁽³⁾.

و هناك من يرى أن العقود المستقبلية "تعد من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديما، و تمثل هذه الأدوات تعاقد بين طرفين ، احدهما بائع والآخر مشتري ، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه"⁽⁴⁾.

من خلال هذه التعاريف نلاحظ أن هناك تشابه كبير بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية، غير أن الاختلاف الظاهر و الجوهرى بينهما هو أن هذه الأخيرة هي عقود نمطية ومنظمة بشكل رسمي،

(1) بوعافية سمير، مصطفي فريد، التعامل بالمشنقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، مداخلة في الملتقى العلمي الدولي

حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العلمية، جامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص.11.

(2) طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص.484.

(3) خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر و الطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص.289.

(4) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، دار الجامعة ، الإسكندرية، 2001، ص.413.

إذ يتم تداولها في البورصات المالية، و كذا عمليات التعامل بها، فهي أيضا عمليات نمطية و منظمة،
والتميط فيها يتعلق بالأمور الآتية⁽¹⁾:

- حجم العقد.
 - تاريخ التنفيذ.
 - الأسعار المستقبلية التي سيتم التنفيذ علي أساسها.
 - متطلبات التعامل في بورصات العقود المستقبلية، ومنها أن يودع كل طرف من طرفي العقد في البورصة مبلغا معيناً يسمى الهامش المبدئي تتراوح قيمته ما بين 5-10 % من قيمة العقد كضمان للوفاء بالالتزامات واثبات الجدية وحسن نية طرفي العقد.
 - الموصفات الواجب توافرها بالسلعة موضوع التعامل من حيث النوعية و مستوى الجودة و كذلك الكمية.
 - طرق و وسائل تسليم السلعة أو الأوراق أو العملات المتفق عليها.
- أما فيما يتعلق بأركان العقد المستقبلي فهي نفس الأركان التي يتضمنها العقد الآجل، و تتمثل في العناصر التالية⁽²⁾ :

- **بائع العقد** : هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الآخر، أي المشتري، في التاريخ المحدد في المستقبل.
- **مشتري العقد** : هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الأول، أي البائع، في التاريخ المحدد في المستقبل.
- **محل العقد** : يقصد به الشيء المتفق على بيعه و شرائه بين طرفي العقد، والذي قد يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات... الخ.
- **سعر التسوية** : أو السعر المستقبلي أو سعر التنفيذ، و هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.
- **تاريخ التسليم أو التسوية** : هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.
- بالإضافة إلى⁽¹⁾ : الكمية و مكان و طريقة التسليم.

(1) زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص.98.

(2) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص.369.

2 - أسواق العقود المستقبلية:

إن أسواق العقود المستقبلية هي أسواق منظمة تخضع لتنظيمات و قوانين خاصة تختلف عن مثيلتها في أسواق العقود الآجلة، و يمكن التعرف عليها من خلال مايلي:

2-1- نشأة و تطور سوق العقود المستقبلية:

تعد العقود الآجلة أول صورة من صور العقود المستقبلية، حيث ظهرت تلك العقود لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على احتياجاتها من الحبوب من مصر ثم تطورت تلك الأسواق لتشمل العديد من السلع الزراعية وكذلك البنترول والنحاس وغيرها من المعادن . و الجدير بالذكر أن تلك الأسواق في بدايتها كانت لا تخرج عن كونها أسواقا حاضرة، حيث كان التعاقد و التنفيذ يتم فورا و بالسعر السوقي الجاري .

ثم أصبحت أسواقا آجلة حيث يكون الاتفاق فوري بالسعر الجاري أما التنفيذ فهو مؤجل . غير أن هذه العقود المؤجلة كانت تفتقر إلى النمطية، حيث يخضع كل عقد في شروطه للاتفاق بين طرفي العقد. بعدها ظهرت سوق شيكاغو للعقود المستقبلية و التي تعد أول سوق منظمة لتلك العقود وقد انتشرت في عام 1848م. و قد أدى وجود هذه الأسواق إلى تطور العقود الآجلة وأصبحت نمطية و ذات شروط موحدة متفق عليها بين جميع المتعاملين بالسوق وهو ما أطلق عليه العقود المستقبلية (2) ففي البداية كانت هذه العقود تبرم على المحاصيل الزراعية فقط، ثم تطورت لتشمل المعادن والأصول المالية وغيرها. و في عام 1972م انشأ أول سوق منظم للأصول المالية، و هو السوق النقد الدولي (International Monetary market (IMM، و ذلك كفرع للبورصة التجارية في شيكاغو ليتداول فيها أول عقد مستقبلي على أصل مالي هو العملات الأجنبية، تبعتها بعد ذلك العقود المستقبلية على أسعار الفائدة وذلك عام 1975م. و في عام 1976م بدأ تداول العقود المستقبلية على أدون الخزانة ثم على سند الخزانة في عام 1977م. و بعدها على مؤشرات الأسهم في عام 1980م (3)، لتظهر في نهاية القرن العشرين عقود مستقبلية على الخدمات.

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق ذكره، ص. 71.

(2) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص. 364، 363.

(3) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق و المشتقات المالية، ج 2، مرجع سبق ذكره، ص. 98.

2-2- تنظيم أسواق العقود المستقبلية:

تتم عملية تنظيم أسواق العقود المستقبلية في شكل تنظيمات تطوعية لا تهدف إلى الربح . بها قواعد محددة تحكم الرسوم و الأتعاب التي يتم تقاضيها مقابل الخدمات المقدمة، و هي تتكون من عدد محدد من الأعضاء، أفراد أو منشآت، يملكون مقاعد يحصلون عليها مقابل دفع رسوم العضوية في تلك السوق⁽¹⁾. وتمثل رسوم العضوية جانبا من مصادر تمويل نشاط السوق، أما الجانب الآخر فنتم تغطيته من الرسوم على العقود التي يتم إبرامها . لكل عضو الحق في بيع عضويته إلى طرف آخر بسعر يقرر سوقيا، كما أن له الحق في التصويت في إدارة عمليات السوق ، أي البورصة، بالإضافة إلى التعامل في البورصة لحسابه أو كوكيل لحساب الغير.

ينتخب الأعضاء من بينهم مجلس إدارة السوق ، حيث يتولى وضع قواعد التعامل و مراجعة وظائف السوق إلى جانب وضع ميثاق شرف للتعامل و غيرها من الأمور التي تضمن تنظيم و ضبط التعامل داخل السوق⁽²⁾، شرط أن لا تتعارض مع الأحكام العامة التي تضعها لجنة تجارة السلع المستقبلية Commodity Futures Trading Commission (CFTC)، و هي هيئة تنظيمية مستقلة تابعة للحكومة الفدرالية الأمريكية، مسؤولة عن تطبيق أحكام قانون أسواق السلع من خلال أنظمة و تعليمات تفصيلية تحكم التعامل و المتعاملين في أسواق العقود المستقبلية، و عليه فإن أي تعامل في هذه الأسواق يخضع لتنظيمها ورقابتها⁽³⁾.

2 3 - هيكل سوق العقود المستقبلية:

تتكون أسواق العقود المستقبلية من غرف التعامل المعروفة بالصلالات، و غرف المقاصة أو ما يعرف ببيت التسوية.

أ. **غرف التعامل:** تحتوى بعض الأسواق من أسواق العقود المستقبلية على عدد من غرف التعامل ، تخصص للتعامل في العقود على نوع معين من ال سلع، في وسط كل غرفة يوجد ملتقى

(1) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 132.

(2) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص. 370.

(3) ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية و العملات الأجنبية و المشتقات المالية، الطبعة الأولى، عمان، 2004، ص. 315.

للمتعاملين من أعضاء السوق يطلق عليه اسم الحلقة أو الحلقة La pit، يتم التعامل داخلها باستخدام نظام المزاد بالمناداة.

و وفق لهذا النظام إذا تسلم أحد المتعاملين أمرا للبيع أو الشراء فإنه يجب عليه أن يخبر المتعاملون الآخرون داخل الحلقة، و يتم الاتصال بين المتعاملين بإشارات يدوية متفق عليها .
فمثلا رفع أصابع الكف في اتجاه الوجه فذلك يعني إشارة شراء أما إذا رفعت الأصابع في الاتجاه المعاكس فذلك يعني أمر بيع و على وجه السرعة أما وضع أصبع بين الحاجبين فذلك يعني رفع السعر بمعدل 10 دولار⁽¹⁾.

ويوجد على حائط الغرفة لوحة إعلان عن الصفقات التي أبرمت، كما توجد وسائل للاتصال كالتلغراف و يوجد كذلك مكان لأولئك الذين تقع على مسؤولياتهم إبلاغ التسوية عن الصفقات التي أبرمت، إضافة إلى وجود لوحة للسلع.

لكن التعامل في العقود المستقبلية لا يقتصر على ما يجري في الحلقة، إذ هناك ما يسمى بالتداول الإلكتروني، الذي يناسب كل من يرغب في التعامل بهذه العقود مهما كان موقعه على خريطة العالم. فعلى المتعامل أن يدخل الأمر في النظام الإلكتروني ، أين يظل قائما إلى أن ينفذ أو يجري عليه تعديلا، أما إذا بقي الأمر في النظام حتى بلوغ العقد اليوم الأخير المقرر لتداوله حينئذ ينفذ بأفضل سعر ممكن، فإذا تساوى عدد من الأوامر في السعر يكون توقيت دخول الأمر هو الفيصل⁽²⁾.

ب. **غرفة المقاصة** : هي هيئة مرتبطة بكل سوق، و تلعب دورا هاما في كل معاملة تجرى فيه، وتقوم بتصنيف كل العمليات، و لذلك فإنه في كل يوم عمل يجب أن يكون أعضاء البورصة إما أعضاء في غرفة المقاصة أو يدفعوا لأحد الأعضاء مقابل هذه الخدمة، و عضوية غرفة المقاصة تتطلب الاضطلاع بمهام و مسؤوليات اكبر من عضوية البورصة⁽³⁾.

و تتلخص المهمة الأساسية لغرفة المقاصة في تحقيق الانسيابية و تسهيل التعامل و ضمان تنفيذ صفقة العقود المستقبلية، كما أنها تقف بين طرفي العقد، فتقوم بدور البائع بالنسبة للمشتري و بدور المشتري بالنسبة للبائع، و هو ما يؤدي إلى ضمان تنفيذ الصفقة من طرف بيت

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص. 370.

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق و المشتقات المالية ج 2، مرجع سبق ذكره، ص. 117.

(3) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 132.

المقاصة إن تعذر على أحد أطرافها الوفاء بالتزاماته اتجاه الطرف الآخر، و عليه فإن أطراف التعامل تكون التزاماتهم اتجاه غرفة المقاصة مما يجعل العلاقة بينهما غير شخصية (1). و هذا ما يوضحه الشكل التالي:



شكل رقم 02 : توسط غرفة المقاصة بين البائع و المشتري

المصدر : محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص.373.

و على هذا النحو فإن مخاطر عدم الوفاء تنتقل نظريا إلى غرفة المقاصة، و هنا يتم التأكيد على كلمة نظريا، و ذلك لأن هناك آليتين تعتمد عليهما غرفة المقاصة لتجنب التعرض إلى هذه المخاطر و هما: نظام الهامش و التسوية اليومية (2)، و سنتعرف على هاتين الآليتين لاحقا.

2 4 - المتعاملون في أسواق العقود المستقبلية:

يمكن تقسيم المتعاملون في سوق العقود المستقبلية باستخدام معيارين هما: التقسيم على أساس أعضاء السوق ، التقسيم على أساس إستراتيجية التعامل (3).

أ. التقسيم على أساس أعضاء السوق أو البورصة: حسب هذا المعيار يتم تقسيم أعضاء السوق إلى مايلى (4):

1. السمسرة الوكلاء: يقوم السمسرة الوكلاء بتنفيذ الأوامر التي يتلقونها من عملائهم و قد يعملون كوكلاء لأحد بيوت السمسرة أو مستقلون، أي يتعلمون مباشرة مع العملاء. و يطلق على بيوت السمسرة في أسواق العقود المستقبلية تجار عمولة العقود المستقبلية، و التي تمثل العائد الذي يحصل عليه تاجر عمولة العقود المستقبلية.

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص.370.

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام تقنية التوريق والمشتقات المالية ج 2، مرجع سبق ذكره، ص.127.

(3) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص.370.

(4) المرجع السابق، ص.ص.370-372.

أ.2. **المحليون:** يطلق عليهم أيضا تجار الصالة، و يقومون بتنفيذ الأوامر لحسابهم، و على هذا الأساس فهم يسعون إلى شراء العقود بأسعار منخفضة و بيعها بأسعار أعلى، و بالتالي يتحقق العائد لهم من خلال الفرق بين أسعار البيع و الشراء، و يترتب على وجودهم توفير السيولة للسوق نظرا لاستعدادهم لشراء العقود. و على ذلك فهذه الفئة تمثل فئة المضاربين، و الذين يمكن تقسيمهم وفقا لفترة احتفاظهم بمراكزهم على العقد إلى ثلاثة فئات⁽¹⁾:

- **الخطاف:** و هو الذي يحاول اغتنام الفرصة و تصفية مركزه في ساعات أو بضع لحظات و يندر أن يبقى على مركزه لليوم المولى.

- **تاجر اليوم:** و هو عادة يصفي مركزه بنهاية اليوم.

- **تاجر المركز:** و هو الذي قد يبقى مركزه - دون تصفيته - لفترة قد تمتد لبضعة شهور.

أ.3. **المستقلون:** تقوم هاته الفئة بتنفيذ أوامر العملاء الصادرة من بيوت السمسرة، كما أن لهم الحق في الاتجار لحسابهم الخاص، أي أن المستقلون يجمعون بين وظائف السمسار الوكيل و تاجر الصالة. لكن هذا الوضع قد يؤدي إلى وجود تعارض بين المهام التي يقوم بها المستقلون. ولتوضيح ذلك نفترض أن أحد الأعضاء المستقلين يتلقى أوامر من أحد بيوت السمسرة، فإذا توفر لدى المستقل معلومات تفيد بأن تنفيذ تلك الأوامر سيؤدي إلى ارتفاع الأسعار، حينئذ سوف يقوم بشراء العقود لحسابه ثم يقوم بتنفيذ أوامر العملاء و التي يترتب عليها ارتفاع السعر و من ثم يقوم ببيع العقود التي سبق و اشتراها لحسابه الخاص.

ب. **التقسيم على أساس إستراتيجية التعامل:** يركز هذا التقسيم على هدف المستثمرين من التعامل في سوق العقود المستقبلية، و في هذا الصدد نجد⁽²⁾:

ب.1. **المتحوظون:** هم الذين يقصدون تأمين ربحهم على بيوع حقيقية عقدها في الأسواق الحاضرة، فهم مستثمرون يلجأون إلى السوق لإجراء عمليات شراء أو بيع تحوطا لمراكز مالية متخذة سابقا⁽³⁾، وضمن هذه الفئة نجد:

(1) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص.639.

(2) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، مرجع سبق ذكره، ص.372،373.

(3) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.77.

- **مستثمرون لأغراض التغطية :** و المستثمر هنا يهدف إلى تخفيض المخاطر نتيجة لامتلاكه أصل ما أو يتوقع أن يمتلكه، أي أن ذلك المستثمر قد حصل على مركز طويل الأجل، وبالتالي فهو عرضة لمخاطر تغير سعر ذلك الأصل، و لتخفيض تلك المخاطر فهو يسعى لأخذ مركز قصير الأجل في سوق العقود المستقبلية و ذلك بالتعاقد على بيع ذلك الأصل، وهو ما يطلق عليه تغطية قصيرة.

أما إذا كان هناك مستثمر في حاجة إلى أصل ما مستقبلا فيمكنه أخذ مركز طويل الأجل بالتعاقد على شراء ذلك الأصل من خلال سوق العقود المستقبلية وهو ما يطلق عليه تغطية طويلة.

- **مستثمرون باستخدام إستراتيجية المدى :** تتضمن هذه الإستراتيجية أن يقوم المستثمر بأخذ مركز طويل الأجل على أحد العقود و أخذ مركز قصير الأجل على عقد آخر و ذلك بهدف تغطية مركز المستثمر، مما يؤدي إلى تخفيض المخاطر التي قد يتعرض لها.

ب.2. **المضاربون:** هم المستثمرون الذين يشتررون أو يبيعون العقود المستقبلية كمحاولة لكسب العائد، فلا يهتمهم استلام و تسليم الأصول المتعاقد عليه ا، بل ينصب اهتمامهم على الاستفادة من تقلبات الأسعار خلال أقصر فترة ممكنة ⁽¹⁾، فهم يتخذون مراكز قصيرة جدا ، قد تكون لدقائق أو ساعات، و يكتفون بأرباح قليلة ، فيعملون على شراء الأصول المتوقع ارتفاع أسعارها و يبيعون تلك المتوقع انخفاض أسعارها، و هذه الفئة تعلق مراكزها يوميا قبل انتهاء العمل في اليوم، وهي تشكل حجم عمل كبير نسبيا، و تعتبر مصدر كبير للسيولة و الحركة في السوق⁽²⁾.

2 5 -مقارنة بين السوق العقود المستقبلية و السوق الحاضر:

يلجأ المتعامل إلى السوق الحاضر عندما يرغب في إتمام الصفقة فورا، أي يتم تسليم السلعة واستلام الثمن فور التعاقد. أما إذا رغبت في تأجيل تنفيذ الصفقة إلى تاريخ لاحق، فذلك يتطلب اللجوء إلى السوق المستقبلي، و فيما يلي توضيح لأهم الاختلافات بين السوق الحاضر و المستقبلي.

(1) ماهر كنج شكري، مروان عوض، مرجع سبق ذكره، ص.314.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.77.

جدول رقم 02: أهم الاختلافات بين السوق الحاضر و المستقبل

أوجه الاختلاف	السوق الحاضر	السوق المستقبلي
ملكية الأصل محل التعاقد	عندما يشتري المستثمر سهما أو سندا يعد مالكا له.	شراء عقد مستقبلي على أصول معينة لا يحول ملكية هذه الأصول للمشتري ، فالملكية لا تتحقق إلا عند استلامه للأصل في تاريخ التسليم .
الإبقاء على العقد	قد يحتفظ المستثمر بالسهم لفترة طويلة (للأبد).	عادة ما يكون لفترة محدودة ، فالعقود المستقبلية على المنتجات الزراعية لا تتجاوز سنة ، و في بعض العقود على الأوراق المالية قد يمتد العقد إلى 3 سنوات . و آخري إلى 5 سنوات .
الحدود السعرية	ينذر وجود حدود للتقلبات السعرية.	توجد حدود دنيا و حدود قصوى للتقلبات السعرية ، بحيث لا يمكن التعامل على عقد يتجاوز الحدود الموضوعة.
الرفع المالي	الهامش المبدئي قد يكون في حدود 04% أو 50% .	الهامش المبدئي يكون في حدود 5% إلى 15% (و هو رفع مالي كبير مقارنة بمثله في السوق الحاضر) .
الفوائد	يدفع المستثمر فوائد عن القرض الذي ينطوي عليه الرفع، و يترتب على الهامش المبدئي تسليم فوري للأصل.	لا وجود للفوائد (إلا نادرا) حيث لا يترتب على دفع الهامش المبدئي تسليم فوري للأصل، و لهذا لا يعتبر المبلغ التبرقي كقرض .
المتخصصون	يوجد متخصصون يلتزم أعضاء السوق بالتعامل معهم .	لا وجود للمتخصصين فيه ، حيث يتم تداول كل عقد في مزاد سوقي .
العمولات	تدفع العمولة عن كل عملية شراء وبيع .	يتم دفع العمولة على أساس العقد المكتمل (بيع وشراء) و ليس على كل عملية بيع و شراء .
الهامش المبدئي	يمثل دفعة مقدمة في معاملة يتم فيها اقتراض الباقي من السمسار لتمويل التكلفة الكلية و الحصول على ملكية الأصل عند التعاقد .	يمثل مبلغ تأمين أو وديعة كضمان لإكمال العقد ، ويدفع من كلا الطرفين (البائع و المشتري) و ذلك لأن ملكية الأصل لا تحول عند التعاقد .

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: منير إبراهيم هندي، ج2، مرجع سبق ذكره، ص.ص.148-150.

هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق ذكره، ص.ص.74-76.

3 -أنوع العقود المستقبلية:

تتعدد أنواع العقود المستقبلية حسب الأصل محل التعاقد، و من أبرز أنواعها ما يلي (1) :

3 1 -العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:

- هي عقود تبرم على الأصول المالية ذات الدخل الثابت (2)، أي يكون موضوع التعامل فيها هو معدل الفائدة على الودائع، السندات، قروض معينة... الخ، وأغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن تلك التي تم الاتفاق عليها في البداي، و ضمن هذه العقود نجد(3):
- أ. عقود مستقبلية على أوراق مالية لمعدلات فائدة قصيرة الأجل ، مثل العقود المستقبلية على الودائع.
- ب. عقود مستقبلية على أوراق مالية لمعدلات فائدة طويلة الأجل ، مثل العقود المستقبلية على سندات الخزنة .

3 2 -العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:

و فيها يتم تداول مؤشرات لمجموعة من الأسهم والسندات التي يتم تداولها في السوق، و غالبا ما تتم تسوية هذه العقود نقدا لأنه من الصعب تسليم الأصل محل التعاقد.

3 3 -العقود المستقبلية على العملات الأجنبية أو على أسعار الصرف:

و فيها يتم تداول العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية.

3 4 -العقود المستقبلية على السلع:

و هي عقود يتم إبرامها على سلع معينة (4).

(1) بن رجم محمد خميسي، مرجع سبق ذكره.ص.7.

(2) بزاز حليلة، هدى بن محمد، مرجع سبق ذكره .

(3) خالد وهيب الراوي، مرجع سبق ذكره، ص.303،304.

(4) أحمد صالح عطية، مرجع سبق ذكره، ص.235.

مما سبق نستنتج أن العقود المستقبلية تعتبر مجالاً استثمارياً واسعاً يشمل العديد من أصناف السلع و الأدوات المالية و حتى الخدمات.

4 خصائص العقود المستقبلية:

تتمتع العقود المستقبلية بمجموعة من الخصائص، يمكن توضيح أهمها فيما يلي⁽¹⁾ :

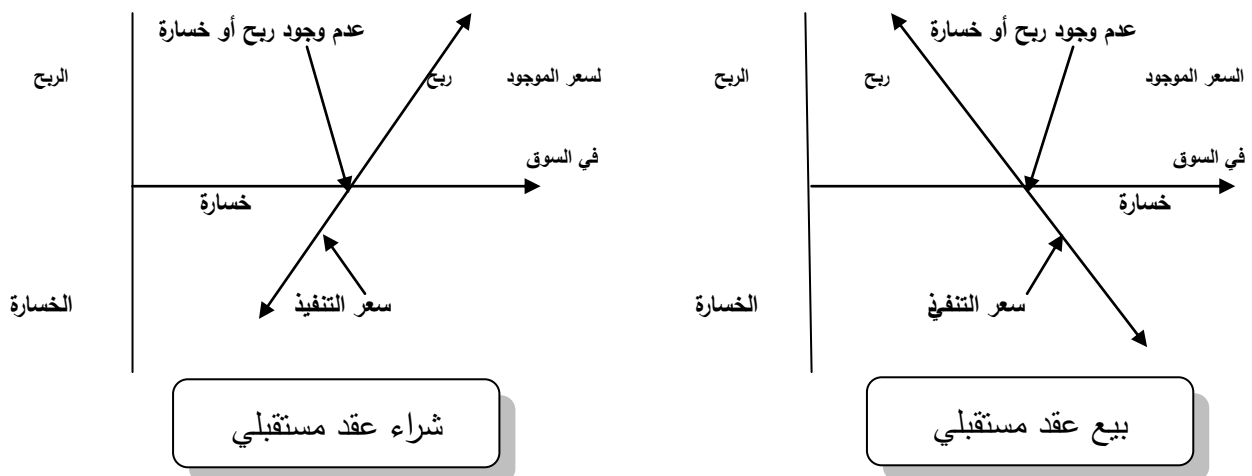
- أ. يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد، و بذلك يتم تخفيض مخاطر تقلب الأسعار و تغييرها، إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ رغم أنه قد يكون مرتفعاً.
- ب. يتم التعامل بها من خلال المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء بيوت مقاصة توكل إليها عادة تنظيم التسويات اليومية التي تتم بين طرفي العقد. و بهذه العقود لا يتم إلا من خلال بيوت السمسرة.
- ج. يجب أن تتوفر في السلع التي تحرر علي ها العقود المستقبلية مجموعة من الشروط لكي تناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية، و من أهم هذه الشروط ما يلي:
 - أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد مستقبلاً.
 - أن تكون السلعة قابلة للتنميط من حيث الكمية و الجودة.
 - أن تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها.
 - أن يكون هناك طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها.
- د. تعتبر خاصية الرفع المالي سمة أساسية في العقود المستقبلية، إذ أنه بالمقارنة مع السوق الحاضر نجد أن هذا الأخير يلزم المشتري بالدفع فوراً أو سداد جزء من قيمة العقد مع وجوب دفع فوائد على المبلغ المتبقي الذي يعتبر بمثابة دين عليه، أما في سوق العقود المستقبلية فلا وجود لمثل هذا الالتزام، و ذلك على أساس أن العقود المستقبلية يتم فيها التسليم في تاريخ لاحق، و من ثم تنتفي فكرة وجود دين في ذمة المشتري . كما أنه في سوق العقود المستقبلية يتم دفع هامش صغيراً جداً مقارنة بالهامش الذي يدفع في السوق الحاضر ، حيث أن هـ في هذا الأخير عادة ما يكون من 50% فما أكثر⁽²⁾.

(1) بوعافية سمير، مصطفى فريد، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 11-13.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.76.

- هـ. عند تنفيذ العقد المستقبلي تكون هناك ثلاثة حالة، يمكن أن تحدث واحدة منها، و هي⁽¹⁾ :
- الحالة الأولى: يكون سعر الأصل محل التعاقد أكبر من سعر التنفيذ، عندها سيحقق مشتري العقد المستقبلي (صاحب المركز الطويل) أرباحا تساوي الفرق بين السعيرين، و هذه الأرباح تساوي بالضبط خسارة بائع العقد المستقبلي (صاحب المركز القصير) .
 - الحالة الثانية: يكون سعر الأصل محل التعاقد أقل من سعر التنفيذ، عندها سيحقق بائع العقد المستقبلي أرباحا تساوي الفرق بين السعيرين، و هذه الأرباح تساوي بالضبط خسارة مشتري العقد المستقبلي.
 - الحالة الثالثة: يكون سعر الأصل محل التعاقد مساوي لسعر التنفيذ ، عندها لن يحقق أي من طرفي العقد أية أرباح أو خسائر.

ويمكن توضيح هذه الحالات من خلال الشكل الموالي:



شكل رقم 03: الأرباح و الخسائر في العقد المستقبلي

source: Hull, Johan "Option, Futures and Other derivative security" prentice-hall, USA, 1989, p,5.

(1) المرجع السابق، ص.79.

و. نضمن العقود المستقبلية توفير السيولة و الكفاءة و التنظيم للسوق، و تعد من فرص اختلافات في وجهات النظر من خلال تنميط شروط العقد، و قد شمل التنميط خمس مجالات أساسية هي⁽¹⁾:

1. **وحدة التعامل:** و يقصد بها الكمية و الوحدة التي تقاس بها مكونات العقد المستقبلي، و على عكس السوق الحاضر للأوراق المالية الذي تكون فيه وحدة التعامل هي الكمية الكسرية (أي 100 سهم أو سند ومضاعفتها) فإن التعامل في سوق العقود المستقبلية هو على أساس العقد، والذي تختلف مكوناته باختلاف الأصل محل التعاقد، فمثلا يكون التعاقد على أدوات الخزينة الأمريكية بمبلغ 1 مليون دولار و على سندات الخزينة بـ 100 ألف دولار، فلا يمكن التعامل بأجزاء هذه العقود في هذه الأسواق، ويرجع السبب في ذلك إلى أن التعامل فيها ينطوي على قدر كبير من الرفع المالي، فما يدفعه المستثمر عند التعاقد يمثل مبلغا صغيرا مقارنة مع قيمة العقد.

2. **شروط التسليم:** هي شروط منمطة و تتضمن الشروط التي سيتم التعامل فيها على العقد، والفترة الزمنية خلال الشهر التي ينبغي أن يتم فيها التسليم ، فمثلا في عقود أدوات الخزينة يكون التسليم واجبا خلال الثلاثة أيام التالية لثالث يوم اثنين في الشهر المحدد للتسليم⁽²⁾، والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبايع تسليم الأصل.

لكن هذا لا يعني أن شروط التسليم هي شروط جامد، بل هي شروط تتمتع بالمرونة، حيث أنه لو تم التعاقد على أوراق مالية معينة فإنه يمكن أن تحل محلها أوراق مالية أخرى، وهذه المرونة قد تمتد إلى تاريخ التسليم أيضا . فالمستثمر الذي لا يمكنه تدبير سندات الخزينة مثلا في تاريخ التسليم يمكنه تنفيذ التعاقد بتسليم أوراق مالية حكومية أخرى يمتد تاريخ استحقاقها أو تاريخ الاستدعاء الأول لها إلى أكثر من 15 سنة.

3. **حدود تقلب الأسعار:** على عكس الأسعار في السوق الحاضر التي يمكن أن تتقلب بدون حدود، فإن أسواق العقود المستقبلية تفرض حدودا دنيا وحدودا قصوى للتغيرات السعرية اليومية لا يمكن للأسعار في ذلك اليوم أن تتخطاها.

(1) المرجع السابق، ص.ص. 71-76.

(2) بوعافية سمير، مصطفى فريد، مرجع سبق ذكره، ص.12.

و السبب في وضع هذه الحدود هو الحد من آثار المغالاة في الاستجابة للمعلومات التي قد ترد إلى السوق بالإضافة إلى توفير المناخ الملائم لسوق منتظم. غير أن وضع هذه الحدود يضيف المزيد من المخاطر للمتعاملين، حيث أنه عندما يصل السعر إلى الحد الأقصى لعدة أيام و تقرر إدارة السوق إيقاف التعامل بتلك العقود فهذا يعني عدم وجود فرصة أمام المستثمرين (بائعي العقود) لإقفال مراكزهم للحد من الخسائر التي يتعرضون لها. لكن يجب الإشارة هنا إلى أنه هناك بعض العقود لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى ومن أشهرها العقود على مؤشرات السوق.

و 4. **حدود المتاجرة و المراكز:** و يقصد بها الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة، و التي يمكن أن تكون في حوزة مستثمر واحد، والهدف من ذلك هو محاولة الحد من التصرفات غير الأخلاقية التي قد يعهد إليها بعض المتعاملين، ويختلف العدد المحدد للمراكز باختلاف الأصل محل التعاقد. و 5. **نظام الهامش:** و هو نظام صارم يهدف لضمان نجاح سوق العقود المستقبلية، و تأمين وفاء جميع المتعاملين بالتزاماتهم، وذلك بتقديم ضمان نقدي معين يسمى الهامش، و هو يسري على جميع المتعاملين في السوق، سواء كانوا أطراف العقد (البائع والمشتري) أو السماسرة المتعاملين معهم⁽¹⁾. ولذلك نجد نوعين رئيسيين من أنواع الهامش هما⁽²⁾:

و 1.5. **الهامش الذي يقدمه كلا من مشتري و بائع العقد المستقبلي:** إن كلا من البائع والمشتري في العقد المستقبلي عليهما التزامات متقابلة، و أي تغيرات في الأسعار تكون في مصلحة طرف على حساب مصلحة الطرف الآخر، و يكون الضامن في هذه الحالة هم السماسرة، و هم الذين يتعرضون لخطر عدم وفاء أحد طرفي العقد بالتزاماته ، ونتيجة لهذا التخوف يطلب السماسرة من عملائهم ما يلي :

- **هامش مبدئي:** يحدده بيت المقاصة، و هو يتمثل في مبلغ نقدي أو ما يعادله من أوراق مالية على درجة عالية من السيولة مثل أذونات الخزنة، يودعها كل طرف لدى السمسار الذي يتعامل معه والذي لا بد أن يكون من أعضاء السوق، و ذلك لاستخدامها في تغطية

(1) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سابق ذكره، ص. 159.

(2) المرجع السابق، ص. 159-161.

الخسائر التي قد يتعرض له . و كون بيت المقاصة هو ال ذي يحدد نسبة الهامش فهذا لا يخل بحق السمسار في فرض هامش أعلى من الهامش الذي يقرره بيت المقاصة⁽¹⁾. وتجدر الإشارة إلى إن قيمة الهامش تتوقف على حجم العقد و حدود التقلبات السعرية السوقية المسموح بها، و هو ما يعني أن قيمة الهامش المبدئي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد، وتتراوح نسبته ما بين 15% إلى 5% من قيمة العقد⁽²⁾. و يحسب هذا الهامش عادة عن طريق إيجاد أقصى نسبة تقلبات سعرية يومية تسمح بها البورصة و هو ما يعرف بحدود التحركات السعرية اليومية مضروبة في قيمة العقود المبرمة. فإذا كانت حدود التقلبات السعرية اليومية 5%، و قيمة العقود المبرمة 100.000 دولار، فللهامش المبدئي هو $100.000 \times 5\% = \$5000$.

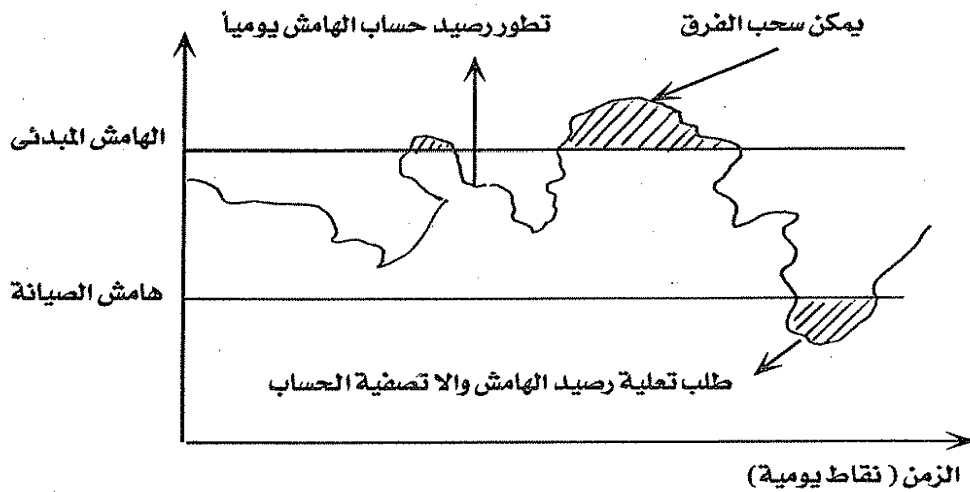
- **هامش الصيانة :** و يمثل الحد الأدنى الذي لا يجب أن يقل عنه الهامش المبدئي، و تتراوح نسبته ما بين 80% إلى 75% من قيمة الهامش المبدئي. و البورصات التي تسمح باستخدام هذا الهامش تهدف إلى توفير المرونة لتقلبات الأسعار لعملاء العقود المستقبلية بحيث لا يتم تغطية مراكزهم بصفة يومية، فالفرق بين الهامش المبدئي و هامش الصيانة يمثل المساحة المسموح بها لتقلبات الأسعار. أما البورصة التي لا تأخذ بهذا الهامش فهي لا تسمح بهبوط الهامش عن المستوى المحدد له، ولذلك يجب على العميل أن يحافظ بصورة دائمة على مستوى الهامش المبدئي كحد أدنى.
- **طلب تعليية رصيد الهامش:** إذا انخفض الهامش إلى مستوى أقل من هامش الصيانة فإن السمسار يطلب على الفور من العميل (البائع أو المشتري) أن يرفع رصيد الهامش إلى مستوى الهامش المبدئي و ذلك بسداد الفرق نقدا. و في حالة عدم استجابة العميل بسرعة لهذا الطلب فإن السمسار يقوم بتصفية حساب العميل حتى لا يتعرض لمخاطر عدم الوفاء بالتزاماته في العقد.

(3) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام تقنية التوريق و المشتقات المالية ج 2، مرجع سبق ذكره، ص.161،162.

(4) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره ، ص.75.

ويمكن توضيح العلاقة بين الهامش المبدئي و هامش الصيانة وطلب تعليية رصيد

الهامش من خلال التمثيل البياري التالي:



شكل رقم 04: العلاقة بين الهامش المبدئي و هامش الصيانة وطلب تعليية رصيد الهامش

المصدر : طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص.151.

وهكذا فإن نظام الهامش بالنسبة لطرفي العقد المستقبلي يقوم على العناصر التالية⁽¹⁾:

- تقديم كل من طرفي العقد هامش مبدئي كضمان لحسن النية.
- وضع نظام مراقبة يومي لتحركات أسعار الأصل محل العقد و إجراء تسويات يومية لمراكز طرفي العقد لإظهار الصورة واضحة .
- وضع حد أدنى لمستوى الهامش المبدئي ويسمى هامش الصيانة .
- وضع نظام لطلب تعليية رصيد الهامش إذا انخفض في هامش الصيانة، و إعطاء السمسار الحق في تصفية الحساب دون استشارة المتعامل إذا لم يمتثل لطلب تعليية رصيد الهامش .
- إعطاء الحق للمستثمر في سحب الرصيد الذي يزيد عن الهامش المبدئي .
- إمكانية استرداد الهامش المبدئي بالكامل عند تنفيذ العقد المستقبلي في تاريخ استحقاقه⁽²⁾.

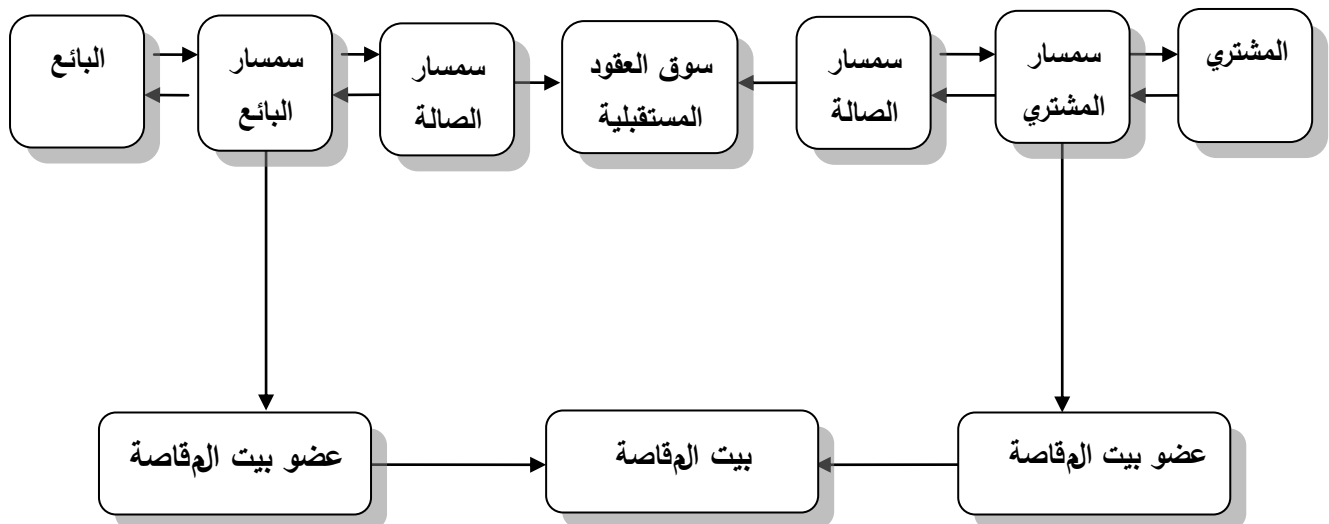
(1) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 151، 150.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.75.

و.2.5. الهامش الذي يقدمه السماسرة و أعضاء الفرقة إلى غرفة المقاصة: حيث أن غرفة المقاصة تتعامل مع الكثير من السماسرة و الوسطاء، و يمكن أن نتعرض لمخاطر كبيرة وفقا للنظام السوقي القائم في العقود المستقبلية، فهي تمثل البائع لكل مشتري والمشتري لكل بائع، و ذلك لجميع عمليات المقاصة اليومية التي يقوم بها السماسرة (أعضاء الغرفة)، و مثلما يحصل السمسار على هامش مبدئي من عملاء العقود المستقبلية لتأمين التقاص و الوفاء بالالتزامات فإن غرفة المقاصة تحصل بدورها على هامش لتأمين وفاء السماسرة بالتزاماتهم، و يعرف هذا الهامش بهامش التصفية أو المقاصة، و يتحدد هذا الهامش على ضوء الهوامش المبدئية وعدد العقود التي تكون لدى السمسار .

ويمكن توضيح الآلية التي يتم بها التعامل في سوق العقود المستقبلية من خلال المخطط

الموالي:



شكل رقم 05: آلية التعامل في سوق العقود المستقبلية

المصدر : محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص.379.

5 - مزايا و عيوب العقود المستقبلية:

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

جدول رقم 03: مزايا و عيوب العقود المستقبلية

المزايا	العيوب
- العقود المستقبلية هي عقود نمطية مما يسهل تداولها في الأسواق المنظمة .	- وجود متطلبات الهامش .
- أسواق المستقبلية تتمتع بالسيولة العالية مما يمكن من بيع العقود بسهولة و دون خسائر كبيرة .	- محدودية ساعات التعامل في السوق النظامية التي يقتصر بيع و شراء المستقبلية فيها ، ومن ثم فإن التعامل سيكون محدود بأعضاء السوق فقط .
- إمكانية فتح و غلق المراكز بسهولة .	- فرض حدود دنيا و عليا لأسعار العقود يؤدي إلى صعوبة التسجيل و البيع في المدى القصير .
- وجود غرفة المقاصة يقلل من المخاطر الائتمانية .	- لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد ، كونها عقود نمطية و محددة الشروط من طرف البوصة (1)

المصدر : هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 69،68.

6 -الإختلافات بين العقود المستقبلية و العقود الآجلة:

بالرغم من التقارب الكبير بين العقود المستقبلية و العقود الآجلة إلا أن هناك اختلافات جوهرية بينهما، يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي :

(1) طارق عبد العال جمال ، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 144 .

جدول رقم 04: الاختلافات بين العقود المستقبلية و العقود الآجلة

وجه الاختلاف	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
طبيعة العقد	- عقود غير نمطية يحدد شروطها طرفي العقد. - عقود شخصية، يتم التوصل إليها بالتفاوض بين الطرفين.	- عقود نمطية، موحدة من حيث الشروط، وتحدد البورصة . - عقود غير شخصية .
أسواقها	- يتم تداولها في أسواق غير منظمة. - ليس لديها سوق ثانوي مما يجعلها صعبة التداول.	- يتم تداولها في أسواق منظمة. - لها سوق ثانوي مما يجعلها تتمتع بسيولة كبيرة
تسوية العقد	- لا يمكن تسوية العقد قبل تاريخ استحقاقه إلا بموافقة كلا طرفي العقد.	- يمكن تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق من خلال غرفة المقاصة.
تسليم الأصل	- يتم تسليم الأصل بعد انتهاء العقد.	- غالبا ما لا يتم تسليم الأصل بعد انتهاء العقد، و تدل الإحصائيات أن حوالي 3% فقط من العقود المستقبلية يتم إنهاؤها بتسليم الأصل.
السعر	- يظل السعر ثابتا خلال فترة العقد و يتم دفع المبلغ الإجمالي في نهاية العقد.	- يتم تعديل السعر بصفة مستمرة بحسب تغيرات سعر الأصل محل التعاقد.
الضمانات	- لا توجد ضمانات فعلية، إلا النوايا و الملاءة التي يتمتع بها طرفي العقد، مما يجعلها تنطوي على مخاطر ائتمانية كبيرة.	- الضمان هو وجود غرفة المقاصة التي تعتبر البائع لكل مشتري و المشتري لكل بائع، مما يجعلها تنطوي على مخاطر ائتمانية أقل.
الهامش	- لا توجد متطلبات للهامش المبدئي، خاصة لعدم مراقبة التحركات السعرية بصورة يومية.	- يتم فرض هامش مبدئي على كلا الطرفين، وهو هامش متحرك يعكس تحركات الأسعار.
المضاربون	- لا يوجد فيها مضاربون.	- فيها مضاربون يمكنهم اقتناص الفرص لتحقيق الأرباح .
الأرباح والخسائر	- يتحقق الربح و الخسارة عند تنفيذ العقد.	- يتحقق الربح و الخسارة يوميا عند ارتفاع وانخفاض الأسعار .

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على: طارق عبد العال، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص.ص.112-114.
هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.83.

المطلب الثالث : عقود الخيارات

تمثل الخيارات Options إحدى أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، و هي تعتبر بديل عن المتاجرة المباشرة، فعندما يقوم المستثمر بشراء أوراق مالية يسجل رسميا بأنه مالك لها ويخول له ذلك التمتع بجميع الحقوق. ولكن المستثمر الذي يشتري الخيارات لا يمتلك شيئاً محدداً سوى حق يخول له شراء أو بيع أوراق مالية معينة في تاريخ لاحق، ولهذا تتجسد حقيقة الخيارات كونها أدوات تعاقدية بين طرفين لقاء سعر وتاريخ محددتين. و سنحاول خلال هذا المطلب التعرف على الخيارات بالتفصيل.

1 تعريف عقود الخيارات و أركانها :

الخيارات في اللغة جمع خيار . و الخيار اسم مشتق من اختيار، و الاختيار يعني الاصطفاء وطلب خير الأمرين، و خير بين الشيئين أي فوض إليه الخيار⁽¹⁾. أما في الأدبيات المالية و الاقتصادية المعاصرة فالخيار يتلاءم مع ما تناولته اللغة، حيث يعرف بأنه "اتفاق تعاقدي خاص، يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع الموجودات بسعر ثابت و في أي وقت و قبل التاريخ المعطى"⁽²⁾.

و هو كذلك "عقد يعطي لحاملة الحق في الاختيار، و ليس الالتزام، في شراء أو بيع أصل مالي محدد خلال فترة معينة، و نظراً لأن مشتري هذا الاختيار له الحق في تنفيذه من عدمه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق و هو محرر الاختيار مكافأة غير قابلة للرد تسمى ثمن الخيار أو العلاوة تدفع عند التعاقد و لا تعتبر جزء من قيمة العقد"⁽³⁾.

كما يعرف الخيار بأنه "حق شراء أو بيع سلعة ما في تاريخ محدد بسعر متفق عليه سلفاً، و لا يترتب على مشتري الخيار التزام بيع أو شراء و إنما مجرد حق يستطيع أن يمارسه أو يتركه، و يصبح المضارب مالكا للخيار بمجرد دفع قيمته، فالاختيار اتفاق بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول (البائع)

(1) محمد بن أبي بكر الرازي، مختار الصحاح، بيروت، طباعة دار الكتاب العربي، 1981، ص.195،194.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.94.

3) J.boissonnade,les option : concept et applications, edition ESKA ;paris,1997,p13

أن يعطى للطرف الثاني (المشتري) الحق و ليس الإلجار لشراء أو بىع أدوات مالية أو سلع حسب شروط منصوص عليها فى العقد" (1).

و من التعاريف المقدمة يمكن التوصل إلى أن الخيارات ما هى إلا شكل من أشكال السوق الآجل والمستقبلى، لكن مع اختلاف جوهري، يتمثل فى أن المشتري يكسب الحق و ليس الالتزام فى التنفيذ أو عدم التنفيذ.

و عقد الخيار يتضمن مجموعة من الأركان تتمثل فى (2):

- أ. **مشتري الحق:** و هو الشخص الذى يقوم بشراء حق الخيار ، خيار البىع أو خيار الشراء ، من محرر العقد، و يدفع مقابل ذلك مبلغا يتفق عليه كمكافأة أو تعويض للطرف الثاني (المحرر) . ومشتري الحق هو الذى يملك الحق فى التنفيذ أو عدم تنفيذ العقد.
- ب. **محرر الحق:** وهو الشخص الذى يقوم بتحرير الحق لصالح المشتري، مقابل المكافأة و يجب عليه التنفيذ إذا رغب المشتري فى ذلك.
- ج. **سعر التنفيذ:** وهو السعر الذى يتم تحديده للأصل عند إبرام العقد، و يتم التنفيذ على أساسه.
- د. **تارىخ الانتهاء أو التنفيذ:** وهو التارىخ الذى يتم فيه تنفيذ العقد .
- هـ. **المكافأة أو العلاوة:** هو المبلغ المتفق على دفعه من مشتري حق الخيار أى محرره كتعويض عن الحق المكتسب فى التنفيذ أو عدم التنفيذ.

2 أسواق الخيارات

إن أسواق عقود الخيارات تقسم إلى أسواق منظمة و أخرى غير منظمة، و يمكن التعرف عليها من خلال ما يلى:

2-1- نشأة و تطور أسواق الخيارات

ترجع البداية الأولى للتعامل فى عقود الاختيار إلى دولة الإغريق القديمة ، 550 سنة قبل الميلاد، وإلى الفيلسوف الرياضى الفلكى اليونانى طاليس الذى تنبأ بأن بلاده سوف تشهد ندرة فى ثمار الزيتون،

(1) على محى الدين القره داغى، الإختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامى، الدورة السابعة، الجزء الأول، 1992، ص.172.

(2) محمد صالح الحناوى ، مرجع سبق ذكره ، ص.332،333.

فقام بشراء عقود تعطيه الحق في شراء ثمار الزيتون في تاريخ معين بسعر محدد مسبقاً . بعد ذلك بدأ الفينيقيون والرومانيون، 46 سنة قبل الميلاد، يتعاملون في عدة عقود بشروط مشابهة إلى حد كبير لعقود الاختيار الحالية.

وفي العصور الوسطى كانت المضاربات على بصيلات النباتات ذات الفصائل الزئبقية أمراً معتاداً، فقد ارتفعت أسعار شجيرات وبصيلات هذه النباتات، ولم تكن تتوقف عن الصعود، الأمر الذي زاد من حدة المضاربة عليها، فأنشئت سوقاً ثانوية نشطة لعقود خيارات الشراء على شجيرات وبصيلات نبات التيوليب. في هولندا عام 1634م. ومع نهاية القرن السابع عشر و بداية القرن الثامن عشر أنشئت سوق للخيارات في إنجلترا، إلا إنه بنشوب الحرب، وانهيار شركة " South Sea Company " لم تعد عقود المشتقات تحظى بالقبول وصارت غير مشروعة ، واستمر الأمر على هذا النحو قرابة مائة عام. وبدأت عقود الاختيار في الظهور في الولايات المتحدة الأمريكية خلال القرن الثامن عشر ، وكان يطلق عليها في ذلك الحين عقود الامتياز. ومع نهاية القرن التاسع عشر قام "راسيل ساج" المؤسس الحقيقي لتلك المعاملات بإنشاء سوق غير رسمية للخيارات. وفي عام 1934 صدر قانون يسمح بالتعامل في الخيارات ولكنها كانت تخضع لنظم ولوائح لجنة البورصة والأوراق المالية Exchange Commission and Securities (ECS)، إلا أن سوق الخيارات لم تجد في البداية إقبالاً بسبب بعض القيود، والتي اعتبرت من العيوب أو النقائص في السوق ومنها أن هذه العقود لم تكن نمطية، وكانت غير قابلة للتحويل وكانت تقتضي التسليم الفعلي، وأنها تفتقر إلى الضمان كما كانت تفتقد صانع السوق.

و لتفادي هذه النقائص قامت بورصة شيكاغو للتجارة، وهي أقدم وأكبر بورصة للتجارة في عقود السلع المستقبلية، بتأسيس بورصة للتعامل في خيارات الشراء على الأسهم فقط و ذلك في 26 أبريل 1973 و لم يبدأ التعامل بعقود خيارات البيع إلا بعد جوان 1977م. ومنذ ذلك الحين فان العديد من البورصات (وأغلبها من بورصات التجارة في السلع المستقبلية) بدأت التعامل في عقود الخيارات.⁽¹⁾ و لم يبقى التعامل بالخيارات يخض الأسهم فقط بل تطور ليغطي بقية المجالات ، فأصبح بوسع المتعاملين في هذه الأسواق التعامل في عقود الاختيار على مؤشرات الأسهم، والمعادن الثمينة والسلع الزراعية والأوراق المالية الأخرى من سندات وغيرها.

1) http://ar.wikipedia.org/ The_history_of_Options , en 14/05/2011.

ونتيجة للنجاح الذي حققته سوق شيكاغو لتداول الخيارات فقد تم تأسيس أسواق متماثلة في مراكز مالية دولية مختلفة منها: السوق الأوروبي الأول في 4 أبريل 1978، سوق لندن في 21 أبريل 1978، وسوق باريس في 10 سبتمبر 1987، إضافة إلى أسواق كندا، أستراليا ومدريد،... إلخ⁽¹⁾.

2-2- أنواع أسواق الخيارات:

إذا كانت العقود الآجلة و العقود المستقبلية يتم تداول كلا منها في نوع محدد من الأسواق، فعقود الخيارات يتم تداولها في نوعين من الأسواق هما:

أ. **الأسواق الموازية أو غير المنظمة:** تعرف كذلك بسوق التعامل على المنضدة، ويجري فيها التعامل من خلال مكاتب التجار وبيوت السمسرة، و هي السوق الأولى للخيارات، العقود فيها غير منظمة، حيث يتم التوصل إليها من خلال التفاوض الذي يتم بين الطرفين بواسطة التاجر أو السمسار، وهذا ما جعل هذه العقود شخصية يصعب بيعها دون التنازل عن جزء (قد يكون كبير) من قيمتها، و أحيانا يستحيل بيعها لأن بنود العقد قد لا تلاءم سوى الطرفين الأصليين، و لهذا فإن الخيارات في هذه الأسواق تعاني من ضعف السيولة و التي تعتبر الثمن الذي يدفعه المستثمر المتعامل في هذه السوق، أما الثمن الذي يدفعه السوق نفسه فهو انصراف المستثمرين عنه⁽²⁾.

ب. **الأسواق المنظمة:** لتفادي الصعوبات والنقائص التي تعاني منها الأسواق الموازية، تم إنشاء أسواق منظمة للخيارات، وهي أسواق مركزية لها مكان محدد يجري فيه التعامل، و أولها سوق شيكاغو للخيارات في أبريل 1973م. لقد عملت هذه السوق منذ إنشائها على إدخال تعديلات جوهرية على الأسس التي يقوم عليها التعامل في السوق غير المنظمة، وذلك بهدف تحسين سيولة الخيار وتسهيل التعامل به، مما يمكن حامل الخيار من سرعة التصرف فيه دون أن تتأثر قيمته السوقية بشكل كبير⁽³⁾، و من أهم هذه التعديلات⁽⁴⁾:

1) MONDHER BELLALAH et YVES SIMON, opcit, pp.12,13.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق ذكره، ص.183.

(3) المرجع السابق، ص.182-184.

(4) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق ذكره، ص.599,600.

ب.1. **التعديلات في شروط التعاقد** : إن الهدف الأساسي من هذه التعديلات هو إلغاء سمة الشخصية من العقود، و ذلك لزيادة سيولتها، و قد ركزت بورصة شيكاغو على ترميط شرطين أساسيين هما:

- **ترميم تواريل الاستحقاق (تاريخ التنفيذ)**: حيث تم تحديد تواريل التنفيذ لأي خيار على أساس دورة ربع سنوية، وكل خيار جديد يطرحه السوق فهو ينتمي إلى واحدة من الدورات الثلاثة التالية⁽¹⁾:

- **الدورة الأولى**: و تستحق الخيارات فيها في: جانفي، أفريل، جويلية، أكتوبر.

- **الدورة الثانية**: و تستحق الخيارات فيها في: فيفري، ماي، أوت، نوفمبر.

- **الدورة الثالثة**: و تستحق الخيارات فيها في: مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر.

- **ترميم أسعار التنفيذ**: حيث جعلت سعر التنفيذ هو سعر السهم في السوق مقربا بمضاعف قدره 5 للسهم الذي قيمته أقل من 100 \$، ومقربا بمضاعف قدره 10 للسهم الذي تزيد قيمة عن 100\$.

ب.2. **تحديد المسؤولية عن الصفات**: حيث قامت بورصة شيكاغو بإنشاء مؤسسة تتولى عملية إصدار الخيارات و تكون مسؤولة عن أي خيار يتم تداوله في السوق المنظمة، و هي مؤسسة تسوية أو تصفية الخيارات . تعمل هذه المؤسسة كوسيط بين طرفي العقد، فتضمن لكل طرف وفاء الطرف الآخر بالتزاماته، أي أنها أصبحت تعمل كمشتري لكل بائع و كبائع لكل مشتري.

2 3 تنظيم أسواق الخيارات :

هناك مجموعة من الأطراف مسؤولة عن تنظيم التداول في سوق الخيارات، و تتمثل في⁽²⁾:

أ. **لجنة الأوراق المالية والبورصة**: وهي لجنة مسؤولة عن تنظيم التعامل في الأسواق الحاضرة، وفي نفس الوقت مسؤولة عن تنظيم عقود الخيارات على الأسهم الفردية، العقود على مؤشرات الأسهم، والعقود على العملات.

(1) هاشم فوزي دباس العيادي، مرجع سابق ذكره، ص.184.

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر: الخيارات المالية ج 3، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2088، ص.62.

ب. لجنة التعامل فى العقود المستقبلية على السلع : يقع على عاتقها تنظيم التعامل فى عقود الخيارات على العقود المستقبلية.

ج. مؤسسة التسوية والإتحاد الأهلى لتجار الأوراق المالية : تقع على هذه الجهات مسؤولية وضع التشريعات المنظمة للعمل، وتلك التى تساهم فى الحد من التصرفات التى من شأنها أن تؤثر على ثقة المتعاملين فى السوق، فضلا عن مسؤوليتها عن مراجعة مشروعات العقود الجديدة، مراجعة شروط التعاقد، حدود المراكز ... إلخ.

4 2 المتعاملون فى أسواق الخيارات:

إن التعامل فى سوق الخيارات غير متاح للجميع، إذ يقتصر على أطراف محددة تتمثل فى (1):

أ. **سماسرة الصالة** : يقومون بتنفيذ الأوامر لصالح عملاء بيوت السمسرة، وقد يعمل السمسار لحساب بيت سمسرة واحد، وهو البيت الذى يدفع له رسوم شراء مق ع فى البورصة، كما قد يدفع السمسار قيمة الرسم من أمواله الخاصة وبالتالي يكون له الحق فى تقديم الخدمة لأى بيت من بيوت السمسرة.

ب. **تجار الصالة**: يتعاملون لحسابهم الخاص فقط، فيعملون على اغتنام فرص وجود عقود تتداول بسعر أكبر أو اقل مما يجب أن يكون عليه.

ج. **تجار الخيار المسجلين**: يتعاملون لحسابهم الخاص، كما يمكنهم أن يمارسوا دور السمسار.

د. **مسؤولى دفتر الأوامر أو سماسرة البورصة**: وهم لا ينفذون عمليات البيع والشراء لحسابهم الخاص، بل تتلخص وظيفتهم فى مقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع، مع تدوين المعلومات فى دفتر الأوامر الذى يمكن للجميع الإطلاع عليه، وذلك من خلال شاشة تلفزيونية تعطي معلومات عن آخر صفقة، آخر سعر بيع للعقد، و الأوامر المحددة فى الدفتر و التى لم يتم تنفيذها بعد.

هـ. **صانع السوق**: و هو يعمل بصورة دائمة على تنفيذ أوامر البيع و الشراء لحسابه الخاص وفقا للأسعار المعلنة، و لا يسمح له بتنفيذ أوامر لجمهور المستثمرين على عقود الخيارات المخصصة له، حيث أن تعامله يكون أساسا مع سماسرة الصالة، كما يسمح له بالإطلاع على دفتر الأوامر لكي يحدد الهامش بين سعر الشراء و سعر البيع.

(1) المرجع السابق، ص.ص. 52-58.

والهدف الأساسى لصانع السوق هو أداء وظيفته بما يضمن توفير سوق يتسم بالانتظام والعدالة، و هو ما يتطلب منه الاحتفاظ بمخزون من كافة العقود حتى يتمكن من تلبية أوامر الشراء من جهة، و الاحتفاظ بقدر ملائم من السيولة تكفى للإجابة لأوامر البيع من جهة أخرى، وقد يكون في السوق الواحد أكثر من صانع سوق.

و. **المتخصص:** و هو يتعامل في عقود على أسهم محددة، فيقوم بوظيفة سمسار الصالة و صانع السوق، و هذا ما يعطيه مركزا احتكاريا في السوق، فهو يعتبر الشخص الوحيد الذي تتوفر لديه معلومات عن حجم الأوامر المحدد على العقود التي يتعامل فيها، كما أنه الشخص الوحيد الذي تباع له و تشتري منه تلك الأسهم في السوق.

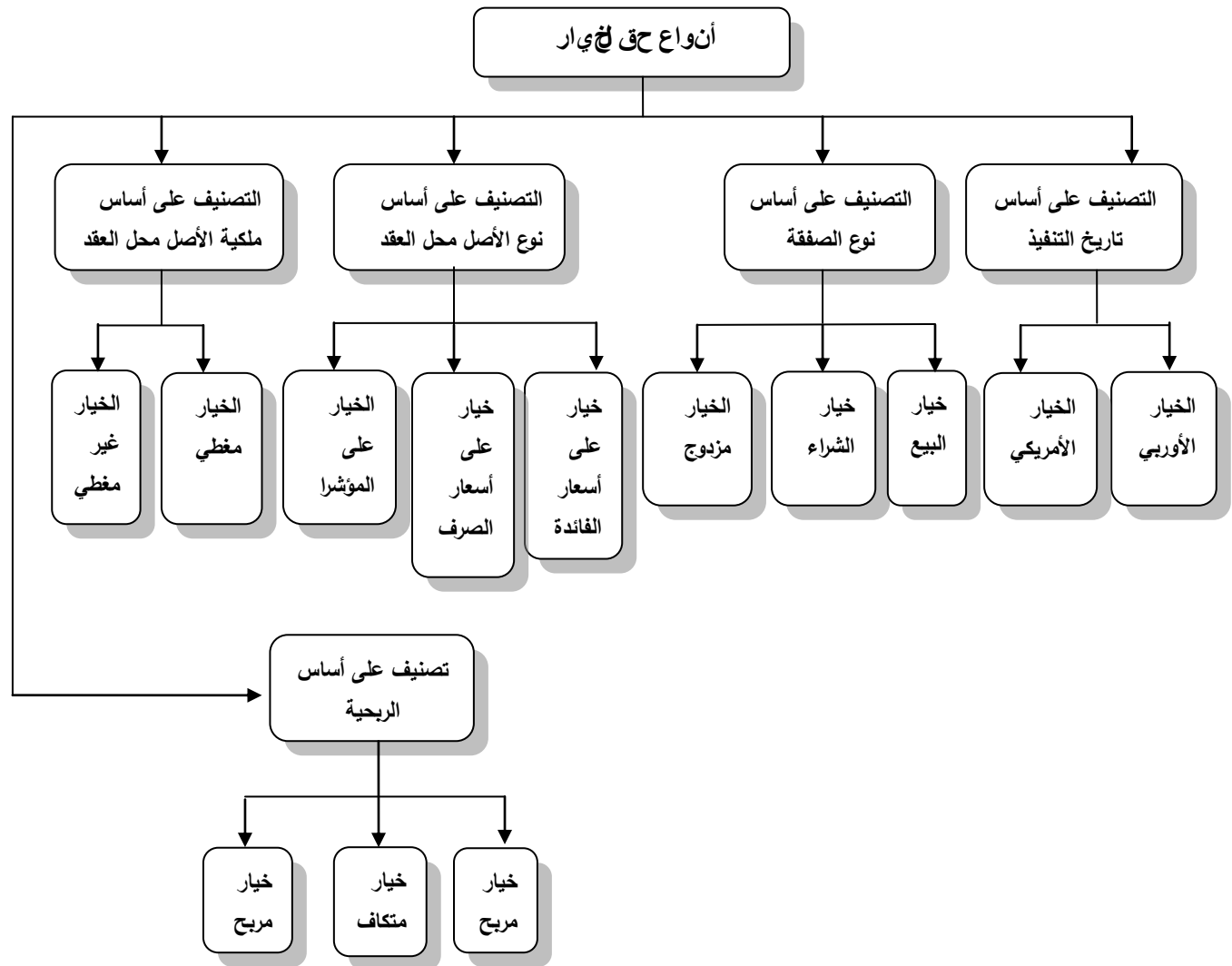
ولذلك فإنه نادرا ما تعتمد الأسواق على المتخصص وغالبا ما تعتمد على صانع السوق وسمسار البورصة.

ي. **مؤسسة التسوية:** تعتبر عضو خارجي يلعب دورا فعالا في سوق الخيارات . فهي المسؤولة عن إصدار كافة عقود الخيارات في هذه الأسواق لكنها ليست المحرر الفعلي لها، بل هي كيان يوفر الثقة في التعامل على هذه العقود، فهي تقف بين طرفي العقد، فتكون بمثابة المحرر بالنسبة للمشتري، والمشتري بالنسبة للمحور (البائع)، فتصبح العلاقة غير مباشرة بينهما، مما يجعل مشتري العقد في أمان طالما أن المؤسسة حلت محل المحرر الاصلى (هي الضامن)، خاصة وأنه يغطي التزاماته بالكامل منذ لحظة التعاقد من خلال دفعه لقيمة المكافأة⁽¹⁾. و لذلك فالمؤسسة بدورها تؤمن مركزها من خلال فرض نظام الهامش على المحرر، فتلتزم هذا الأخير بوضع هامش مبدى لدى السمسار الذي يتعامل معه.

3 أنواع عقود الخيارات :

تتعدد أنواع عقود الخيارات و تصنف حسب عدة معايير . و الشكل الموالي يلخص أهم الأنواع وفق أهم التصنيفات:

(1) المرجع السابق، ص.53.



شكل رقم 06: أنواع الخيارات

المصدر: محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص.309.

3-1- التصنيف على أساس نوع الصفقة: يوجد حسب هذا التصنيف ثلاثة أنواع⁽¹⁾ :

- **عقد خيار الشراء:** يتيح هذا الخيار للمستثمر (المشتري حق الاختيار) الحق في شراء أصل معين بسعر محدد و في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها مشتري الخيار لمحضره مقابل ممارسته لهذا الحق.

(1) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، 2004، ص.310، 309.

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

3 2 -التصنيف على أساس تاريخ التنفيذ: و هناك نوعان⁽¹⁾ :

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

3 3 -التصنيف على أساس ملكية الأصل أو التغطية: حسب هذا التصنيف نجد⁽²⁾ :

- **عقد خيار مغطى:** و فيه يكون محرر العقد يمتلك الأصول موضوع العقد، أي أنه يستطيع أن يغطي التزامه إذا اختار المشتري تنفيذ العقد.
- **عقد خيار غير مغطى:** و هو عقد لا يمتلك فيه محرر العقد الأصل محل التعاقد، فإذا اختار المشتري تنفيذ العقد فانه يضطر لشراء الأصل من السوق.

3 4 -التصنيف على أساس الربحية:

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

(1) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص.46.

(3) المرجع السابق، ص.45.

جدول رقم 05: أنواع الخيارات على أساس الربحية

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

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص.46.

فحسب هذا الجدول يكون خيار الشراء مربحا عندما يكون سعر التنفيذ أقل من سعر السوق، ويكون غير مريح إذا كان سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق، أي لن يتم تنفيذ العقد في هذه الحالة، ويحدث العكس في حالة خيار البيع. أما بالنسبة لعقد الخيار المتكافئ فالوضع يكون نفسه سواء لخيار البيع أو الشراء، فلا بد أن يكون سعر التنفيذ مساويا لسعر السوق⁽¹⁾.

3 5 -التصنيف على أساس طبيعة الأصل محل التعاقد: و حسب هذا التصنيف نجد⁽²⁾ :

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

(1) المرجع السابق، ص.46،45.

(2) بن رجم محمد خميسي، مرجع سبق ذكره، ص.8.

إلى جانب هذه الأنواع هناك أنواع أخرى من عقود الخيارات وهي أنواع مستحدثة وأكثر تعقيدا منها: عقود الاختيارات الآجلة، المرئية، التفضيلية، التبادلية، الحدودية و الثنائية... الخ.

4 - خصائص عقود الخيارات :

- مهما كان نوع عقد الخيار، فهو يمتنع بمجموعة من الخصائص المشتركة، و المتمثلة فيها يلي (1) :
- أ. تتميز عقود الخيارات المتداولة في الأسواق المنظمة أنها عقود نمطية لا يمكن تغيير مواصفاتها من قبل طرفي العقد، وهذا التتميط يشمل حجم العقد، تاريخه وسعره و قيود التنفيذ، حدود المراكز، نظام الهامش، والتسوية اليومية، كما أن هذا التتميط أدى إلى تيسير التداول و توفير السيوالة للعقد مما أدى إلى السرعة في تنفيذ الأوامر وبتكلفة معاملات أقل(2).
- ب. عقد الخيار قابل للتداول، فيحق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية للأصل محل العقد، أي أن ثمن العقد ليس له علاقة مباشرة بثمن السلعة، وتتوقف قيمة عقد الخيار على قيمة الأصل الضمني، فتزداد قيمته بارتفاع قيمة الأصل وتنخفض بانخفاضها، هذا في حالة الشراء، أما في حالة البيع فيحدث العكس.
- ج. يمكن لصاحب عقد الخيار الاستفادة من سمة الرفع المالي من خلال دفع مكافأة قليلة نسبيا مقارنة بالقيمة السوقية للموجود الضمني بدلا من شرائه نقدا واستغلال المبلغ المتبقي باستثماره في مجالات أخرى يتوقع أن يحصل من خلالها على إيرادات مرتفعة(3).
- د. عقد الخيار غير ملزم لصاحبه، بل يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ونظير ممارسته لهذا الحق خلال مدة العقد فإنه يدفع مبلغ يسمى ثمن الخيار أو العلاوة أو المكافأة.
- هـ. يدفع ثمن الخيار للجهة التي حررت عقد الخيار والتزمت بتنفيذه عندما يرغب صاحب الحق في ممارسته لحقه، و بذلك يعتبر هذا الثمن مقابل للمخاطر التي يتحملها المحرر عندما يمارس المشتري حقه مهما كانت الظروف السائدة في السوق و التي يمكن أن تؤثر على سعر الأصل محل التعاقد.

(1) عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص. 440، 441.

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، الخيارات، ج 3، مرجع سبق ذكره، ص. 29.

(3) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص. 195.

- و. يتحدد سعر الخيار بناء على توازن قوى العرض والطلب، و هو يتكون من قيمتين⁽¹⁾ :
- **القيمة الذاتية** : و تعرف بالقيمة الفورية أو القيمة الحقيقية ، و تمثل بالنسبة لخيار الشراء الفرق بين السعر السوقى للسهم ، أي سعر الأصل محل العقد ، و سعر التنفيذ ، أي سعر الممارسة، أما بالنسبة لخيار البيع فهي تمثل الفرق بين سعر التنفيذ و السعر السوقى للسهم محل العقد.
 - في حالة خيار الشراء إذا كان سعر السهم أكبر من سعر التنفيذ تكون القيمة الذاتية للخيار موجبة وفي هذه الحالة يكون الخيار مربحا، أما إذا كان سعر السهم أقل من سعر التنفيذ أو مساويا له تكون لهذا الخيار قيمة ذاتية معدومة و يكون الخيار غير مربح أو متكافئ والعكس بالنسبة لخيار البيع.
 - **القيمة الزمنية**: تمثل الفرق بين سعر الخيار أو العلاوة والقيمة الذاتية. و تكون هذه القيمة عظمى عندما يتساوى سعر التنفيذ مع السعر السوقى للسهم ، و هذا في حالتي خيار البيع وخيار الشراء ، أي أنها تكون مساوية للعلامة، و تتناقص القيمة الزمنية للخيار مع اقتراب موعد انتهاء صلاحية العقد إلى أن تصبح مساوية للصفر في نهاية المدة.
 - لكن في الواقع لا يمكن أبدا أن تتخفف علاوة خيار البيع أو خيار الشراء عن القيمة الذاتية، لأن المضاربين في السوق والذين يراقبون أسعار الخيارات بحثا عن الفروق السعرية سوف يشترون تلك الحقوق (الخيارات) و يمارسونها، فيكسبون بذلك عوائد عديمة المخاطر.
 - ي. يتأثر سعر الخيار بمجموعة من العوامل يمكن توضيحها في النقاط التالية⁽²⁾:
 - **القيمة السوقية للسهم** : إن لمستوى السعر السوقى للسهم تأثير مباشر على القيمة الذاتية للخيار، حيث أن أي زيادة في سعر السهم لها تأثير موجب على القيمة الذاتية لخيار الشراء ولها تأثير سلبي على القيمة الذاتية لخيار البيع⁽³⁾، و بالتالي فإن ارتفاع القيمة السوقية للسهم في السوق الحاضر سوف تؤدي إلى ارتفاع سعر خيار الشراء، فالمشتري يكون مستعد لدفع علاوة أكبر للحصول على هذا الخيار، و ذلك لزيادة احتمال تنفيذه وتحقيق الأرباح، و العكس في حالة خيار البيع الذي سوف تتخفف طلبات الشراء عليه.

(1) طارق عبد العال عماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 81-83.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق ذكره، ص.ص. 183-197.

(3) عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص. 466.

- **سعر التنفيذ:** لهذا العامل أيضا تأثير مباشر على القيمة الذاتية للخيار، حيث أنه في حالة الشراء يكون الخيار ذو سعر التنفيذ المنخفض أكبر تكلفة من خيار الشراء ذو سعر التنفيذ المرتفع، أي أن زيادة سعر التنفيذ تؤدي إلى انخفاض القيمة الذاتية للخيار، و العكس بالنسبة لخيار البيع. ومنه فإن العلاقة بين سعر التنفيذ وسعر الخيار هي علاقة عكسية⁽¹⁾.
- كما أن للعلاقة بين سعر التنفيذ و القيمة السوقية للسهم تأثير على سعر الخيار ، فكلما زاد سعر التنفيذ مقارنة بالقيمة السوقية للموجود الضمني فإن ذلك يعني إمكانية تحقيق خسارة أكبر لمشتري خيار الشراء و تقليص احتمالات تحقيق الربح إذا ما قام بتنفيذه، و عليه فإنه لن يكون راغبا في دفع سعر مرتفع لهذا النوع من الخيارات، أما بالنسبة لمشتري خيار البيع فإن العلاقة تكون طردية بين سعر التنفيذ و سعر الخيار، إذ أن ارتفاع سعر التنفيذ يعني أن هناك إمكانية لتحقيق الربح المرتفع إذا ما تم تنفيذ الخيار، و عليه فإن مشتري خيار البيع سيكون مستعدا لدفع سعر مرتفع (أعلى) مقابل إمكانية تحقيق هذا الربح.
- **درجة تقلب سعر السهم:** إن التقلبات الكبيرة في سعر السهم تعني وجود فرصة أفضل أمام المشتري لتنفيذ الخيار و تحقيق أرباح على حساب المحرر، مما يجعل هذا الأخير يطلب مكافأة أكبر على الخيارات المبرمة على هذه الأسهم لتعويضه عن مخاطر وجود فرصة لتنفيذ الاختيار.
- وهذا ينطبق على خيار الشراء كما ينطبق على خيار البيع، حيث أن التقلبات الشديدة في القيمة السوقية للسهم تزيد من احتمال أن تطرأ تغيرات و تتحقق توقعات المشتري، أي أن ترتفع القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ في حالة شراء خيار الشراء، أو أن تنخفض القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ في حالة شراء خيار البيع⁽²⁾.
- **تاريخ التنفيذ أو المدة المتبقية من حياة الخيار:** إن القيمة السوقية للعقد عادة ما تكون أعلى من قيمة العقد إذا تم تنفيذه قبل بلوغ تاريخ تنفيذه⁽³⁾، و عند بلوغ اليوم الأخير لصلاحية العقد يكون سعر التنفيذ مساويا للسعر السوقي، بمعنى أن القيمة الزمنية التي تمثل الفرق بين السعرين سوف تساوي الصفر، و حتى يكون للخيار قيمة زمنية لا بد أن تكون هناك فترة

(1) المرجع السابق، ص. 466، 467.

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشأة المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 580.

(3) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، الخيارات المالية، ج 3، مرجع سبق ذكره، ص. 96.

زمنية متبقية لبلوغ تاريخ انتهاء صلاحيته، و كلما زادت هذه الفترة كلما ارتفعت القيمة الزمنية للعقد و بالتالي ترتفع قيمته السوقية، فطول الفترة حتى تاريخ التنفيذ تعني فرصة أكبر لتحقيق توقعات المشتري لجني الأرباح، و لذلك يطلب المحرر سعر أكبر يعوضه عن المخاطر الناتجة عن تنفيذ العقد.

- **العرض والطلب:** بعد عقد الخيار سلعة يمكن بيعها و شراءها في السوق، و لذلك يكون لقوى العرض و الطلب تأثير واضح على سعر هذه السلعة، فكلما ازداد الطلب على عقد خيار ما ازداد سعره، وإذا ازداد المعروض منه انخفض سعره.

- **معدلات الفائدة:** كلما ارتفعت أسعار الفائدة يتعين أن يكون سعر الخيار كبيراً لتشجيع المستثمر على تحرير الخيار و تقبل تحمل المخاطر، لأن ارتفاع معدلات الفائدة يعنى ارتفاع المخاطر.

ومن خلال المقارنة بين سعر خيار الشراء و سعر خيار البيع في ظل أسعار فائدة مرتفعة نتوصل إلى أن سعر خيار الشراء يكون أكبر من سعر خيار البيع، ذلك لأن خيار البيع لا يتطلب من المحرر امتلاك الأصل محل العقد من جهة، و من جهة أخرى فإنه يمكنه الحصول على عائد مرتفع من خلال استثمار سعر الخيار في ظل ارتفاع أسعار الفائدة، مما يجعله يقبل بسعر خيار أصغر⁽¹⁾.

كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يعني أن تكلفة الشراء تصبح أكثر مما يعني ارتفاع أسعار خيار الشراء و انخفاض أسعار خيار البيع⁽²⁾.

- **التوزيعات النقدية:** عندما يقرر مجلس الإدارة إجراء توزيعات نقدية في تاريخ معين، و إذا ما اشترى المستثمر السهم في اليوم الموالي لذلك التاريخ فلن يكون من حقه المطالبة بتلك التوزيعات، غير أنه سيدفع في شرائه مبلغاً يقل عن قيمته السوقية قبل ذلك اليوم، و هذا الانخفاض في القيمة السوقية للسهم يتوقع أن يصاحبه انخفاض سعر الخيار المطلوب في حالة خيار الشراء، و ذلك لأن انخفاض القيمة السوقية يعني انخفاض احتمال تنفيذ الخيار وبالتالي انخفاض المخاطر التي قد يتعرض لها المحرر فلا يطلب سعر كبير، و العكس في حالة خيار البيع.

(1) المرجع السابق، ص. 97.

(2) عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص. 468.

و منه فالتوزيعات المرتفعة تؤدي إلى تخفيض أسعار خيارات الشراء بينما تؤدي إلى

ارتفاع أسعار خيارات البيع.

بناء على ما تقدم يمكن تلخيص اتجاه تأثير مختلف هذه العوامل على خيارى البيع

والشراء فى الجدول الموالى:

جدول رقم 06: اتجاه تأثير العوامل المؤثرة على سعر خيارى البيع والشراء

العوامل المؤثرة على سعر الخيار	اتجاه التأثير على سعر خيار الشراء	اتجاه التأثير على سعر خيار البيع
1 السعر السوقي للسهم	+	-
2 سعر التنفيذ	-	+
3 تقلب أسعار السهم	+	+
4 تاريخ التنفيذ	+	+
5 العرض	-	-
6 الطلب	+	+
7 معدلات الفائدة	+	-
8 التوزيعات النقدية	-	+

المصدر: منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشأة المالية، مرجع سبق ذكره، ص.574.

(+): تعنى وجود علاقة طردية بين نوع الخيار و العامل المؤثر فى سعره.

(-): تعنى وجود علاقة عكسية بين نوع الخيار و العامل المؤثر فى سعره.

هـ. تمتاز عقود الخيار بأنها معروفة الخسارة مسبقا بالنسبة للمشتري، فأقصى ما يمكنه خسارته هو

الثلن الذى دفعه لممارسة حق الخيار إذا لم ينفذ العقد، أما المحرر فخسارته غير محددة.

و هنا تجدر الإشارة إلى أنه في عقد الخيار دائما يكون طرف رابح وطرف آخر خاسر، والأرباح تكون مساوية للخسائر سواء في حالة التنفيذ أو عدم التنفيذ، و يتم حساب المكاسب أو الخسائر التي يمكن أن يحققها حامل العقد في حالة تنفيذه من خلال الصيغة التالية⁽¹⁾:

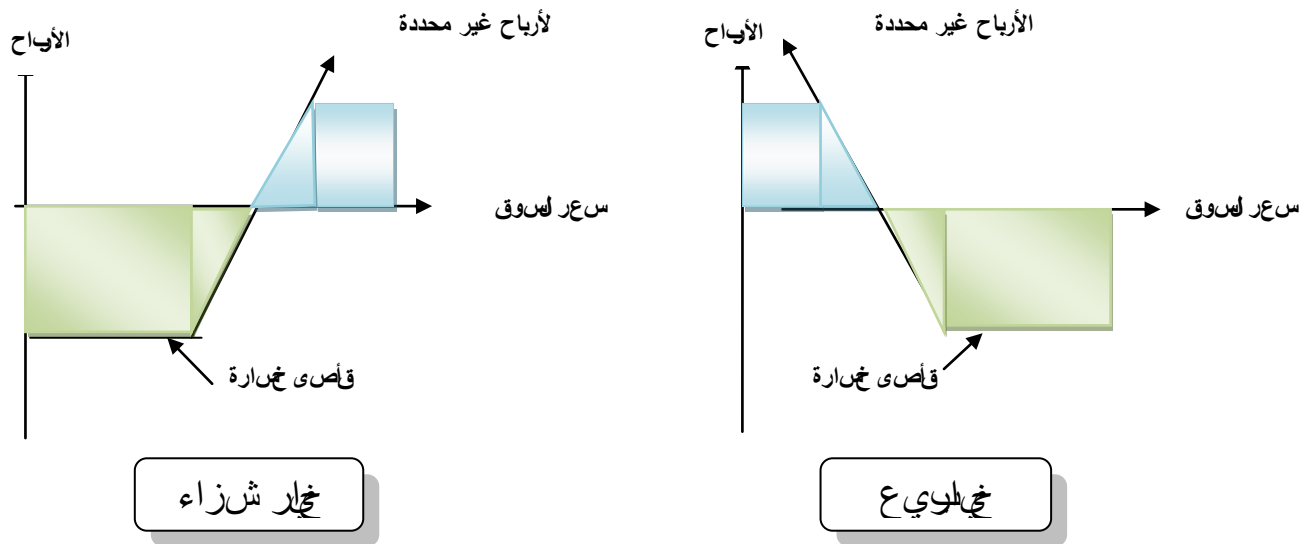
- حالة شراء خيار شراء:

عدد أس هم (نأس عن سلى قى نىس هم - س عن زى قى نى ذ) - ل ل ه ف آة (أو ث من ل ش ز لى ع ق د)

- حالة شراء خيار البيع:

عدد أس هم (نأس عن سلى قى نىس هم) - ث من ل ش ز لى ع ق د

و يمكن توضيح أرباح و خسائر كل طرف في عقد الخيار من خلال المخطط التالي:



شكل رقم 07: الربح و الخسارة في حالتى خيار البيع وخيار الشراء

المصدر : عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ورجع سبق ذكره، ص 445، 456.

(1) زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 94.

5 - أوجه التشابه و الاختلاف بين عقود الخيارات و العقود المستقبلية:

من خلال العرض السابق يمكن استنتاج أن هناك نقاط تشابه و اختلاف بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية يمكن توضيح أهمها فيما يلي⁽¹⁾:

5-1- أوجه التشابه: تتشابه عقود الخيارات مع العقود المستقبلية في النقاط التالية :

- كلا العقدين يغطيان فترة زمنية مستقبلية .
- يعطيان لحاملهما الحق في الشراء و بيع الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يحدد في تاريخ التعاقد.
- قيمة العقدين لا تظهر إلا في تاريخ التنفيذ .
- التعامل في سوق الخيارات و سوق العقود المستقبلية ينطوي على درجة عالية من الرفع المالي .

5 3 - أوجه الاختلاف : بالرغم من تشابه بين عقود الخيارات و العقود المستقبلية، إلا أن هناك أوجه اختلاف بينهما يمكن توضيحها في الجدول التالي :

جدول رقم 07: أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية و عقود الخيارات

عقود الخيارات	العقود المستقبلية
- يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذ	- العقود المستقبلية تلزم كلا الطرفين بتنفيذ العقد في التاريخ المتفق عليه .
- تقتصر خسارة المشتري على قيمة المكافئة المدفوعة للمحرر .	- خسارة المشتري قد تمتد لتشمل القيمة الكلية للعقد
- لا يحق للمشتري استرداد قيمة المكافئة المدفوعة للمحرر عند التعاقد	- يمكن للمستثمر استرداد الهامش المبدئي بالكامل إذا لم يتعرض صاحبه للخسارة .

المصدر : هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.100.

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.99.

المطلب الرابع : عقود المبادلات

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

1 مفهوم عقود المبادلات:

تعرف عقود المبادلات على أنها "سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية قد تكون (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية، الخ.)"⁽¹⁾. كما تعرف بأنها "لتزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفقات النقدية أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد"⁽²⁾. و تعرف أيضا بأنها: "اتفاقية بين طرفين أو أكثر لتبادل مجموعة من التدفقات خلال فترة زمنية معينة في المستقبل"⁽³⁾.

من خلال هذه التعاريف يمكننا التوصل إلى أن عقد المبادلة هو عقد ملزم للطرفين على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، و يضاف إلى ذلك أن عقود المبادلة لا تتم تسويتها دفعة واحدة كما هو الحال في العقود الآجلة⁽⁴⁾.

2 -نشأة و خصائص أسواق عقود المبادلات:

تعود نشأة أسواق عقود المبادلات ، المعروفة حاليا ، إلى نهاية السبعينات من القرن الماضي ، عندما طور المتعاملون بالعملات ما يعرف الآن بمبادلة العملات، و ذلك للتخلص من السيطرة البريطانية على حركة العملات. بعدها ظهرت مبادلة أسعار الفائدة في عام 1981م، و كان ذلك من خلال اتفاقية بين شركتي IBM و Wold Bank، و منذ ذلك الوقت نمت هذه السوق بصورة كبيرة، حيث بلغت قيمة

(1) محمد صالح الخاوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص. 331.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص. 86.

(3) موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، ياسر المومني، مرجع سبق ذكره، ص. 128.

(4) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص. 371.

عمليات المبادلة في عام 1987م حوالي 682.9 بليون دولار⁽¹⁾، لتصل في سنة 2000م إلى 48 تريلون دولار⁽²⁾.

و تتمتع هذه الأسواق بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن أسواق المستقبلات و الخيارات ، منها⁽³⁾:

- هي أسواق توفر مرونة كبيرة للمتعاملين فيها ، بحيث تسمح لهم بإبرام عقود تناسب أي طرفين دون التزام بشروط محددة (فهي أسواق ليست منظمة).
- توفر هذه الأسواق السرية لأطراف العقد ، بحيث لا يمكن لغيرهم العلم بالعملية التي تمت .
- لا تخضع لرقابة حكومية مباشرة مثل سوق الخيارات وسوق العقود المستقبلية
- لا توجد جهة لضمان عملية المبادلة إلا الأطراف أنفسهم لأنه لا يوجد بيت مقاصة .

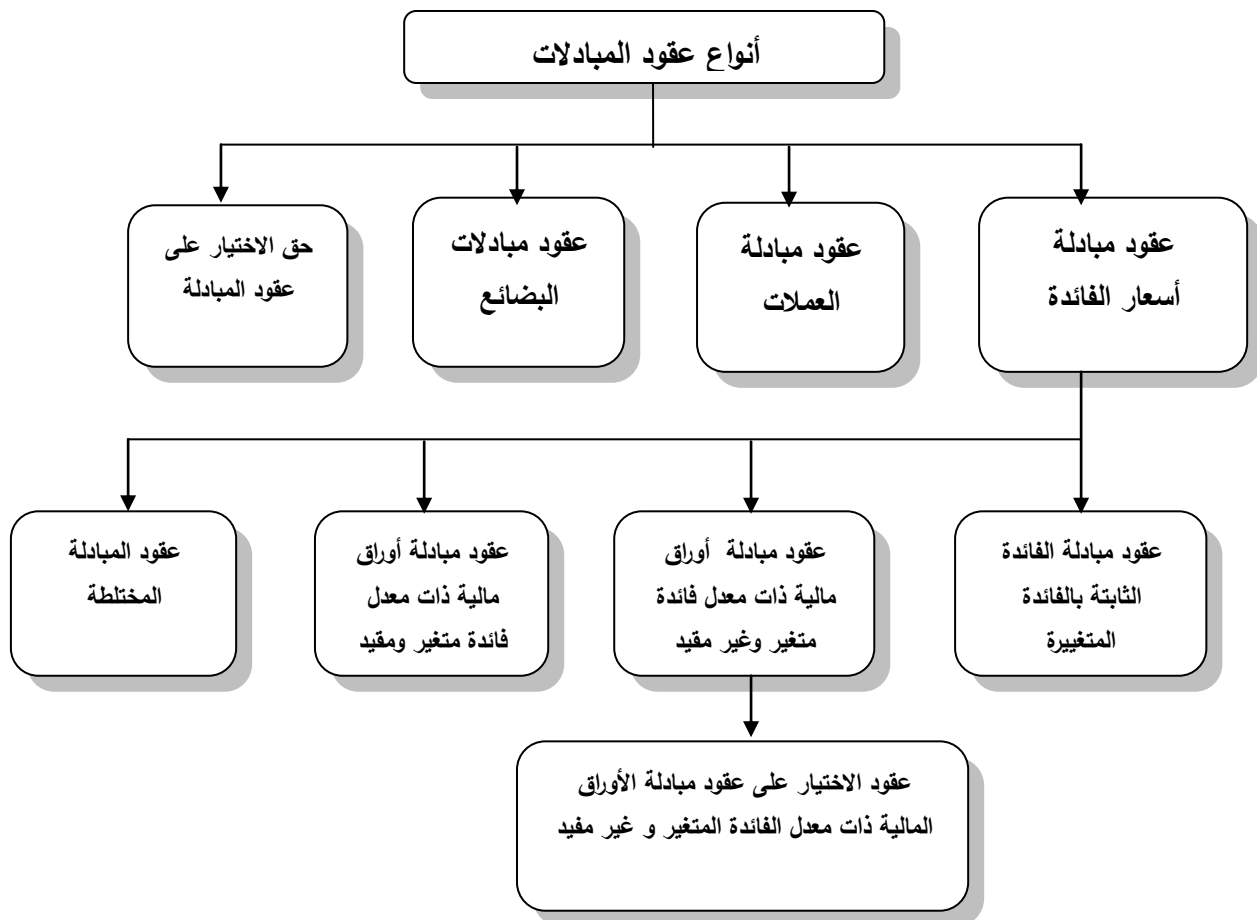
3 أنواع عقود المبادلات

تتضمن عقود المبادلات عدة أنواع، تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد، و يمكن توضيح أهم أنواعها من خلال الشكل الموالي:

(1) موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، ياسر المومني، مرجع سبق ذكره، ص. 127.

(2) من www.wikipedia.org يوم 2011/05/15.

(3) موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، ياسر المومني، مرجع سبق ذكره، ص. 129، 130.



شكل رقم 08: أنواع عقود المبادلات

المصدر محمد الصالح الحزاوي، جلال إبراهيم العبد، نهال فريد مصطفى، ص.372.

3 ± مبادلة أسعار الفائدة:

و هي مبادلة يقوم فيها أحد طرفي العقد بدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة للطرف الآخر الذي يقوم بدفع سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة المتغيرة (العائمة) مقابل ذلك⁽¹⁾، وتعتبر مبادلة الفائدة الثابتة بالفائدة المتغيرة هي المبادلة الأساسية إلى جانب الأنواع الأخرى من مبادلات أسعار الفائدة و هي⁽²⁾:

(1) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص.215.

(2) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص.375.

أ. **مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير و غير المقيد:** و فيها يحصل المشتري على الفرق بين معدل الفائدة المتغير و معدل الفائدة على الأوراق المالية ذات معدلات الفائدة المتغيرة و غير المقيدة، حيث يكون معدل الفائدة على هذه الأوراق بمثابة سعر التنفيذ في عقد حق اختيار الشراء، فإذا كان معدل الفائدة المتغير أعلى من معدل الفائدة على هذه الأوراق فإن مشتري الأوراق يحصل على الفرق، أما إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أقل من معدل الفائدة على تلك الأوراق فإنه لا يتم تبادل أي نقدية في هذه الحالة.

ب. **مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير و المقيد:** هذه الأوراق المالية لها معدل فائدة يتأرجح بين حد أعلى و حد أدنى، و يحصل مشتري هذا العقد (الأوراق) على الزيادة في سعر الفائدة على هذه الأوراق عن معدل الفائدة المتغير (libor)، أما إذا كان هذا الأخير أكبر من معدل الفائدة على هذه الأوراق فإنه لا يتم تبادل أي نقدية في هذه الحالة. و المقصود بـ libor هو سعر الفائدة بين البنوك في السوق الدولية⁽¹⁾.

ج. **عقود المبادلة المختلطة:** يتكون هذا العقد من اتخاذ موقف طويل الأجل، أي شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات فائدة متغيرة و غير مقيدة، و اتخاذ موقف قصير الأجل، أي بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير و مقيد.

3 2 - مبادلة العملات:

يتضمن هذا العقد مبادلة أصل قرض و فوائده مكافئ للأول بعملة أخرى⁽²⁾، و يتم بيع و شراء هذه العملات في السوق الأدنى على أساس سعر الصرف الفوري، و في نفس الوقت يتم إعادة بيع العملة التي تم شرائها و شراء العملة التي تم بيعها بسعر الصرف الآجل، أي في السوق الآجل، و خلال سرىا العقد يدفع كل طرف للأخر فائدة العملات التي استلمها و التي تحتسب بإحدى الطرق التالية⁽³⁾:

- أ. على أساس سعر ثابت لكلا العملتين.
- ب. على أساس سعر متغير لكلا العملتين.
- ج. على أساس سعر ثابت لعملة مقابل سعر متغير للعملة الأخرى.

(1) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص.216.

(2) المرجع السابق، ص.246.

(3) هاشم فوري دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.88.89.

و هنا تجدر الإشارة إلى ضرورة التميز بين مبادلة العملة و مبادلة سعر الصرف، فكلاهما مبادلات للعملات، إلا أنه في مبادلة سعر الصرف يتم تبادل أصل الدين فقط دون فوائده، و هي تتم في سوق الصرف ما بين البنوك، و منه فهي من الأدوات قصيرة الأجل.

3 3 - مبادلة البضائع:

هي عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لبضائع معينة بالشعر السائد و يتم التسديد فورا، و بيعها له في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا، بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها⁽¹⁾.

3 4 - حق الاختيار على عقود المبادلة:

و هي شراء حق الاختيار في الدخول في مبادلة معينة في تاريخ مستقبلي (خيار شراء أو خيار بيع)، و بالتالي فهي تجمع بين خصائص كلا من عقود المبادلة و عقود الخيارات⁽²⁾.

4 خصائص عقود المبادلات

تتصف عقود المبادلات بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن باقي العقود، و تتمثل أهم هذه الخصائص فيها يلي⁽³⁾:

- عقود ملزمة للطرفين.
- عقود غير نمطية ، تفصل حسب رغبة الطرفين.
- يتم التعاقد بصورة مباشرة أو غير مباشرة بين الطرفين.
- تركز على تبادل التدفقات النقدية في اغلب الأحيان ، فضلا عن تبادل الموجودات في أحيان أخرى.
- توفر إمكانية التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات الأجنبية.

(1) بلحسن فيصل، عبو هدة، عبو عمر، مخاطر المشتقات المالية، ص. 8. من الموقع الإلكتروني: <http://iefpedia.com/arab/?p=22400> ، يوم 2011/02/22.

(2) بن رجم محمد خميسي، مرجع سبق ذكره، ص. 7.

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

- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية .
- لا تتضمن دفع الهوامش أو العلاوات .

5 مزايا و عيوب عقود المبادلات:

تتمتع عقود المبادلات بمجموعة من المزايا و تتصف بمجموعة من العيوب، و يمكن توضيح

أهمها في الجدول التالي:

جدول رقم 08: مزايا و عيوب عقود المبادلات

المزايا	العيوب
- تحقق هيكل اقتراض بالكلف المرغوبة.	- لا تخضع لرقابة السوق المنظمة.
- تمكن المقترضين من الحصول على مصادر تمويل جديدة.	- يصعب إلغائها أو تسيلها في أغلب الأحيان.
- يمكن استعمالها في التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات الأجنبية.	- تنطوي على مخاطر انتمانية كبيرة.
- تتمتع بمرونة كبيرة و يمكن تصميمها حسب رغبة المتعاملين.	- يصعب قياس المخاطر الناتجة عنها.
- لا تتطلب دفع العلاوات أو الهوامش في أغلب أنواعها.	- تكون في بعض الأحيان معقدة.

المصدر : هاشم فوري دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.92.

المبحث الثالث : أهمية المشتقات المالية، استخداماتها ومخاطرها

سنحاول من خلال هذا المبحث التعرف على أهمية المشتقات المالية، استخداماتها و مخاطرها .

المطلب الأول : أهمية المشتقات المالية

تتمتع المشتقات المالية بأهمية كبيرة يمكن توضيحها في النقاط التالية⁽¹⁾ :

1 تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية :

تعد عقود المشتقات أداة جيدة للتغطية ضد مخاطر تغير السعر، أي نقل تلك المخاطر إلى طرف آخر، دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد. ومن المؤكد أن التغطية هي أهم وظائف أسواق المشتقات، بل أنها السبب في وجود تلك الأسواق

2 أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر :

من أبرز وظائف عقود المشتقات، أنها تزود المتعاملين بما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، لذا يقال أنها أداة جيدة لاستكشاف السعر ، أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم . فعلى ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغير بما يعكس الأسباب التي تظهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين.

3 إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية :

تتيح عقود المشتقات الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية، حيث يستطيع طرفي التعاقد تخطيط تدفقاتهما المستقبلية بدقة ، و ذلك طالما أن البائع يدرك أن حصيلة بيع الأصل ستكون على أساس سعر العقد، كما يدرك المشتري أن مدفوعاته للشراء هي أيضا على أساس سعر العقد.

(1) منير إبراهيم هندي ، إدارة المخاطر باستخدام تقنية التوريق و المشتقات المالية ج 2، مرجع سبق ذكره، ص.ص.19-21.

4 إتاحة فرص استثمارية للمضاربين :

يحاول المضارب تحقيق الأرباح من خلال توقعاته بشأن الأسعار. إلا أن سعيه لتحقيق الربح بدخوله طرفا في العقد يقدم خدمة اجتماعية و إن كان لا يقصدها. ذلك أنه الطرف الذي تنتقل إليه المخاطر التي لا ترغب فيها الأطراف الأخرى، أي الأطراف التي تمتلك الأصل بالفعل (الطرف البائع) أو ترغب في امتلاكه مستقبلا (الطرف المشتري) بحاجة فعلية إليه.

5 تيسير و تنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد :

يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه ، فنكلفة المعاملات لعقد مستقبلي قيمته مليون دولار لا تتجاوز 100 دولار، و هو معدل تكلفة يبلغ 0.01% من قيمة العقد. و لنكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة بما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل.

كما يساهم التعامل بالعقود في تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه، ويرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة، وتقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر.

6 سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية

لعقود المشتقات ميزة أخرى تتمثل في سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، و ذلك نظرا لمرونتها سيولتها الكبيرة.

المطلب الثاني.: استراتيجيات التعامل بالمشتقات المالية

يقصد باستراتيجيات التعامل بالمشتقات المالية، الأهداف التي يسعى المتعاملون لتحقيقها باستخدام هذه المشتقات، و التي نتطرق لأهمها فيما يلي :

1 استخدام المشتقات المالية في التحوط

يعرف التحوط بأنه " الإجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب غير المتوقع و غير المرغوب للعقد، و هو يعرف أحياناً بالخطر المالي"⁽¹⁾.

كما يعرف بأنه " فن إدارة مخاطر الأسعار، من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات"⁽²⁾.

و منه فالغرض من التحوط هو جعل الناتج أكثر تأكداً، و المتحوطون يحاولون الإقلال من المخاطر التي يواجهونها بالفعل⁽³⁾.

و استخدام المشتقات المالية في التحوط يهدف إلى حماية الاستثمارات من مخاطر التغيرات في الأسعار أو معدلات الصرف أو الفائدة، و هي بذلك تساعد المنشآت في إدارة مخاطرها المالية بشكل يسهم بفعالية في خفض مخاطر أي تغيرات مستقبلية في قيمة الأصول المرتبطة بها عن طريق نقل عبء هذه المخاطر من طرف يتعرض لها و لا يرغب في تحملها (مشتري العقد) إلى طرف آخر لا يتعرض لها و لكن يرغب في تحملها (بائع العقد) و ذلك مقابل تكلفة تمثل تكلفة العقد ذاته⁽⁴⁾.

و يتضح دور المشتقات المالية في التحوط من خلال استخداماتها. فمثلاً قد تستخدم العقود الآجلة للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع و أدوات الخزانة أو السندات أو القروض أو حتى أسعار الفائدة، و عندها تسمى العقود الآجلة لأسعار الفائدة، فبإمكان المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين مثلاً أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار الفائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقاً، و أن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة في العقد، و بذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع سعر الفائدة⁽⁵⁾.

كما قد تستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات، و ذلك بإبرام العقود الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية. و ما ينطبق على العقود الآجلة ينطبق على باقي أنواع المشتقات المالية.

(1) عبد الرحيم عبد الرحمان الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المجلد 11، 1999، ص.57.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص.94.

(3) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص.30.

(4) أحمد صالح عطية، مرجع سبق ذكره، ص.222.

(5) خريوش حسني و آخرون، الاستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق، دار زهران، عمان، 1999، ص.225.

- و هنا تجدر الإشارة إلى أن الجهة التي ترغب في التحوط ضد مخاطر معينة تعتمد في اختيها للأداة التي تعد مناسبة في موقف ما على العناصر التالية (1) :
- أ. جانب المخاطرة للمركز النقدي المرغوب تغطيته.
 - ب. نوع المخاطر التي يرغب المتحوط تغطيتها.
 - ج. تكلفة التحوط.
 - د. فعالية أدوات التحوط المختلفة.

2 استخدام المشتقات المالية في المضاربة

في الوقت الذي يريد المتحوطن تفادي التعرض للتقلبات و التحركات السعرية الخاصة بأصل معين، يريد المضاربون اتخاذ مركز في السوق، و لهذا إما يراهنون على أن السعر سيرتفع أو أنه سينخفض (2). والمضاربة بتعريفها العام هي " شراء شيء رخيص في وقت ما لغرض بيعه بسعر أعلى في وقت آخر " (3).

و قد وجدت المضاربة عندما ظهرت طبقة من المتعاملين في الأسواق المالية هدفهم شراء الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع أسعارها و الحصول على فارق السعر كريح رأسمالي. و تحقيق هذا الهدف يتوقف على (4):

- أ. وجود فروق الأسعار بين البيع و الشراء.
 - ب. زيادة عدد الصفقات التي تتم و سرعتها، مع زيادة كمية الأوراق المالية المتعامل بها.
- بما أن معرفة المتعاملين بفروق الأسعار أمر تقديري، يدخل في عدم التيقن و المخاطرة والمجازفة، فإن استخدام العقود المشتقة في المضاربة يتم عن طريق محاولة استغلال التقلبات السوقية المتوقعة في الأسعار و معدلات الصرف و الفائدة و التأثير المرتبط بذلك على بعض الأصول أو الالتزامات، بما يسمح بتحقيق مكاسب نتيجة حدوث زيادات سعرية في قيمة عقود المشتقات المرتبطة بتلك الأصول أو الالتزامات (5).

(1) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص. 95 .

(2) طارق عبد العال حماد، " المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 30 .

(3) عمر حسين، " الموسوعة الاقتصادية"، دار الفكر العربي، القاهرة، الطبعة 4، 1992، ص. 44.

(4) شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة نقدية تحليلية، دار الفكر، دمشق، 2002، ص. 170 .

(1) أحمد صالح عطية، مرجع سبق ذكره، ص. 222 .

فمثلا يمكن استخدام العقود الآجلة للمضاربة، فالمستثمر الذي يعتقد أن قيمة الجنيه الإسترليني مثلا سترتفع بالنسبة للدولار الأمريكي يمكنه أن يضارب عن طريق اتخاذ مركز طويل في عقد آجل.

3 استخدام المشتقات المالية في المراجعة

تمثل المراجعة شكلا من أشكال المضاربة يتم من خلالها تقييد أو تثبيت ربح عديم المخاطرة عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات في سوقين أو أكثر، حيث تكون المضاربة ممكنة عندما يصبح هناك عدم توافق أو عدم توازن بين سعر عمليات التسليم الآجل لأصل ما و السعر النقدي⁽¹⁾. ويذهب البعض إلى إطلاق مصطلح الموازنة على هذه العمليات أخذًا بالنتائج التي تترتب عليها من إعادة التوازن في الأسعار بين مختلف الأسواق⁽²⁾.

و عليه يمكن تعريف المراجعة على أنها فرصة الشراء و البيع في نفس الوقت و في أسواق مختلفة، و لنفس الأداة المالية مع تحقيق هامش من الربح.

و لذلك فالمشتقات المالية تهدف من خلال إستراتيجية المراجعة إلى ابتكار فرص مراجعة خالية من المخاطرة ، و لعل السبب في ذلك يرجع إلى عدم كفاءة الأسواق لأن المراجعة ذاتها لا تتحقق في الأسواق ذات الكفاءة العالية، ففي الأسواق تامة الكفاءة أو عالية الكفاءة لا يوجد تباين في الأسعار بين سوق وأخرى، و هذا أمر نادر التحقق إن لم يكن مستحيلا في الواقع.

في الأخير تجدر الإشارة إلى أن الهدف الأساسي من استخدام المشتقات المالية هو إدارة المخاطر من خلال تقليلها أو تجميعها أو حتى مبادلتها، إلى جانب تحقيق أهداف أخرى مثل إدارة السيولة من خلال تحويل التزامات طويلة المدى إلى التزامات قصيرة المدى أو العكس.

(2) عبد العال حماد، "المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص.32 .

(3) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص.95،96.

المطلب الثالث : مخاطر التعامل بالمشتقات المالية

رغم أن التعامل في المشتقات يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في العائد و أسعار الصرف وأسعار السلع، إلا أنه و بحكم طبيعة هذه الأدوات و ارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها، ويمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها مستخدموا المشتقات المالية إلى (1):

1- المخاطر الائتمانية Credit Risks :

وتسمى أيضا بمخاطر عدم الوفاء، والتي تتمثل في الخسارة الناتجة عن توقف أحد طرفي العقد عن الوفاء بالتزاماته الناتجة عن تعامله بلُحد عقود المشتقات المالية. و هذه المخاطر كانت وما زالت من أهم الأسباب الرئيسية لفشل العديد من المؤسسات المالية والمصرفية. فللمتعاملون يمكن أن يخسروا مبالغ كبيرة جدا عندما يفشل الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته. و لهذا أصبح مسيرو الشؤون المالية أكثر اهتماما بهذا النوع من المخاطر المصاحبة للمشتقات المالية، لاسيما تلك التي يتم التعامل بها في الأسواق الموازية، أين لا توجد غرف المقاصة ولا هوامش أولية في التعاقد.

2 مخاطر السيولة Liquidity Risks:

وهي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الالتزامات في تاريخها من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات أكثر صعوبة. و بالرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق المشتقات المالية، ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق، من حيث العرض والطلب، وغيرها من العوامل، مما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسييل مراكزها بسرعة.

3 المخاطر السوقية Market Risks:

تظهر المخاطر السوقية نتيجة لتقلب أسعار أدوات الهندسة المالية في الأسواق، إذ أن هذه الأدوات تكون حساسة بصورة كبيرة لظروف السوق، وبذلك فإن أي تغير ولو كان بسيطا في قيمة

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 119-123.

الموجود الضمني محل التعاقد قد يؤدي إلى تغير أكبر في قيمة المشتقات المالية، وتعد المخاطر السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في هذه الأدوات مراقبتها وقياسها، على الرغم من أن القياس الدقيق لهذا النوع من المخاطر يعد صعباً ومعقداً نظراً للتقلب الكبير في أسعارها.

4 مخاطر التسوية Settlement Risks:

وهي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها ويتجلى أحد أشكالها في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنياً أو في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ، إذ قد تمتد مدة التسوية إلى أيام معدودة، مما ينجم عن تعرض أحد أطراف العقد للخسارة نظراً لإمكانية تغير الأسعار بسرعة خلال تلك المدة، ولاسيما في يوم التنفيذ ذاته.

5 المخاطر التشغيلية والإدارية Operation and Management Risks:

وهي تلك المخاطر التي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات، وفشل المديرين وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية و كذا ضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات والتعامل بها. إذ أن زيادة تعقيد هذه الأدوات يجعل من الصعب إدارتها بصورة صحيحة وقد تحقق خسائر كبيرة نتيجة لسوء الإدارة.

6 المخاطر القانونية Legal Risks:

وهي التي تنشأ عن التغيرات في البيئة القانونية وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود، فضلاً عن عدم التوثيق الدقيق ونقص الصلاحيات أو عدم وضوحها وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث المشاكل، أو هي تلك المخاطرة الناشئة من عدم تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم امتلاك بعض المتعاملين للصلاحيات في الدخول بالتعاقدات، وبذلك لن يكون هناك التزام قانوني للجهة المقابلة، ومن ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر و الإفلاس.

إن كل هذه المخاطر تشترك فيها المشتقات المالية مع غيرها من العقود و الأدوات المالية الأخرى، إلا أن هناك مخاطر أخرى توجد في بقية الأدوات المالية إلا أنها أكثر تأثيراً على الأدوات المالية المشتقة، وتتمثل هذه المخاطر في⁽¹⁾:

- أ. **مخاطر الارتباط:** وهي أكثر أنواع المخاطر الخاصة بالأداة المالية المشتقة، وتنتج عن تغير قيمة الأداة المالية المشتقة بمعدل لا يتساوى مع معدل التغير في الأصل المالي الذي يتم حمايته . وتزيد هذه المخاطر عندما تتم حماية أصل ما بأداة مالية مشتقة مختلفة في النوع أو سوق التداول عن الأصل الذي يتم حمايته.
- ب. **مخاطر نسبة الحماية :** و المقصود بها قيمة العقود المستقبلية أو عقود المشتقات التي يتم استخدامها للحماية مقارنة بقيمة الأصول التي يتم حمايتها ، و تحسب هذه النسبة عن طريق معرفة معدل التغير في سعر الأصل مقارنة بمعدل التغير في العقد المشتق.
- ج. **مخاطر السيولة:** وترجع إلى عدم القدرة على التخلص من العقد المشتق عند الحاجة إلى ذلك وخاصة العقود التي لا يتم تداولها بشكل واسع، وغالبا ما يفرض الطرف الذي يقبل شراء العقد شروط و ضمانات كبيرة في هذه الحالة.
- د. **مخاطر التسعير:** يحتاج تسعير العقود المشتقة إلى خبرة كبيرة و نماذج رياضية متقدمة، خاصة في تسعير المشتقات المرتبطة بالسندات ، و لحد الآن لم يتم التوصل إلى نموذج رياضي كفى لتسعير العقد المشتق بدون أخطاء.
- هـ. **مخاطر الرفع المالي:** حيث تتقلب الأرباح أو الخسائر المرتبطة بالتعامل في هذه الأدوات بدرجة أكبر من تقلب إيراداتها مما يؤدي إلى تحقيق خسائر كبيرة عند حدوث تغير طفيف في إيراداتها أو تكاليفها.

(1) بزاز حليلة، مرجع سبق ذكره، ص.10.

خلاصة الفصل الأول

توصلنا من خلال هذا الفصل إلى أن التغير المستمر في البيئة الاقتصادية و المالية والاستثمارية أدى إلى ضرورة البحث عن أدوات و منتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطر و أعلى عائد، و قد تحقق ذلك من خلال الهندسة المالية التي مكنت من ابتكار مجموعة من الأدوات تعرف بالمشتقات المالية، وهي عبارة عن عقود مالية يمكن من خلالها شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، وقيمتها من تشتق من قيمة الأصل محل العقد والذي قد يكون سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي، مؤشر معين... الخ.

و تشمل هذه المشتقات عدة أنواع، لكن أكثر الأنواع تداولاً في الأسواق المالية وأشهرها هي خمسة و المتمثلة في: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات، عقود المبادلة ومشتقات القروض أو المشتقات الناتجة عن عملية التوريق.

إن استخدام أي نوع من هذه الأنواع هذه يكون من خلال الاعتماد على إستراتيجية معينة بهدف تحقيق مجموعة من الأغراض، كإستراتيجية التحوط التي تهدف إلى حماية المستثمر من مخاطر التغيرات في الأسعار أو معدلات الصرف أو الفائدة، أو إستراتيجية المضاربة التي تحاول الاستفادة من فوارق الأسعار لتحقيق الأرباح، أو إستراتيجية المراجعة التي يتم من خلالها تقييد أو تثبيت ربح عديم المخاطرة عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات في سوقين أو أكثر.

كما أن استخدام المشتقات المالية يمكن من إدارة 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.

إن التعامل بالمشتقات المالية وتداولها يتم في أسواق المشتقات المالية، والتي قد تكون أسواق منظمة تتصف بتوحيد شروط التعامل في هذه العقود و تعرف بالسوق الآجل للبورصة، أو أسواق غير منظمة و تعرف بأسواق عقود المفاوضة بالتراضي، و العقود التي يتم تداولها في هذه الأخيرة تكون أكثر خطورة من تلك المتداولة في السوق المنظمة، إذ أنها قد تساهم في تركيز المخاطر لدى أطراف معينة مما يجعل هذه الأدوات مصدر للمخاطر بدلاً من أن تكون أداة للحد منها، خاصة و أنه بحكم طبيعة هذه الأدوات و ارتباطها بالتوقعات تصبح أدوات تشكل مخاطر في حد ذاتها.

الفصل الثاني

أساسيات حول
التوريق

تمهيد:

تعتبر تقنية التوريق إحدى النواتج الأساسية لمجموعة التطورات التي مست الأسواق المالية العالمية و التي في مقدمتها التحرير المالي و التحول في نمط التمويل على المستوى الدولي من صيغة القرض البنكي إلى صيغة الأوراق المالية إلى جانب تنامي ظاهرة الابتكار المالي بفعل الهندسة المالية. وإذا كانت المشتقات المالية تعتبر من أهم منتجات الهندسة المالية، فتقنية التوريق تعتبر من أهم تقنياتها، خاصة و أنها تلبي عدة أغراض كالقدرة على تحويل المخاطر، زيادة القدرة التمويلية، زيادة السيولة و التقليل من الحاجة إلى الأموال الخاصة... الخ. و من خلال هذا الفصل سنحاول التعرف على التوريق من حيث مفهومه، تطوره، أنواعه، دوافعه، منتجاته، تكاليفه، فوائده و مخاطره.

المبحث الأول : مفهوم التوريق، أنواعه و تطوره التاريخي

يعد التوريق ابتكار نوعي في الأدوات المالية منذ ثمانينات القرن العشرين، و كان له دور مهم في تطور الأسواق المالية العالمية و الهندسة المالية، إلا أن المبدأ الذي يقوم عليه معروف منذ القدم. و من خلال هذا المبحث سنتعرف على مفهوم التوريق و مبدئه، تاريخه و أنواعه.

المطلب الأول : مفهوم التوريق

بهدف توضيح مفهوم التوريق وتبسيطه، سنحاول من خلال هذا المطلب عرض أهم التعريفات المقدمة للتوريق و توضيح مجموعة من المفاهيم المرتبطة به.

1 تعريف التوريق :

إن مصطلح التوريق ويطلق عليه أيضاً التسنييد هو ترجمة لكلمة Securitization التي تعنى عملية تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول وخاصة سندات الدين، والمشتقة من كلمة Security

أي ورقة مالية. وبالتالي فالتوريق من ناحية اللغة العربية مشتق من الـوَرَق الذي يكتب عليه وليس كما يقول البعض من الورق أي الفضة، فالمقصود به هو إخراج الـوَرَق⁽¹⁾.

أما في الأدبيات المالية و الاقتصادية المعاصرة فالتوريق يتلاءم مع ما تناولته اللغة، و هو مصطلح تم تعريفه من طرف عدد من الباحثين، إذ يعرفه Thierry Granier & Corynne Jaffeux بأنه " عبارة عن ميكانيزم مالي تستطيع بموجبه البنوك سحب جزء من أصولها غير القابلة للتداول (القروض أساسا) من ميزانيتها، و التنازل عنها لمؤسسة مالية أخرى منشأة لهذا الغرض تسمى مؤسسة التوريق، و ذلك بهدف الحصول على السيولة و التقليل من المخاطر و الحاجة إلى الأموال الخاصة"⁽²⁾. كما يعرف بأنه " أسلوب تمويلي، تستطيع من خلاله المؤسسة تحويل الأصول غير السائلة، أي التي ليس لها سوق للتداول، إلى أصول مالية قابلة للتداول بسهولة، و ذلك من خلال مؤسسة ذات غرض خاص، تصدر أوراق مالية و تطرحها للمستثمرين في السوق الرأسمالي"⁽³⁾. فمن خلال هذه العملية يستطيع البنك، أو المؤسسة المالية بشكل عام، تسويق أصول مالية (قروض) كانت من قبل غير قابلة للتداول، وذلك بتحويلها إلى أوراق مالية مسندة بأصول مالية (قروض+ضمانات) يتم تداولها في الأسواق المالية الثانوية.

و يعرفه سعيد عبد الخالق بأنه "أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلا للمخاطر، وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك"⁽⁴⁾.

(1) محمد عبد الحليم عمر، دراسة حول الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها و تداولها، في الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي في الشارقة، أيام 26-30 أبريل 2009، ص.3، من الموقع الإلكتروني: www.ahlalhdeth.com/vb/attachment.php?، يوم: 2011/08/20.
 2) Thierry Granier & Corynne Jaffeux, La Titrisation aspects juridique et financier, 2e edition, Paris, 2004, p.p.13-25.
 3) Lorraine Miramond, Titrisation et Crise Financiere, Mémoire de Master 2 de Droit des Produits et des Marchés Financiers, Faculté de Droit de Sceaux, Paris, p.5.

(4) سعيد عبد الخالق، توريق الحقوق المالية، دليل المحاسبين، من الموقع: http://www.jps-dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=432، يوم 2011/09/02.

لذلك فمصطلح التوريق يتمثل في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول، أي تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين.

أما مدحت صالح فقد عرف التوريق بأنه "تحويل القروض و أدوات الديون غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة قابلة للتداول في أسواق المال، و هي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، و لا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين"⁽¹⁾.

و عليه فالتوريق هو عملية خلق أصول جديدة من خلال تسديد الحقوق المالية غير القابلة للتداول وتحويلها إلى أدوات ماليّة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية، معززة بالضمانات التي هي أصلاً مخصصة للديون الأصلية محل التوريق.

و يتضح مما تقدم، أن عملية التوريق تؤدي إلى تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة، من خلال إصدار أوراق مالية، و بذلك فهو يجنب المؤسسات من الاقتراض المباشر. ولضمان صحة عملية التوريق يجب تحقق الشروط التالية⁽²⁾:

- أن تكون محفظة الديون محل التوريق محفظة متجانسة مضمونة بالرهون العقارية أو غيرها.
- أن تكون الأوراق المالية التي صدرت بها مضمونة بتلك الأصول المضمونة.
- أن تكون هذه الديون ذات تدفقات نقدية مستمرة، أي تكون لها فوائد ذات عائد دوري ثابت.
- أن تكون الأوراق المالية الصادرة على هذه الديون ذات فوائد ثابتة دورية.
- أن تتوافق تواريخ استحقاق الأوراق المالية وفوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها.

و عليه فمن الضروري أن تكون الأوراق المالية متجانسة ومتوافقة مع الديون محل التوريق من حيث المقدار، الآجال، الفوائد والضمانات.

(1) مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للنشر، القاهرة، 2001، ص.237.

(2) علي محي الدين القرة داغي، دراسة حول الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها و تداولها، في الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي في الشارقة، أيام 26-30 أبريل 2009، ص.6. من الموقع الإلكتروني: www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/ ، يوم: 20/08/2011.

2 مفاهيم أساسية مرتبطة بالتوريق :

- إن فهم عملية التوريق يستوجب توضيح مجموعة من المفاهيم أو المصطلحات، و التي تعد بمثابة كلمات مفتاحية تساعد على تحديد ماهية التوريق، و من أهمها:
- **الديون المتجانسة:** أي الديون التي تكون مصنفة من نوع واحد، كقروض الإسكان، قروض السيارات... الخ⁽¹⁾.
 - **السوق الأولي:** يقصد به السوق الذي يتم فيه إصدار و بيع الأصول المالية لأول مرة من قبل الجهة التي قامت بإنشاء تلك الأصول⁽²⁾.
 - **السوق الثانوي:** يقصد به السوق الذي تتم فيه إعادة المتاجرة بالأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولي⁽³⁾.
 - **التصنيف الائتماني:** يقصد به قياس الجودة الائتمانية، أي قدرة المدين على الوفاء بأقساط الدين في التواريخ المحددة لها. وتقوم بالتصنيف الائتماني مؤسسات متخصصة تقوم بجمع وتحليل المعلومات المتعلقة بمؤسسة مالية أو ورقة مالية قابلة للتداول⁽⁴⁾.
 - **التعزيز الائتماني:** يقصد به السند أو الآلية التي من شأنها أن ترفع جودة الائتمان الخاصة بالتدفق النقدي الذي من المتوقع أن يصدره واحد أو أكثر من الأصول بما يزيد عن جودة الدين الأصلي، ويتم إعداد العناصر في هيكل التوريق لحماية المستثمرين من الخسائر المتكبدة في الأصول الضامنة⁽⁵⁾.
- و هنا تجدر الإشارة إلى وجود تعزيز الائتمان الخارجي و الذي يمثل دعم الائتمان الذي يتم تقديمه للتوريق من قبل طرف ثالث يتمتع بتصنيف ائتماني مرتفع، و تعزيز الائتمان الداخلي وهو الذي يقصد به الآلية أو الآليات الهيكلية التي يتم إدخالها في نظام التوريق لتحسين جودة

(1) فتحية إسماعيل محمد مشعل، التوريق و علاقته بالأزمة المالية-رؤية فقهية معالجة-، مداخلة من المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول "الجانب القانونية و الاقتصادية للأزمة المالية" لكلية الحقوق -جامعة المنصورة- في الفترة ما بين 1-2 أبريل 2009، ص.7.

2) Standard & Poor's, Structured Finance – Glossaire des termes de Titrisation, p.27, Depuis le site web: www2.standardandpoors.com/spf/pdf/.../SF_French_Glossary.pdf, en : 15/09/2011.

3) Ibid, p.31.

(4) محمد علي القرني بن عيد، دراسة حول الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها و تداولها، في الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي في الشارقة، أيام 26-30 أبريل 2009. ص.6. من الموقع الإلكتروني: www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/، في: 2011/08/20

5) Standard & Poor's, op.cit, p.12.

- الائتمان للفئات العليا للأوراق المالية التي يتم إصدارها فيما يخص الصفقة، والتي تعتمد عادة على تشغيل التدفق النقدي للأصول بطرق تحمي تلك الأوراق المالية من التعرض للنقائص⁽¹⁾.
- **الضمانات العينية:** جميع المستندات القانونية و المادية التي تضمن تحصيل الحقوق المالية الآجلة من المدينين بما في ذلك عقود القروض و الأوراق المالية و التجارية و مستندات رهن الأصول المادية والمعنوية و بوالص التأمين بمختلف أنواعها، و ذلك حسب ما تم الاتفاق عليه بين المدين و الدائن الأصلي.
- فالضمانات يقصد بها الأصول التي تمثل قيمة لكل من المقترض والمقرض، والتي يقوم المقترض برهنها إلى المقرض فيما يتعلق بالأموال التي تم اقتراضها، ويمكن للمقرض أن يستخدم الأصول المرهونة لتغطية بعض أو كل الأموال التي تم إقراضها إذا فشل المقترض في تحقيق المستوى المتوقع لشروط اتفاق القرض⁽²⁾.
- **الضامن:** يقصد به الجهة التي تضمن عملية التوريق، إما لأنها هي منشئ الأصول التي يتم توريقها أو لأنها كانت تملك تلك الأصول مباشرة قبل تحويلها إلى أوراق مالية⁽³⁾.
- **القرض الرهني:** و هو القرض الذي يستند على ضمان حقيقي (أرض، بناية، ...) و عليه فإن كل قرض عقاري هو بالضرورة قرض رهني، إلا أنه لا يمكن عد كل قرض رهني قرضا عقاريا، لأن القرض الرهني أشمل معنى، و هذا عائد بطبيعة الحال لنوع الرهن⁽⁴⁾.
- **إعادة التمويل البنكي و إعادة التمويل الرهني:** إعادة التمويل البنكي هو مصدر التمويل الثالث الذي يلجأ إليه البنك بعد أمواله الخاصة و الودائع التي يحصل عليها من الجمهور، لإعادة تشكيل سيولته المتأثرة بالقروض التي منحها، و ذلك بهدف التمكن من منح قروض جديدة، وتتم هذه العملية بطريقتين: إعادة التمويل عن طريق إعادة الخصم و إعادة التمويل في السوق النقدية.
- أما إعادة التمويل الرهني فيقصد به إعادة تمويل القروض الرهنية، حيث يسمح هذا الأخير بجمع مجمل القروض (قرض عقاري، قرض شخصي، قرض للاستهلاك،...) في

1) Ibid, p.p.15-18.

2) Ibid, p.8.

3) Ibid, p.32.

(4) عمر طالب، عبد الحميد غوفي، إعادة التمويل الرهني وأثره على المنظومة المالية و المصرفية، من مجلة الأكاديمية العربية المفتوحة، العدد الثاني، الدنمارك. ص.8. من الموقع الإلكتروني: - www.almaktabah.net/vb/showthread.php?t=78318 ، في: 2011/09/11.

- قرض رهنى واحد بمعدل فائدة معينة و لفترة قد تمتد إلى غاية عشر سنوات، أي أن عملية إعادة التمويل الرهنى تركز على إعادة تمويل محافظ القروض الممنوحة مقابل ضمانات حوثية⁽¹⁾.
- **تسهيلات السيولة:** يقصد بها التسهيلات التي تُستخدم لتوفير السيولة للأصول التي تم تحويلها إلى أوراق مالية، و ليس الهدف منها تعزيز الأهلية الائتمانية، و من أمثلتها خطاب الاعتماد، وهو عبارة عن اتفاق بين بنك و طرف آخر، يوافق بموجبه البنك على توفير الأموال اللازمة للطرف الآخر عن استلام الإخطار بذلك أو بناء على طلب منه⁽²⁾.
- **مشتري و بائع الحماية:** يقصد بمشتري الحماية الطرف الذي يقوم بتحويل الخطر الائتماني المرتبط بأصول معينة إلى طرف آخر مقابل تسديد مبلغ مالي يمثل قسط الحماية، يتم دفعه مسبقاً. أما بائع الحماية فيقصد به الطرف الذي يقبل تحمل الخطر الائتماني المرتبط بأصول معينة وذلك مقابل الحصول على دفعات الحماية الائتمانية من مشتري الحماية⁽³⁾.

المطلب الثاني: أنواع التوريق

تتعدد أنواع التوريق بتعدد معايير تصنيفاته، و يمكن توضيح أهم هذه التصنيفات فيمايلي:

1 -التصنيف بحسب نوع الأصول محل التوريق:

يقسم التوريق حسب هذا التصنيف إلى الأنواع التالية⁽⁴⁾:

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

(1) المرجع السابق، ص.8،9.

2) Standard & Poor's, op.cit, p.21,21.

3) Ibid, p.29.

(4) صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق و أثره في وقوع الأزمة المالية في ضوء الفكر الإسلامي، مداخلة من المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول "الجانب القانونية و الاقتصادية للأزمة المالية" لكلية الحقوق -جامعة المنصورة- في الفترة ما بين 1-2 أبريل 2009، ص.6،7.

ب. **توريق الدخول:** بمقتضى هذا النوع تقوم بعض المؤسسات بتوريق بعض دخولها التي ستحقها في المستقبل، بنفسها أو عن طريق شركة التوريق، و ذلك بنفس طريقة توريق الديون، فمثلا تاجر مرتبط بعقود تصدير بمبالغ كبيرة وسوف يستمر بتنفيذ العقد عدة سنوات، و يتسلم مستحقاته خلال تلك المدة، فينتفخ مع شركة التوريق على بيع هذه المستحقات المتوقعة وإصدار أوراق مالية بها. و هذا النوع مطبق في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تقوم إدارة المرور في مدينة نيويورك بتقدير المخالفات المرورية التي ستستحقها خلال العام القادم اعتمادا على حصيلة العام الحالي، ثم تقوم بتوريقها و بيعها للجمهور، لتحصل بذلك على إيرادات العام القادم خلال العام الحالي، وتتفادى بذلك مخاطر و تكاليف الاقتراض من البنوك.

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

2- التصنيف بحسب الضمانات:

حسب هذا التصنيف يتم تقسيم التوريق إلى الأنواع التالية⁽¹⁾:

- أ. **التوريق بضمان أصول ثابتة:** مثل توريق ديون التمويل العقاري، الذي يتم فيه رهن العقار للمقرض للحصول على القرض، وينتقل قانونا بالتوريق عند إتباع طريقة حوالة الحق، أو اتفاقا في طريقة التجديد.
- ب. **التوريق بضمان متحصلات آجلة:** وذلك في حالة الديون التي لا يقدم المدين فيها ضمانات عينية، مثل ديون بطاقات الائتمان و الديون الاستهلاكية.

(1) محمد عبد الطليم عمر، مرجع سبق ذكره، ص.13.

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

3 - التصنيف بحسب المدة:

بالإعتماد على هذا التصنيف يمكن تقسيم التوريق إلى الأنواع التالية⁽¹⁾:

- أ. **التوريق قصير الأجل**: و هو يمكن لشركات من الحصول على التمويل لفترات تقل عن سنة واحدة. و ذلك من خلال بيع محفظة من الأصول إلى شركة التوريق، و التي تقوم بدورها بإصدار أوراق مالية قصيرة الأجل تمكنها من إعادة تمويل نفسها، و من أهم هذه الأوراق: الأوراق التجارية المضمونة بالأصول (Asset-Backed Commercial Paper (ABCP).
- ب. **التوريق متوسط و طويل الأجل**: و هو الذي يمكن الشركات من الحصول على التمويل لفترات تزيد عن السنة، و هو يتعلق أساسا بتوريق أصول مؤسسات الائتمان و شركات التأمين، و من أشهر منتجاته الأوراق المالية المضمونة بالأصول (Asset-Backed Securities (ABS).

4 - التصنيف بحسب طبيعة التوريق:

و حسب هذا التصنيف يتم تقسيم التوريق إلى الأنواع التالية⁽²⁾:

- أ. **التوريق الكلاسيكي**: و يعرف كذلك بالتوريق خارج الميزانية Off-balance-sheet، و فيه تقوم المؤسسة البادئة بالتوريق بجمع القروض الراغبة في توريقها في محفظة مالية متجانسة، ثم تقوم ببيعها و تحويل جميع الحقوق و الأخطار المرتبطة بها إلى شركة التوريق التي تقوم بتصنيفها في شكل شرائح، و ذلك بحسب المخاطر المرتبطة بكل منها، ثم تقوم بإصدار أوراق مالية تطرحها على المستثمرين، على أن تسدد لهم حقوقهم (الفوائد و رأس المال) من خلال التدفقات النقدية للأصول المتنازل عنها (الديون)، كما أنها تقوم بتسييد قيمة المحفظة المالية المتنازل عنها من خلال عوائد الإصدار.

1) Thierry Granier & Corynne Jaffeux, op.cit, p.47.

2) Conseil Déontologique Des Valeurs mobilières, La Titrisation, janvier 2011, p.p.6-8.

و تجدر الإشارة إلى أن هذا النوع من التوريق يحقق العديد من المزايا بالنسبة للمؤسسة بادرة التوريق، و من أهمها أنه يمكنها من الحصول على السيولة من خلال بيع محفظة القروض لشركة التوريق، كما أنه يقلل من حاجتها إلى الأموال الخاصة و يخلصها من القيود القانونية نتيجة للتخلص من الأخطار المرتبطة بتلك القروض بإخراجها من الميزانية، و كل هذا يمكنها من زيادة قدرتها التمويلية. و من جهة أخرى فهو يجعل المستثمرين يتمتعون بالحماية ضد المخاطر المرتبطة بالمؤسسة البادرة بالتوريق، و ذلك لعدم وجود أية صلة بينهما.

ب. التوريق الاصطناعي **Synthtic Securitisation**: و يعرف كذلك بالتوريق داخل الميزانية

on-balance sheet، و في هذا النوع من التوريق، لا يتم إخراج القروض و ضماناتها من ميزانية المؤسسة البادرة بالتوريق، و إنما يتم تحويل المخاطر المرتبطة بها فقط إلى شركة التوريق، و لذلك فهو يعتبر تقنية لتسيير الميزانية تسمح للمؤسسات التي ليست بحاجة إلى السيولة أن تتخلص من المخاطر المرتبطة بأصولها دون الحاجة إلى التنازل عنها كلياً، و يتم ذلك من خلال قيام المؤسسة البادرة للتوريق بشراء الحماية من شركة التوريق مقابل دفع رسم الحماية، و تقوم هذه الأخيرة بإصدار أوراق مالية بقيمة محفظة التغطية، و تتمثل هذه الأوراق في المشتقات الائتمانية Credit derivatives التي تعتبر وسائل للحماية ضد مختلف المخاطر المرتبطة بالمحفظة المالية و خاصة خطر عدم الدفع و ذلك من خلال إصدار مبادلات الائتمان المعيبة (Credit Default Swap (CDS).

و بالمقارنة بين التوريق الكلاسيكي و التوريق الاصطناعي، نجد أن هذا الأخير لا يهدف إلى توفير السيولة و زيادة القدرة التمويلية للمؤسسة بادرة التوريق، و إنما يهدف أساساً إلى تحقيق الحماية لها خاصة ضد خطر عدم الدفع، و هو لا يتطلب أي نقل لملكية الأصول محل التوريق لأنها لا تخرج من ميزانية المؤسسة البادرة بالتوريق و ذلك لأنه لا يتطلب عملية بيع فعلية. ولذلك فإن المستثمرين سيكونون على علاقة غير مباشرة مع الشركة البادرة بالتوريق و بالتالي يكونون عرضة لخطر عدم الدفع في حال إفسار المؤسسة البادرة بالتوريق، و ذلك لأن الأصول الضامنة للأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق ما تزال تابعة لها.

المطلب الثالث: التطور التاريخي للتوريق

سنحاول من خلال هذا المطلب أن نوضح أهم المراحل التي مر بها التوريق منذ بداية استعماله في الولايات المتحدة الأمريكية و إلى غاية انتشاره عبر مختلف دول العالم، مع الإشارة إلى حالة التوريق في الجزائر.

1 خشاة و تطور التوريق

برزت ظاهرة التوريق بشكل خاص مع بداية السبعينات في الولايات المتحدة الأمريكية، في إطار ما يعرف بالهندسة المالية، و كان ذلك مع نمو سوق الرهن العقاري⁽¹⁾، إلا أنه تم التعامل بهذه التقنية قبل هذا التاريخ، ففي الثلاثينات من القرن الماضي اعتمدت عليها (و.م.أ) كوسيلة لحل مشكلة التمويل طويل الأجل بصفة عامة، و تمويل قطاع السكن بصفة خاصة، حيث أن هذا الأخير يتطلب إمكانيات تمويلية مرتفعة عجزت البنوك عن تلبيةها نظرا لطبيعة مواردها المالية التي يغلب عليها الطابع قصير الأمد، هذا من جهة، و من جهة أخرى فإن قطاع السكن يحتل أهمية كبيرة في تنشيط و تفعيل حركة الاقتصاد الوطني، و لذلك فقد تم إنشاء مؤسسة سميت بالبنك الفدرالي لتمويل السكن (Federal Home Loan Bank) في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1930م، و تعمل المؤسسة على نظام التسهيلات المالية (Secondary Mortgage Facility (SMF) الذي يقوم على أساس توفير الأموال اللازمة من أجل وضعها تحت تصرف السوق العقارية الابتدائية، و يتم ذلك عن طريق خلق مؤسسات مالية متخصصة تقوم بإصدار سندات في السوق المالية بحيث تستعمل مبالغها في إعادة تمويل المحافظ المالية المقدمة من طرف البنوك العقارية أو التجارية⁽²⁾.

و في عام 1934م تم سن القانون الوطني للإسكان بالولايات المتحدة الأمريكية، مما ترتب عليه تأسيس الإدارة الفدرالية للإسكان، و قد سمح هذا القانون بالتأمين على ديون الرهن العقاري الصادرة عن مقترضين غير حكوميين، كما سمح بتأسيس الهيئة الوطنية للرهن العقاري بواشنطن عام 1938م⁽³⁾، وهي

1) Conseil Déontologique Des Valeurs mobilières, op.cit, p.4.

(2) عمر طالب، عبد الحميد غوفي، مرجع سبق ذكره، ص.10.

3) Cairo & Alexandria stock exchanges, Asset Backed Securities, p.3. depuis le site web : www.egx.com.eg/pdf/Asset_Backed_Securities.pdf , en : 22/09/2011.

تعتبر أول مؤسسة مالية متخصصة في إعادة تمويل الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية كنموذج متطور لتمويل السكن⁽¹⁾.

و طبقا للتعديلات التي أجريت على القانون عام 1968م، فقد تم فصل هذه الهيئة إلى الهيئة الوطنية الفدرالية للرهن العقاري و عرفت ب فاني ماي Fannie Mae و الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري جيني ماي Ginnie Mae⁽²⁾.

حيث أن "جيني ماي" هي مؤسسة مملوكة بالكامل للحكومة الأمريكية، تعمل على دعم التوسع في توفير الإسكان بأمريكا من خلال توفير أدوات مالية تتمثل في الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية (MBS) Mortgage-Backed Securities ، و المؤسسة لا تقوم بإقراض المال من أجل استخدامه في الرهن العقاري و إنما تقوم بدور الضامن لهذه الأوراق التي تصدرها عمليا المؤسسات المعتمدة و الحاصلة على موافقة "جيني ماي" لممارسة هذا النشاط، و الأصول العقارية المرهونة (قروض الرهن العقاري) مؤمن عليها بدورها من طرف إدارة الإسكان الفدرالية أو إدارة شؤون المحاربين القدامى، وعليه فإن هذه الأوراق المالية معززة ائتمانيا من طرف الحكومة الأمريكية و حاملة ضمانا صريحا من طرف مؤسسة "جيني ماي"، مما يجعلها تمنح المستثمر إحساسا بالثقة بأن الأقساط المستحقة الدفع على الرهن العقاري ستسوى في موعدها، و نتيجة لذلك فإن الأوراق المالية لمؤسسة "جيني ماي" تحمل تصنيفا ائتمانيا ممتازا بدرجة "AAA"⁽³⁾.

أما مؤسسة "فاني ماي" فهي مؤسسة شبه حكومي، إذ أنها مملوكة و تدار كشركة خاصة، وتخضع للقواعد التنظيمية لوزارة الإسكان و التنمية العمرانية الأمريكية و وزارة المالية الأمريكية . والشهادات التي تصدرها هذه المؤسسة تضمن سداد الفائدة و أصل الدين في الموعد المحدد، إلا أن هذا الضمان تدعمه أيضا الحكومة الأمريكية بشكل ضمني، و لهذا فإن شهادات الائتمان التي تصدرها "فاني ماي" تحظى أيضا بتصنيف ممتاز أي بدرجة "AAA"⁽⁴⁾.

و تعد كل من "جيني ماي" و "فاني ماي" أول مؤسستين متخصصتين في مجال ضمان الرهن العقاري و إصدار الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية من الدرجة الأولى MBS، و ذلك بعد شراء

(1) عمر طالب، عبد الحميد غوفي، مرجع سبق ذكره، ص.11.

2) Cairo & Alexandria stock exchanges, op.cit, p.3.

3) Standard & Poor's, op.cit, p.16.

4) Ibid, p.15.

قروض الرهن العقاري من البنوك التجارية و المؤسسات الاقتصادية و بنوك الرهن العقاري و المقرضين الأوليين، ثم تقوم بحفظها في محافظهما الخاصة أو بيعها للمستثمرين عن طريق إصدار MBS و التي تعتبر من أولى منتجات التمويل⁽¹⁾، و التي تدعم السوق الثانوي للرهن العقاري.

و في سنة 1970م قامت الحكومة الأمريكية بإنشاء مؤسسة جديدة بموجب امتياز من الكونغرس الأمريكي تتعامل بالقروض العقارية في السوق الثانوية هي مؤسسة رهونات القروض الداخلية الفدرالية، وعرفت بمؤسسة فريدي ماك Freddie Mac، و في عام 1989م تحولت إلى مؤسسة خاصة مثل مؤسسة "فاني ماي"، و التي تعد المنافس المباشر لها، كما أن الإرشادات التوجيهية التي تصدرها "فريدي ماك" بخصوص شراء القروض مشابهة جدا للإرشادات التي تصدرها مؤسسة "فاني ماي".

و لقد كان الهدف من إنشاء مؤسسة "فريدي ماك" هو شراء القروض العقارية التي تصدرها مؤسسات الادخار في الولايات المتحدة الأمريكية. و تعمل المؤسسة عند شراء القروض وفقا لبرنامجي، الأول يتعلق بالضمانات المقدمة بخصوص جدول مدفوعات سداد الفائدة و أصل القرض في المواعيد المحددة، و هو البرنامج الذي يحمل التصنيف "الذهبي"، أما البرنامج الثاني فيتعلق بالضمانات التي تعزز شهادات مؤسسة "فريدي ماك" المعيارية و التي تشمل مدفوعات الفائدة و المدفوعات النهائية لأصل القرض في وقتها.

وما تجدر الإشارة له هو أن مؤسسة "فريدي ماك" لا تتمتع بالدعم المباشر من الحكومة الأمريكية، إلا أنه ينظر إليها على أنها ذات تأثير ضمني قوي على الحكومة الأمريكية، حيث تعامل الشهادات الصادرة عنها مثل شهادات "فاني ماي"، أي كاستثمارات ذات تصنيف ممتاز "AAA"⁽²⁾.

و قد بدأت مؤسسة "فريدي ماك" سنة 1970م بإصدار MBS، و في سنة 1975م شرعت كذلك في إصدار السندات المضمونة برهونات عقارية من الدرجة الأولى، ليتم خلق جو من المنافسة على مستوى السوق الثانوية لتداول المحافظ العقارية⁽³⁾.

و مما تقدم يتضح بلى التمويل في بدايته كان مرتبطا ارتباطا وثيقا بالرهن العقاري، إلى درجة أنه كان يعرف بالتمويل العقاري، و كان الهدف منه هو حل أزمة الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية من

(1) عمر طالب، عبد الحميد غوفي، مرجع سبق ذكره، ص. 11.

(2) Standard & Poor's, op.cit, p.15.

(3) عمر طالب، عبد الحميد غوفي، مرجع سبق ذكره، ص. 12.

خلال مساعدة البنوك و المؤسسات المالية على التخلص من قروض الإسكان غير السائلة لتتمكن من منح تمويلات جديدة لغايات الإسكان.

و مع بداية الثمانينات، من القرض الماضي، ظهرت أزمة المديونية الخارجية العالمية في معظم الدول النامية، حيث بدأ تعثر هذه الدول في دفع ديونها و فوائدها في مواعيد استحقاقها، و كحل لهذه المشكلة تم إقتراح تحويل الديون الخارجية إلى سندات موقرة Debt securitization، أي تم تحويل هذه الديون إلى أوراق مالية، و أول الدول التي قامت بتوريق ديونها هي المكسيك، حيث قامت بمبادلة القسم الأكبر من ديونها بسندات ضمننتها الخزنة الأمريكية مقابل التزام المكسيك بتنفيذ برنامج إصلاح اقتصادي متفق عليه⁽¹⁾.

و منذ منتصف الثمانينات لم يعد استعمال التوريق مقتصرًا على الولايات المتحدة الأمريكية بل انتشر في مختلف دول العالم، و لم يبقى مرتبطًا بالقروض المضمونة برهون عقارية و الديون الخارجية، و إنما امتد ليشمل مجالات أخرى مثل: قروض السيارات، الديون المرتبطة ببطاقات الائتمان، تأجير المعدات... الخ. و قد مكنت عملية التوريق من تحقيق الاندماج بين أسواق الائتمان و أسواق رأس المال، لأنها أزلت الحدود بين القروض المصرفية و الأوراق المالية.

2 - ظهور التوريق في الجزائر:

إن ظهور التوريق في الجزائر و الذي عرف بنظام إعادة التمويل الرهني كان نتيجة لظهور الأزمة الحادة للسكن التي عرفت الجزائر في النصف الثاني من التسعينات، و العجز الكبير في التمويل العقاري الذي كان مسيرا بصورة كلية من طرف الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط (CNEP)، و نتيجة لعدم قدرة هذا الأخير على تلبية الطلب المتزايد لعدد الوحدات السكنية، إضافة إلى عدم قدرة العائلات من ذوي الدخل المحدود على امتلاك سكنات، فكان من الضروري التفكير في حلول عملية ناجعة من أجل الخروج من هذه المعضلة، خاصة و أن تمويل القطاع العقاري يشكل عبئ كبير على ميزانية الدولة من جهة، ويمثل خطر بالنسبة للبنوك من جهة أخرى، و ذلك بسبب احتياجه إلى تمويل طويل الأجل مما ينتج عنه تجميد للأموال خاصة بالنسبة للبنوك التجارية التي تعتمد على موارد قصيرة الأجل، و لذلك، و بعد قيام السلطات بالبحث و الدراسة تم التوصل إلى حل يقضي بخلق مؤسسات مالية متخصصة في القروض

(1) فؤاد محمد أحمد حسين، الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها، دراسة من الدورة التاسعة عشر. لمنظمة المؤتمر الإسلامي في الشارقة، ص.5.

الرهنية طويلة الأجل، ف جاء إنشاء كلا من شركة إعادة التمويل الرهنى Société de Refinancement Hypothécaire (SRH)، التي تمثل شركة التوريق، و شركة ضمان القرض العقاري Société de Garantie du Crédit Immobilier (SGCI)، و كان ذلك في سنة 1997 بهدف تيسير شروط الإقراض السكني و حل معضلة السكن التي تعتبر قضية ذات أهمية قصوى، سواءً على المستوى الاجتماعي أو على المستوى الاقتصادي⁽¹⁾.

لكن بالرغم من اتخاذ هذا الإجراء، و سن قوانين تخص عملية التوريق، إلا أن هذه الأخيرة لم تشهد ازدهارا في الجزائر بسبب عدم وجود سوق مالي نشط و فعال.

المبحث الثاني: الإطار الفكري للتوريق

إن التوريق يعتبر أداة مالية مركبة، إذ أنه يمكن من خلق أدوات مالية مختلفة، تتماشى مع احتياجات المستثمرين من حيث العائد، المخاطر، آجال الاستحقاق... الخ، و تحقق أهداف مختلف الأطراف الفاعلة في هذه العملية، و سنحاول من خلال هذا المبحث التعرف على أركان عملية التوريق، إجراءاتها، أساليبها، منتجاتها، أهدافها و مقومات نجاحها.

المطلب الأول: ركائز التوريق

إن تحقق عملية التوريق يتطلب القيام بمجموعة من الإجراءات من خلال تدخل مجموعة من الأطراف و توفر عدة شروط لضمان نجاحها، و من خلال هذا المطلب سنحاول التعرف على أركان عملية التوريق، إجراءاتها و الأساليب القانونية لنقل ملكية الأصول محل التوريق.

1 أركان التوريق :

إن القيام بعملية التوريق يستوجب إبرام عقد يتوفر على عدة أركان يمكن توضيحها فيما يلي:

(1) عمر طالب، عبد الحميد غوفي، مرجع سبق ذكره، ص. 16، 17.

1 ± -أطراف عملية التوريق :

التوريق كأى عقد له أطراف ينشئ لها حقوقا وأخرى يترتب عليها التزامات وهى الأطراف الأصلية في عملية التوريق، كما أن له أطراف أخرى دورها خدمة العملية بعقود منفصلة، و منه فإن أطراف عملية التوريق تتمثل أساسا في⁽¹⁾:

أ. الأطراف الأصلية أو الداخلية لعملية التوريق: و تشمل هذه الفئة الأطراف التالية:

1. البادئ أو المنشئ أو المتنازل أو المقرض الأصلي: إن أساس عملية التوريق هو دين أو قرض حصل عليه طالب التمويل (المدين) من مؤسسة تمويل (بنك، شركة تمويل، شركة تأمين، ...)، ليستخدمه في أي غرض من الأغراض الاستثمارية أو الاستهلاكية (إقامة مشروع، شراء عقار، سيارة، بطاقة ائتمان...) هذا مع تقديمه للضمانات اللازمة لذلك و دفع الفوائد و مبلغ الدين عند حلول أجل استحقاقه.

و عليه فالمقرض الأصلي هو المؤسسة المالية المتخصصة في تمويل أو منح القروض، والتي تريد توريق أصولها، وقد تكون إما مالكة للأصول محل التوريق، أو لها قروض أو ديون أو مستحقات مالية في ذمة الآخرين، فتقوم بتجميع ديونها المتجانسة في محفظة مالية ثم تحولها إلى شركة التوريق بعد تقييمها من طرف أحد بيوت التقييم المعترف بها ، أي شركات التصنيف الائتماني، وذلك مقابل توفير السيولة لها، و يجب عليها الإلتزام بالإفصاح التام و توفير كل المعلومات عن الأصل محل التوريق⁽²⁾، كما يمكنها القيام بأنشطة أو خدمات أخرى تساعد على إنجاز عملية التوريق و تدر لها عائدا مثل:

- القيام بخدمة الدين، أي تحصيل التدفقات النقدية الناتجة عن دفع الأقساط المستحقة من المدين.
- تحسين الجدارة الائتمانية للأوراق المالية.
- القيام بدور مقابل لشركات التوريق في عمليات المبادلة.
- الإشراف على الاكتتاب وترويجه.
- الاستثمار في الأوراق المالية المرهونة بالأصول.

(1) شيماء إبراهيم محمد نواره، الإفصاح عن توريق الديون في البنوك التجارية المصرية في ضوء معايير المحاسبة الدولية (دراسة ميدانية)، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة قناة السويس، 2007، ص.ص. 23-27.

(2) صبري عبد العزيز إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص.4.

أما المدين، طالب التمويل، فلا يعد طرفاً أساسياً في عملية التوريق، لأن تحويل الدين للمكتتبين لا يتطلب موافقته و هو لا يساهم في تكاليف عملية التوريق.

أ.2. المصدر أو شركة التوريق، ويطلق عليها الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) Special purpose Vehicle، و هي شركة يقتصر غرضها على ممارسة نشاط التوريق، فهي متخصصة في شراء الديون و توريقها، إذ يتم تحويل الأصول محل التوريق إليها من البادئ للتوريق لتقوم بإصدار أوراق مالية بقيمتها، فتوفر له السيولة و تتولى إدارة تداول تلك الأوراق في السوق الثانوي. و تجدر الإشارة إلى أن عملية التوريق يمكن أن تتم دون وساطة SPV، حيث تكون مؤسسة التمويل هي نفسها التي تتولى هذه العملية، و ذلك من خلال إنشاء شركة تكون تابعة لها، بهدف توريق قروضها، شرط أن تكون لهذه الشركة ميزانية مستقلة و ذمة مالية مستقلة عن مؤسسة التمويل. و عليه فالتوريق يتم من خلال نظامين:

- **نظام التوريق الداخلي:** وفيه يقوم البنك بإنشاء شركة تكون تابعة له و لكنها تتمتع بميزانية و ذمة مالية مستقلة عنه، و الغرض منها هو توريق ديون البنك التي يتم تجميعها في محافظ مالية تكون مدعمة بضمانات، و تحول حقوق البنك فيها إلى حملة الأوراق المالية التي تم إصدارها، و تدخل هذه المحافظ ضمن أصول البنك و تدرج في قوائمه المالية، و يكون لحملة تلك الأوراق حق الرجوع على البنك المصدر لها و الضمانات المتاحة لهذه القروض.

- **نظام التوريق الخارجي:** حيث يتم بموجبه إتمام عملية التوريق بإصدار أوراق مالية من خلال شركة متخصصة في التوريق تحول إليها المحفظة المالية المراد توريقها، و في ظل هذا النظام تدخل المحفظة التوريق ضمن أصول الشركة و تظهر على قوائمها المالية و يكون حق الرجوع لحملة الأوراق المالية على SPV⁽¹⁾.

أ.3. **المستثمرون أو المكتتبون:** و هم الأشخاص الطبيعيون أو الاعتباريون من بنوك، صناديق تأمينات و معاشات، مؤسسات استثمار و غيرهم من الذين يرغبون في الاكتتاب في سندات الديون محل التوريق، ليحلوا محل الدائن الأصلي كدائنين جدد، و عادة ما يكثر عددهم، حتى تتوزع مخاطر الائتمان على عدد أكبر من الدائنين، و تتوزع الفوائد على المستثمرين كل حسب نسبته في تلك السندات.

1) Thierry Granier & Corynne Jaffeux, op.cit, p.p.38-45.

ب. الأطراف الخارجية لعملية التوريق : و تتمثل هذه الفئة في الأطراف الذين يتم الاتفاق معهم

لتأدية خدمات خاصة لعملية التوريق من أجل ضمان نجاحها، وهم:

ب.1. وكالات التصنيف أو التقييم الائتماني العالمية : و هي تمثل بيوت الخبرة التي تقوم بعملية

تقييم المخاطر الائتمانية للأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق، و ذلك لتبيان مدى الجدارة

الائتمانية والمالية لهذه الأوراق وما تتمتع به من ضمانات وتحديد نسبة المخاطر التي تتطوي عليها،

ومساعدة مختلف المتدخلين على اتخاذ قراراتهم من خلال تقديم النشرات التحليلية وإتاحة المعلومات

المالية عن تلك الأوراق⁽¹⁾، و تدخل هذه الشركات في تصنيفاتها الخاصة بالديون درجة احتمال قيام

المصدر بسداد أصل المبلغ و الفوائد الدورية بالكامل بتاريخ الاستحقاق، و ذلك حسب شروط إصدار

الورقة، و الإضافات الخاصة بتحسين الجدارة الائتمانية، و التقييم السيادي للدولة التي توجد فيها

شركات التوريق والتي يتم تداول الأوراق المالية فيها، و لذلك فهي تقوم بالمهام التالية⁽²⁾:

- تقييم الهيكل المقترح للتوريق.
- تقييم النسبة المتوقعة لعدم السداد والخسارة لمحفظة القروض.
- مراجعة الوضع الائتماني للجهات الخارجية مثل شركات التأمين، البنوك الاستثمارية، مديري المحافظ وغيرهم من أطراف عملية التوريق.
- تقييم المخاطر التشريعية المختلفة ومن ضمنها مخاطر تطبيق قوانين الإفلاس عند إفلاس إحدى الجهات الرئيسية في عملية التوريق وتأثير ذلك على عملية التوريق .
- و الهدف من كل هذه الإجراءات هو الوصول إلى تقييم غير متحيز و محايد فيما يتعلق بالجدارة الائتمانية، و ذلك لحماية المستثمرين الذين سيشترون الأوراق المالية من جهة، و ضمان الاستقرار و الشفافية في الأسواق المالية من جهة أخرى.
- و من هنا أصبحت هذه المؤسسات معلما من معالم السوق المالية، خاصة و أن عددها محدود إذ لا يتجاوز ست وكالات عالمية، و من أقدمها: Moody's, Standard & Poor, Fitch، و يمكن توضيح جدول التقييم المعتمد من طرف كل منها فيما يلي:

(1) محمد صالح الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص.317،318.

(2) شيماء إبراهيم محمد نواره، مرجع سبق ذكره، ص.41.

جدول رقم 09: التقييط المعتمد من طرف وكالات التقييط

		Moody's	Standard & Poors	Fitch Rating
INVESTMENT GRADE	Prime: Sécurité Maximale	Aaa	AAA	AAA
	Investment/High Grade: Qualité Haute	Aa1	AA+	AA+
		Aa2	AA	AA
		Aa3	AA-	AA-
Upper Medium Grade: Qualité Moyenne	A1	A+	A+	
	A2	A	A	
	A3	A-	A-	
Lower Medium Grade: Qualité Inférieure	Baa1	BBB+	BBB+	
	Baa2	BBB	BBB	
	Baa3	BBB-	BBB-	
NON INVESTMENT/SPECULATIVE GRADE	Non investment Grade	Ba1	BB+	BB+
		Ba2	BB	BB
		Ba3	BB-	BB-
		B1	B+	B+
		B2	B	B
		B3	B-	B-
		Caa	CCC+	CCC
		Ca	CCC	
		C	CCC-	

Conseil Déontologique Des Valeurs mobilières, op.cit, p.15.:Source

عند التقييط يتم تقسيم المنتجات المراد تقييمها إلى فئتين رئيسيتين: فئة المنتجات الاستثمارية وتتميز بانخفاض درجة المخاطر المرتبطة بها، و فئة منتجات المضاربة و تتميز بارتفاع درجة المخاطر المرتبطة بها⁽¹⁾.

ب.2. شركة التسيير أو القائمة على خدمة الدين : يتمثل دورها أساسا هو الدور التنفيذي، فهي تعتبر الجهة القائمة على التحصيل الدوري للدين من قبل المقترضين في تواريخ الاستحقاق التي تم الاتفاق عليها، و تسليمها إلى شركة التوريق لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها، و قد تكون هذه الشركة هي نفسها الشركة البادئة للتوريق⁽²⁾. وتتمثل مسؤوليات الشركة القائمة على خدمة الدين في:

1) Conseil Déontologique Des Valeurs mobilières, op.cit, p.14.

(2) محمد صالح الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص.317.

- القيام بتحصيل الدين الأصلي.
 - إتباع تعليمات وإرشادات أمين المحفظة.
 - تسليم الأموال المحصلة في الحساب الاحتياطي إلى أمين المحفظة.
 - تقديم تقرير إلى أمين المحفظة بصفة دورية عن التحصيل وحالات عدم السداد.
- ب.3. **المنظم:** و هو عبارة عن مؤسسة مالية مهمتها إيجاد المتنازلين و المستثمرين المحتملين لإتمام صفقة معينة، و هي تحاول جعل هذه الصفقة مهيكله بطريقة تجعلها قادرة على تحقيق أهداف المتنازلين من جهة، و تلبية مصالح و رغبات المستثمرين من جهة أخرى⁽¹⁾.
- ب.4. **معزز الائتمان:** و يقصد به الطرف الذي يوافق على رفع جودة الائتمان لدى الطرف الآخر أو مجمع الأصول من خلال أداء الدفعات التي تصل عادة إلى مبلغ محدد، في حالة عجز الطرف الآخر عن أداء التزاماته في السداد أو في حالة نقص التدفق النقدي المنتج من قبل مجمع الأصول عن المبالغ المطلوبة تعاقدياً نظراً لعجز المتعهدين الأساسيين⁽²⁾. و لذلك فهو يعتبر الضامن لحقوق حملة الأوراق المالية في تحصيل مستحقاتهم، وقد يكون هذا الطرف إحدى شركات التأمين أو مؤسسة حكومية، مثل المؤسسة الحكومية للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية جيني مي Ginnie Mae.
- ب.5. **أمين المحفظة:** يعتبر أمين المحفظة جهة لا تشارك في الأعمال التجارية في عملية التوريق، بل تقوم بمتابعة الأوراق المالية المرهونة بالأصول وما إذا كانت هذه الأوراق تعبر حقيقة عن القيمة الحقيقية للأصل و التأكد من أية ضمانات إضافية أخرى دخلت في تقييم الورقة.
- ويعتبر أمين المحفظة مسئولاً عن إدارة المحفظة إلى جانب القيام بالعديد من العمليات الخاصة بالتمتلكات المعهودة له سواء كانت أوراقاً مالية، أراضي وعقارات أو أموال، وتتلخص مسؤولياته في:
- إدارة محفظة الأصول والضمانات المتعلقة بها.
 - مراجعة ومراقبة المحفظة بصفة دورية.

1) Sophie Guéméné, Vincent Ade, Les enjeux de la titrisation, Mémoire de fin d'études, CNAM- Dess Finance D'entreprise, Paris, 2002/2004, p.7, depuis le site web :

http://aficnam.cluster002.ovh.net/V2/documentspdf/MemFE04_04_-_Enjeux_de_la_titrisation.pdf

2) Standard & Poor's, op.cit, p.10.

- تقديم تقرير عن المحفظة للمستثمرين بصفة دورية.
 - تنفيذ كافة الإجراءات القانونية في حالة عدم السداد.
 - تعيين وتغيير القائم على خدمة الدين .
- ب.6. **وكيل السداد:** يقصد به مصرف ذو سمعة ومكانة دولية وافق على أن يتعهد بسداد مدفوعات عن الأوراق المالية للمستثمرين، ومن المعتاد أن يتم السداد عن طريق نظام مقاصة. وفي أوروبا تتولى هذا الأمر جهة ترتبط بالأمين، وعلى العكس من ذلك نجد أنه في الولايات المتحدة يكون الأمين نفسه هو المسؤول عن عمليات السداد للمستثمرين.
- ب.7. **المودع:** و هو مؤسسة ائتمانية تعمل على التأكد من حيابة SPV للأصول محل التوريق، وتراقب مدى انتظام المعاملات لضمان تسديد حصص المستثمرين⁽¹⁾.
- ب.8. **ضامن الاكتتاب Souscripteur:** يقصد به أي طرف يقبل التعرض للمخاطر. وفي أسواق رأس المال يقصد به المتعامل بالأوراق المالية الذي يلتزم بشراء كل أو بعض الأوراق المالية التي يتم إصدارها بسعر معين. و وجود ذلك الالتزام يمنح المصدر تأكيداً بأن الأوراق المالية سيتم طرحها كما يحدد سعرها. و عليه، فضامن الاكتتاب يتحمل مع المستثمرين مخاطر السوق الخاصة بطرح الأوراق المالية التي تم إصدارها من جديد، ومقابل ذلك يفرض رسماً عن ضمان الاكتتاب⁽²⁾، كما يقوم بعمليات الطرح من خلال إعداد نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات بعد القيام بالدراسة المستقلة للممول، و ذلك بهدف توفير الإفصاح الكامل و الشفافية اللازمة لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات الاستثمار⁽³⁾.
- ب.9. **السلطات الرقابية:** و هي الجهة التي تعمل على مراقبة و ترخيص هذا النوع من العمليات، وطرق عملها تختلف من بلد إلى آخر.

1) Sophie Guémené, Vincent Ade, op.cit, p.7.

2) Standard & Poor's, op.cit, p.37.

(3) محمد صالح الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص.318.

1 2 - محل عملية التوريق :

و يشتمل هذا الركن على مختلف العناصر التي تتعاقد عليها الأطراف الأصلية في عملية التوريق، و تتمثل هذه العناصر في⁽¹⁾:

- أ. الأصل محل التوريق أو محفظة التوريق: عادة ما تقوم المؤسسة البادئة للتوريق بتجميع الديون المتشابهة أو المتجانسة من حيث فائدتها، آجالها، أخطارها، أغراضها و ضماناتها.. الخ، في محفظة واحدة لتحويلها إلى SPV، التي تقوم بإصدار سندات على أساس قيمتها الأصلية وفوائدها و تلحق بها ضماناتها، و تسمى هذه العملية بالتميط.
- و تكون الديون التي تحتويها المحفظة مستقلة عن الذمة المالية لمؤسسة التمويل و SPV، بحيث لا تتأثر حقوق حملة سندات التوريق بإفلاسها أو إعاقتها أثناء أجل الاستحقاق.
- ب. المقابل الذي تدفعه شركة التوريق للشركة البادئة ، و يكون هذا المقابل أقل من قيمة الأصل محل التوريق، وعادة تقترضه SPV لتدفعه للشركة البادئة ثم تسدد القرض من حصيلة بيع الأوراق المالية للمستثمرين، وقد تؤجل سداد الثمن للمؤسسة البادئة حتى جمع هذه الحصيلة.
- ج. الأوراق المالية المصدرة : و هي الأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق و التي يتم بيعها للمستثمرين، وعادة ما تباع بعلاوة إصدار، أي بمبلغ يزيد عن القيمة الاسمية للسند، وتمثل العلاوة دخلاً SPV بجانب الفرق بين القيمة الأصلية للدين المورق وبين ما تدفعه للشركة البادئة، بالإضافة إلى قيمة الاكتتاب و التي تتمثل في المبلغ الذي يدفعه المستثمرون لشراء الأوراق المالية.

1 3 - صيغة عملية التوريق :

و هي الصيغة التي تعبر عن إرادة المتعاقدين في إبرام صفقة التوريق، و تتمثل في التوقيع على العقود التي تبرم لذلك، وعادة ما توجد نماذج قانونية مرفقة بقوانين التوريق يحدد فيها حقوق والتزامات كل طرف، وهي تتمثل في نموذج عقد تحويل حقوق الشركة البادئة وشركة التوريق ثم نشرة الاكتتاب في

(1) محمد عبد الحلیم عمر، مرجع سبق ذكره، ص.9.

الأوراق المالية المطروحة، إلى جانب نماذج العقود بينهم وبين الأطراف التي تقدم خدمات لعمليات التوريق حسبما تم ذكرهم من قبل.

2 - خطوات عملية التوريق :

عند زيادة بنك (مؤسسة الائتمان) لرأس ماله لغرض أو لأخر أو حين يحتاج لسيولة نقدية فإنه لن يكون لديه إلا حالة من ثلاثة : فإما أن يطرح أسهما لزيادة رأس المال للاكتتاب العام، أو يلجأ للاقتراض من بنك أو بنوك أخرى، أو أخيراً، يقوم بطرح سندات مديونية للاكتتاب العام، و هذا يعد قرصاً جماعياً مقابل فائدة ثابتة و لأجل طويلة، وهو ما يفضله حملة الأسهم بالبنك، لأن إدخال مساهمين جدد يعني أنهم سيقتسمون معهم الأرباح و هذا ما سيحدث في الحالة الأولى، أو أن البنك سيتعرض لضغط فائدة بنكية مرتفعة أو آجال قصيرة لسداد أصل مبلغ القرض المصرفي في الحالة الثانية⁽¹⁾.

و لجوء البنك إلى الحالة الثالثة يعني أنه قد يقوم هو نفسه بعملية طرح سندات المديونية ، أو أنه يلجأ إلى إحدى الشركات المتخصصة في ذلك، و منها شركات التوريق. و في حالة لجوء البنك إلى هذه الشركة فلا بد من إتباع الإجراءات التالية⁽²⁾:

بداية، يجب على البنك الذي يرغب في اللجوء إلى عملية التوريق أن يملك قروضاً و أصول مالية أخرى تكون في معظم الأحيان سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك تعود لمجموعة من المدنيين الذين يكونون غالباً مقترضين وتجسد هذه السندات مديونياتهم للبنك⁽³⁾، ثم يقوم هذا الأخير بفوزها و تجميع الأصول المتشابهة من حيث معدلات العائد، آجال الاستحقاق، الضمانات، الأغراض،... الخ، في محافظ مالية، ثم يلجأ إلى أحد مكاتب التثمين لتقييمها، و ذلك لتحديد مدى تطابق قيمتها الدفترية مع القيمة التي ستورق بها، بعد ذلك يتم اللجوء إلى إحدى وكالات التصنيف لتحديد الجدارة الائتمانية للمقترض، أي للبنك بادئ التوريق، و تقرير ما إذا كان بحاجة إلى التعزيز الائتماني، وذلك من أجل اتخاذ الإجراءات اللازمة و الاتفاق مع الضامنين سواء كانوا مؤسسات حكومية أو شركة تأمين أو جهة أخرى.

(1) حسين فتحي عثمان، التوريق المصرفي للديون الممارسة والاطار القانوني، كلية الحقوق - جامعة طنطا ، اتحاد المصارف العربية ، 2002، ص.5.

(2) محمد عبد الحليم عمر، مرجع سبق ذكره، ص.10،9.

(3) ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية الراهنة، ديوان المطبوعات الجامعية، 2010، ص.13،12.

بعد حصول البنك على التصنيف اللازم للتمكن من توريق محافظه أو أصوله، يقوم بتحويلها مع ضماناتها إلى شركة التوريق و يتفق معها على كيفية التحويل، و المبلغ الذي ستدفعه مقابل هذه الأصول و طريقة السداد، إذ أن شركة التوريق يمكنها تسديد المستحق عليها للبنك البادئ بالتوريق إما باقتراضها المبلغ من إحدى المؤسسات المالية أو من خلال حصيلة التوريق.

ثم تقوم شركة التوريق بإصدار الأوراق المالية الممثلة للأصول محل التوريق بالقيمة الاسمية زائد علاوة الإصدار و طرحها للاكتتاب العام على المستثمرين، و ذلك بعد الاتفاق مع ضامن الاكتتاب الذي يتولى شؤون الاكتتاب مقابل رسم الضمان، و هو يعمل على جمع حصيلة الاكتتاب و يسلمها لشركة التوريق لتقوم بسداد القرض الذي أخذته من المؤسسة المالية أو لتدفع مستحقات البنك البادئ للتوريق.

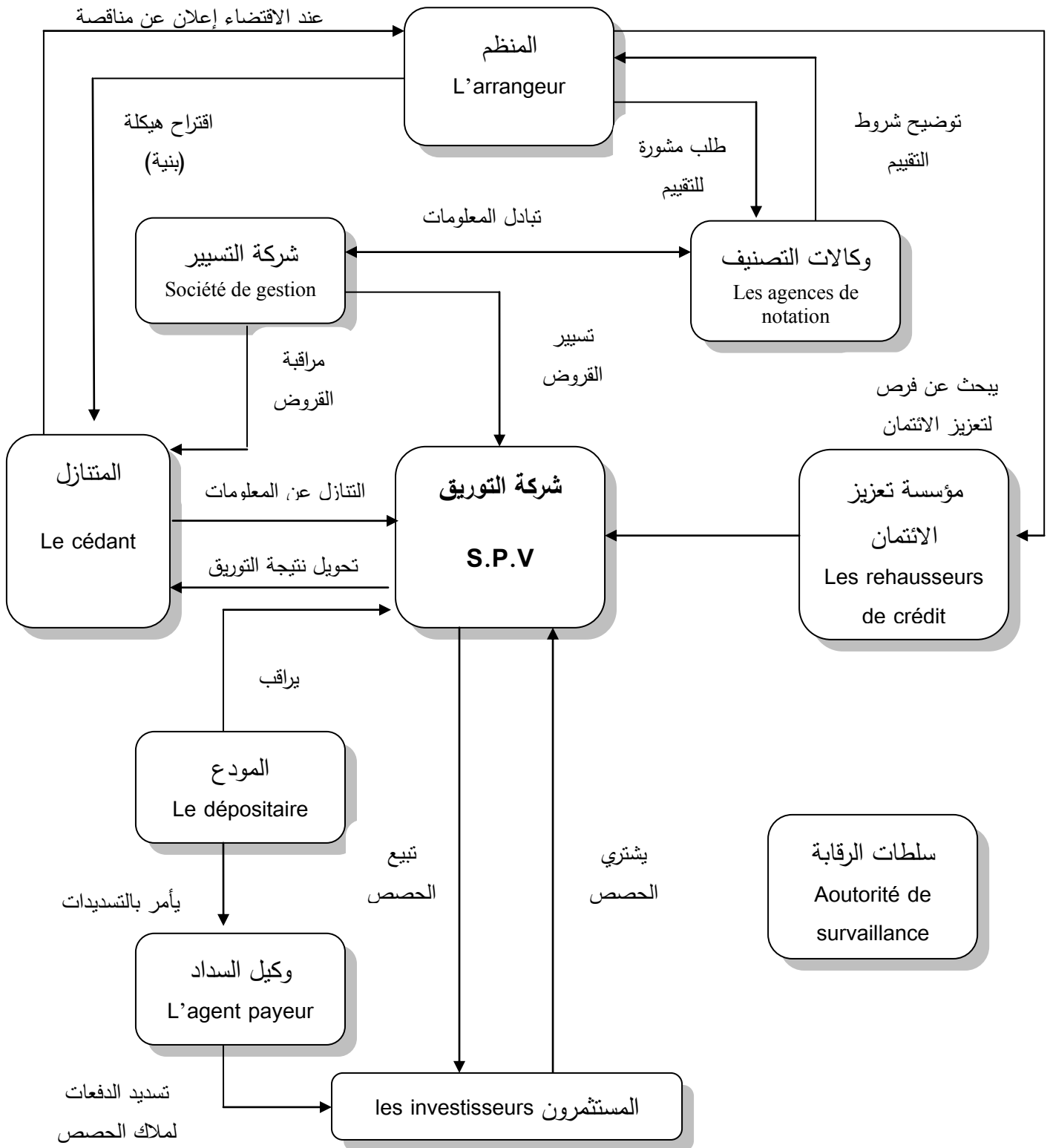
كما تقوم بالاتفاق مع الجهة التي ستقوم بخدمة الدين، أي تقوم بتحصيل العوائد والأقساط المستحقة على مديني الأصول محل التوريق وتسليمها لأمين الحفظ لتوزيعها على حملة الأوراق المالية التي تم إصدارها، و ذلك ليتم إطفاء قيمتها تدريجياً، و في حالة تأخر أو توقف الملتزمين بالأصل المورق عن دفع المستحق عليهم من أقساط أو فوائد تقوم الجهة الضامنة بالسداد لتسليمها للمستثمرين.

و هنا تجدر الإشارة إلى ضرورة الاتفاق بشكل محدد بين البنك البادئ و شركة التوريق على التوفيق ما بين تواريخ استحقاق المتحصلات النقدية من المدينين الأصليين وتواريخ استحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم هذا من جهة، و من جهة أخرى لابد كذلك من التوفيق بين قيم الفوائد المقررة على الديون الأصلية و قيم الفوائد المقررة على الأوراق المالية الموجودة بحوزة المستثمرين، و ذلك لتفادي الوقوع في مخاطر عدم السداد⁽¹⁾.

كما تجدر الإشارة كذلك إلى أنه خلال مدة استحقاق هذه الأوراق يمكن للمستثمرين تداولها في السوق الثانوية، أي يمكنهم بيعها وذلك إما بسعر الشراء أو أكثر أو أقل، أي حسب أسعارها في الأسواق المالية، و في أجل استحقاق تلك الأوراق تكون العملية قد انتهت.

(1) حسين فتحي عثمان، مرجع سبق ذكره، ص.6.

و المخطط الموالي يبين أطراف عملية التوريق و خطواتها:



شكل رقم 09: أطراف و خطوات عملية التوريق

Source : Sophie Guéméné, Vincent Ade, op.cit, p.8.

3 - الأساليب القانونية لنقل ملكية الأصول للمصدر :

لقد أثبتت الممارسات الفعلية لعملية التوريق وجود ثلاثة أساليب قانونية لنقل ملكية الأصول محل التوريق من البنك البادئ للتوريق إلى شركة التوريق، و تتمثل هذه الأساليب فيما يلي:

3 ± نقل الأصول بحوالة الحق أو التنازل :

حوالة الحق هي اتفاق مبرم بين أطراف عملية التوريق، يقوم بمقتضاه الدائن أو المقرض بالتنازل عن الديون الأصلية لشخص مدين له إلى طرف ثالث، و هو في هذه الحالة SPV، مع التزامه بالتسديد في حالة عدم قيام المدين بالسداد⁽¹⁾.

والغرض من حوالة الحق قد يكون مجرد التصرف في هذا الحق كقيمة مالية في ذمة الدائن ولكن أجل استحقاقها يحول دون تلبية حاجته للأموال، كما قد تستهدف الحوالة الوفاء فينقضي بها التزام الدائن اتجاه SPV، أو قد يكون المقصود من الحوالة مجرد تقديم ضمان من الدائن إلى SPV، فإذا لم ينفذ الدائن إلتزامه اتجاه SPV يمكن لهذه الأخيرة مطالبة المدين بتنفيذ هذا الإلتزام. ولا تكون الحوالة نافذة إلا بقبول المدين لها أو بإعلانه بها، وهو ما يطلق عليه وصف " شهر الحوالة "، ويستلزم أن يكون هذا القبول ثابت التاريخ⁽²⁾.

كما أنه إذا اتفق أطراف صفقة التوريق على أن يتم نقل الأصول من خلال حوالة الحق، فإنه وحسب الفقه الإنجليزي لابد من ضرورة مراعاة عدد من القواعد المرشدة و التي يمكن توضيح أهمها فيمايلي⁽³⁾:

- التأكد من عدم وجود أية وثائق ذات صلة بالأصول موضوع النقل تتضمن اشتراطات تمنع حوالتها، وفي هذا الصدد يجب التأكد من آجال هذه الأصول والشروط الملازمة لها.
- أن تكون الأصول قابلة للتحويل وفقا للأنظمة القانونية المطبقة عليها.

1) Rebert Hudson, Alan colley, Mark Iargan, The capital markets & financial management in banking, securitization and loan transfers, p.236.

(2) حسين فتحي عثمان، مرجع سبق ذكره، ص.7.

3) Jane Borrows, Sidley & Austin, Legal and Regulatory Consideration, Euromoney/DC Gardner Work Book, Euromoney Pub. Plc , 1996, p.14.

- أهمية تحري الدقة حول اشتراط النظام القانوني المطبق أو عدم اشتراطه لضرورة موافقة المدين على الحوالة.
- إذا تبين عدم وجود قيود على البنك البادئ للتوريق في الحوالة فإن ذلك يعني أنه بمجرد انعقاد الحوالة ينتقل الحق المحول إلى SPV بجميع ضماناته ومدفوعاته وصفاته.
- الأصول محل للحق الذي يتم نقله بالحوالة قد تتضمن " سعر فائدة متغير"، وهو ما يمثل ائتماناً متهافتاً بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية الخاصة بـ SPV، وعندئذ فإنه في حالة عقد صفقة التوريق عبر حوالة الحق لا بد من الاتفاق على حد أدنى لسعر الفائدة لا يجوز النزول عنه لضمان الوفاء بالفوائد والمصروفات للمستثمرين وSPV⁽¹⁾.
- ويشيع استخدام هذا الأسلوب في نقل الأصول عند توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها. ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الدائن الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى SPV أو يسدها ضمن سلسلة من الحوالات المتفق عليها عند التعاقد على التوريق، وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين⁽²⁾.

3 2 - نقل الأصول باستبدال الدين أو التجديد :

يستوجب هذا الأسلوب القيام بالتحويل الحقيقي لكل من الحقوق والالتزامات القديمة لدى البنك البادئ للتوريق إلى أخرى جديدة لدى SPV⁽³⁾. و تجديد الحق يكون إما بتغيير الدين أو المدين أو الدائن، و في صفقات التوريق يتم التجديد بتغيير الدائن ليصبح SPV بدلاً من البنك البادئ للتوريق. وفي هذه الحالة يجب أن يتم الاتفاق بين المدين من جانب والبنك البادئ للتوريق و SPV من جانب آخر، على أن تصبح هذه الأخيرة الدائن الجديد⁽⁴⁾، و ذلك للتمكن من استبدال الحقوق و الالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، لأن التجديد يقتضي الحصول على موافقة كل الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً⁽⁵⁾.

(1) حسين فتحي عثمان، مرجع سبق ذكره، ص.8.

(2) يوسفات علي، بوزيان رحمانى هاجر، التوريق و الأزمة المالية العالمية، مداخلة من الملتقى الدولي الثاني بالمركز الجامعي بخميس مليانة حول: الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، يومي 5-6 ماي 2009، ص.4،5.

(3) Rebert Hudson, Alan colley, Mark largan, op.cit, p.236.

(4) حسين فتحي عثمان، مرجع سبق ذكره، ص.13.

(5) يوسفات علي، بوزيان رحمانى هاجر، مرجع سبق ذكره، ص.4.

و بناء على ذلك فإن الحوالة كوسيلة لنقل الحق في الأصول تختلف عن التجديد بتغيير الدائن، حيث أن الحوالة تتم باتفاق البنك البادئ للتوريق و الـ (SPV) دون تدخل المدين، إلى جانب انتقال الحق بكل ضماناته، بينما يترتب على التجديد انقضاء الالتزام الأصلي ونشوء التزام جديد مكانه وعدم انتقال الضمانات المقدمة من المدين لضمان الدين القديم إلا بقيود.

3 3 - نقل الأصول بالمشاركة الجزئية أو الفرعية :

يستخدم هذا الأسلوب لوصف ترتيب تمويلي يتم ما بين البنك البادئ للتوريق وبنك آخر يطلق عليه إسم "البنك المشارك" أو "البنك القائد"، و هو عبارة عن بنك متخصص في شراء الذمم وتمويلها، و يمثل في صفقة التوريق SPV، و بمقتضى هذا الترتيب يقوم البنك المشارك أو SPV بشراء الذمم المدينة من البنك البادئ مقابل سندات مديونية، على أن يسترد البنك المشارك أمواله وفوائدها عندما يحين موعد الوفاء بها من المدين في هذه السندات، و الذي هو في الغالب مقترض من البنك البادئ للتوريق، حيث يسلم المدين مبلغ الدين وفوائده للبنك البادئ ليقوم بدوره بالوفاء للبنك المشارك⁽¹⁾. و ما تجدر الإشارة إليه، هو أن البنك المشارك لا يملك حق الرجوع على البنك البادئ للتوريق، حيث لا يكون هذا الأخير مسؤولاً عن المبلغ المتفق على إعادة الوفاء به في حالة عدم استلامه من المدين، لذلك يجب على البنك المشارك التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية، ويلاحظ أن هناك طرقاً عديدة لحمايته كحصوله على ضمانات عقارية و حقوق إدارة الدين كوصي عليه⁽²⁾.

المطلب الثاني: منتجات التوريق

تتمثل منتجات التوريق في الأوراق المالية التي تصدرها SPV، و هي تختلف باختلاف أغراضها و الأصول الأساسية المسندة إليها des actifs sous-jacents، و عليه يمكن أن تقسم هذه المنتجات إلى المجموعات التالية:

(1) حسين فتحي عثمان، مرجع سبق ذكره، ص.16،15.

(2) يوسفات علي، بوزيان رحمانى هاجر، مرجع سبق ذكره، ص.4،5.

1 منتجات التوريق الحقيقي (الكلاسيكي):

تتضمن هذه المجموعة الفئات التالية⁽¹⁾:

أ. الأوراق المالية المضمونة بالأصول **Asset-Backed Securities (ABS)**: وهي عبارة

عن السندات أو الأوراق المالية المدعومة بمجموعة من الأصول المالية و التي عادة ما تولد تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها. و من أمثلة هذه الأصول المستحقات الناشئة عن استخدام بطاقات الائتمان، قروض السيارات، القروض الاستهلاكية...الخ.

ب. الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري **Mortgage- Backed Securities (MBS)**: وهي

تشمل كافة الأوراق المالية التي يتكون ضمان السداد الخاص بها من قرض مضمون أو محفظة قروض مضمونة برهن أو عدة رهونات عقارية، ويستلم المستثمرون مدفوعات الفائدة وأصل القرض من المدفوعات المستلمة عن القروض المضمونة بالرهن العقاري الضامن-SOUS. adjacent وهي تشمل الأنواع التالية⁽²⁾:

- الأوراق المالية المضمونة برهن عقار تجاري **Commercial Mortgage- (CMBS)**

Backed securities: و يقصد بها الأوراق المالية المضمونة بوحدة أو أكثر من محافظ القروض العقارية التجارية، والتي قد تتضمن مجمعات سكنية، مراكز تسوق، مجمعات صناعية، مباني إدارية و فنادق...الخ.

- الأوراق المالية المضمونة برهن عقار سكني **Residential Mortgage- (RMBS)**

Backed Securities: تسمى أيضا بالأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية السكنية، وتتضمن هذه الأوراق المالية إصدار دين مضمون بمحفظه متجانسة من قروض الرهونات المضمونة بممتلكات عقارية سكنية.

ج. التزام الدين المضمون **Collateralised Debt Obligation (CDO)**: يقصد به الورقة

المالية المضمونة بمحفظه تشمل أنواع مختلفة من الديون، تقسم إلى فئات أو شرائح ذات مخاطر مختلفة⁽³⁾، مما يعني أن ال محفظة الهالية غير متجانسة، يمكن أن تشمل سندات الشركات

1) Conseil Déontologique Des Valeurs mobilières, op.cit, p.9.

2) Standard & Poor's, op.cit, p.28.

3) http://en.wikipedia.org/wiki/Collateralized_debt_obligation, en : 15/09/2011.

المتداولة في أسواق رأس المال، قروض الشركات الممنوحة من مؤسسات الإقراض إضافة إلى مختلف الديون المورقة وغيرها⁽¹⁾. و هي تعتبر أوراق مالية من الدرجة الثانية، و تتضمن الأنواع التالية:

- **التزام السند المضمون (CBO) Collateralised Bond Obligations** : يقصد به الأصول المالية المضمونة بمحفظة تشمل سندات الشركة.
- **التزام القرض المضمون (CLO) Collateralised Loan Obligations** : يقصد به الورقة المالية المضمونة بمحفظة القروض التي تفترضها الشركات من قبل مؤسسات الإقراض، وعادة ما تكون من بنوك تجارية.
- **التزام الرهن المضمون (CMO) Collateralized Mortgage Obligation** : يقصد به الورقة المالية المضمونة بمحفظة من القروض المضمونة بواحد أو مزيج من الرهون العقارية وأوراق الوكالة المالية، وعادة ما تتضمن عملية إصدار التزامات الرهن المضمون فئات متعددة من الأوراق المالية بحيث يكون لها تواريخ استحقاق وكوبونات مختلفة.
- **التزام الدين المضمون المهيكّل (SFBCDO) Structured Finance CDO** : يقصد بها الاوراق المالية المضمونة بمجموعة من المنتجات المهيكلة.
- د. **الأوراق التجارية المضمونة بالأصول (ABCP) Asset-Backed Commercial Paper**: يقصد بها سندات الدين أو الأوراق التجارية المضمونة بأصول، والتي يتم الحصول على دفعات أصل قرضها أو الفائدة المستحقة عليها من التدفقات النقدية المستمدة من محفظة الأصول الأساسية، أو من خلال إعادة إصدار أوراق مالية أخرى. وفي حالة عدم إمكانية إصدار أوراق جديدة ليتم سداد ورقة تجارية حان موعد استحقاقها، يتم سحب تسهيلات سيولة الدعم لتوفير السيولة من جهة، وللسداد مستحقات المستثمرين من جهة أخرى⁽²⁾.

(1) بن نعمون حمادو، دور تقنية التوريق و صناديق التحوط في أزمة 2008، مداخلة من الملتقى الدولي حول الأزمة المالية، بكلية التسيير والاقتصاد، جامعة قسنطينة، 2009، ص.7.

2) Standard & Poor's, op.cit,p.2.

2 منتجات التوريق الإصطناعي:

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

أ. **مبادلة الائتمان المعيبة (CDS) Credit Default Swap** : و هي عبارة عن عقود مبادلة لتغطية خطر عدم الدفع، و تعتبر أكثر أنواع مشتقات الائتمان انتشارا، و يقصد بها العقد الذي بموجبه يحول خطر عدم الدفع المرتبط بمحفظة قروض إلى جهة أخرى تقبل ذلك تعرف ببائع التغطية أو الحماية⁽¹⁾، في الغالب يوافق من خلاله بائع الحماية على سداد مبلغ التسوية إلى مشتري الحماية بمجرد حدوث حالات الائتمان المحددة. ومقابل هذه الحماية، يقوم المشتري بسداد قسط الحماية للبائع⁽²⁾.

ب. **الإلتزام الاصطناعي المضمون (CSO Collateralised synthetic Obligations)**:

وهي عبارة عن أوراق مالية، تكون الأصول الضامنة لها عبارة عن مشتقات ائتمانية⁽³⁾.

ج. **التزام الدين المضمون الاصطناعي أو التركيبي (CDOs Synthetic CDO)**: و هي عبارة

عن أوراق مالية مضمونة بمحفظة مالية تتضمن أنواع مختلفة من الديون، ويتم نقل المخاطر المرتبطة بها من خلال استخدام إحدى مشتقات الائتمان و ذلك مقابل عملية بيع فعلية للأصول⁽⁴⁾.

د. **CDO of CDO (CDO²)**: و هي نوع من التزامات الدين المضمونة، المحفظة المالية

الضامنة لها تشمل شرائح من مختلف التزامات الدين المضمونة الأخرى⁽⁵⁾.

و في الأخير تجدر الإشارة إلى أن كل هذه الأنواع التي تم ذكرها ما هي إلا جزء من أنواع منتجات التوريق، فهناك عدد كبير منها مما يجعل من الصعب الإلمام بها.

1) Thierry Granier & Corynne Jaffeux, op.cit, p.191,192.

2) Standard & Poor's, op.cit, p.10.

3) Conseil Déontologique Des Valeurs mobilières, op.cit, p.9.

4) Standard & Poor's, op.cit, p.36.

5) Nomura Fixed Income Research, CDOs-Squared Demystified, New York, 04/02/2005, de puis le site web : www.securitization.net/.../CDO-Squared_4Feb05, en : 10/09/2011.

المطلب الثالث: أهدافها عملية التوريق و مقومات نجاحها

تلجأ المؤسسات المالية إلى عملية التوريق لتحقيق مجموعة من الأهداف، و ذلك بعد توفر مجموعة من الشروط التي تضمن نجاح هذه العملية، و من خلال هذا المطلب سنحاول التعرض أهم الأهداف التي يمكن تحقيقها من خلال عملية التوريق و أهم مقومات نجاحها.

1 أهداف التوريق :

إن إحد الأساليب الرئيسي الذي تدفع المؤسسات المالية إلى اللجوء إلى عملي التوريق هو محاولة التحرر من قيود الميزانية بهدف زيادة قدرتها على منح التمويل، وزيادة سرعة دوران رأس المال، ومن ثم زيادة الربحية، حيث أن القواعد المحاسبية والمالية البنكية تفرض ضرورة مراعاة مبدأ كفاية رأس المال، وتدبير مخصصات لمقابلة الديون المشكوك فيها، وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام، ويبطئ بالضرورة من دورة رأس المال، و بالتالي يقلل من ربحية البنك. والتوريق في هذه الحالة يعد بديلا مناسباً، حيث أنه يسمح بتدوير جزء من الأصول السائلة الناجمة عن توريق أصوله غير السائلة الضامنة لديونه لدى الغير دون أن يحتم ذلك زيادة في الجزء المخصص للمخاطر في ميزانية البنك، أي دون الحاجة إلى زيادة الأموال الخاصة، مما يساعد على تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال نتيجة لتخفيض المديونية⁽¹⁾.

إلى جانب هذا، هناك أهداف أخرى تسعى المؤسسات إلى تحقيقها من خلال عملية التوريق و من أهمها ما يلي⁽²⁾:

- رفع كفاءة الدورة المالية ومعدل دورانها ، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى . مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة الأموال الخاصة.
- تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول.
- تقليل مخاطر الائتمان للأصول، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.

(1) عجبل جاسم النشمي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما، دراسة من الدورة التاسعة عشر. لمنظمة المؤتمر الإسلامي في الشارقة، ص. 6،5.

(2) المرجع السابق، ص.6.

- انحسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية.
- تخفيف وطأة المديونية، مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال.
- تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداولها.
- تطبيق مبدأ الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأن التوريق يتطلب العديد 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 بأدوات الدخل، مما يتيح التنوع في صناديق الاستثمار، وبالتالي إتاحة فرص استثمار جديدة أمام جموع المستثمرين آخذين بالاعتبار تفاوت درجات تقبل المخاطر لديهم.
- الدمج بين أسواق الائتمان وأسواق رأس المال مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالية من خلال تداول الأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق⁽¹⁾.
- مساعدة الشركات ذات العجز المالي، أو المعرضة له، في تحسين هيكلها التمويلي عن طريق تحويل الالتزامات قصيرة الأجل إلى التزامات متوسطة أو طويلة الأجل⁽²⁾.
- توزيع المخاطر الائتمانية المرتبطة بالأصول محل التوريق على قاعدة عريضة من الأطراف، من خلال اكتتاب عدد كبير من المستثمرين في الأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق⁽³⁾.

2 مقومات نجاح عملية التوريق :

- إن نجاح عملية التوريق يتطلب توفر مجموعة من الشروط التي تتعلق بكل ما يخص هذه العملية، و المتمثلة أساسا فيما يلي⁽⁴⁾:
- وجود أصول مملوك للمؤسسة البادئة بالتوريق تكون قادرة على توليد تدفقات نقدية في المستقبل، و هذه الأصول قد تكون في شكل قروض، أصول مؤجرة...الخ.

(1) محمد عبد الحليم عمر، مرجع سبق ذكره، ص.7.

(2) علي محي الدين القرّة داغي، ص.6.

(3) المرجع السابق، ص.6.

(4) محمد عبد الحليم عمر، مرجع سبق ذكره، ص.6،7.

- أن تتمتع الأصول المراد توريقها بالجاذبية بالنسبة للمستثمر وهذا يتطلب أن يكون للمدينين أصحاب الأصول محل التوريق سجل ائتماني جيد، أي يكون هناك انتظام في السداد إضافة إلى وجود ضمانات عينية مثل الرهن أو شخصية مثل الضامنون من مؤسسات متخصصة وشركات التأمين.
 - عادة ما تكون الأصول محل التوريق موزعة على عدد كبير من المدينين، و لذلك لا بد من تجميع لمتشابهة منها من حيث العائد والأقساط ومواعيد الاستحقاق في محفظة مالية واحدة لتوريقها، أما إذا كانت هذه الأصول تمثل دين لطرف واحد، مثل الديون المترتبة على الحكومات، فهي تمثل مجموعة بذاتها و يتم التوريق بضمانها.
 - يجب أن تكون مبالغ الأصول المطلوب توريقها كبيرة، بحيث يمكن تقسيمها وإصدار أوراق مالية بقيمتها وطرحها للاكتتاب العام، إذ لو كانت المبالغ صغيرة فإنه لا يمكن تقسيمها.
 - يجب أن تكون مدة استحقاق الأصول محل التوريق بتحويلها إلى نقدية بالتحصل أو التصفية طويلة، لكي تسهل عملية تسويق الأوراق المالية الصادرة بضمانها.
- إلى جانب الشروط المتعلقة بالأصول محل التوريق، هناك شروطاً أخرى تتعلق بالأطراف الفاعلة فيه و الإجراءات اللازمة لتطبيقه، و من أهمها⁽¹⁾:
- أن يكون هناك عقد نمطي بين المؤسسة البادئة بالتوريق و شركة التوريق يعطي جميع المشاركين الثقة في وجود الضمانات اللازمة لمقابلة الالتزامات بصورة محددة و قاطعة و يمكن تنفيذها من الناحية القانونية.
 - أن تتوفر مجموعة من معايير الملاءة المالية و الخبرة في مجالات الأوراق المالية و الأوراق التجارية و إدارة الأصول في الشركات العاملة في مجال التوريق.
 - أن يكون لهذه الأوراق المالية دخل مستمر ومنتظم طوال المدة التي تغطيها عملية التوريق.
 - أن يكون التصنيف الائتماني للأوراق المالية الصادرة عن عملية التوريق قد تم بواسطة الشركات التي تعتمدها الهيئة العامة لسوق المال، و أن يتمتع بالموضوعية و الحيادية.

(1) محمد صالح الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص. 322، 321.

- أن تكون الأوراق المالية المعروضة في عمليات التوريق ملائمة لأهداف المستثمرين من حيث آجالها و اختلاف عوائدها باختلاف درجات المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون في هذه الأوراق.
 - يجب أن تتوفر الضمانات اللازمة لحماية المستثمرين من الخسائر التي يمكن التعرض لها، خاصة في حالة إفلاس الشركة القائمة على خدمة الدين بيعها للحقوق المالية التي لديها.
 - أن يتوفر نظام معلومات آلي متكامل يمكن الشركات من التواصل فيما بينها و إدارة عملياتها بكفاءة.
 - أن تكون هناك تشريعات قانونية وجهات رسمية لضبط عملية التوريق وحفظ حقوق المتعاملين فيه.
- فكل هذه الشروط و أخرى يجب توفرها لضمان نجاح عملية التوريق.

المبحث الثالث : تكاليف التوريق، فوائده و مخاطره

تتضمن عملية التوريق مجموعة من التكاليف، و تحقق مجموعة من الفوائد لمختلف الأطراف الفاعلة فيها، كما أنها تنطوي على عدة مخاطر يجب أخذها بعين الاعتبار عند إجراء صفقة التوريق. ومن خلال هذا المبحث سنحاول التعرف على مختلف التكاليف و الفوائد و المخاطر المرتبطة بعملية التوريق و طرق الوقاية منها.

المطلب الأول: تكاليف التوريق

إن تكلفة عملية التوريق تتغير تبعا لحجم الصفقة، طبيعة الشركة البادئة بالتوريق، و الخبرة التي يتمتع بها كلا من المنظم و شركة التوريق، إضافة إلى الشروط العامة للسوق⁽¹⁾. و لذلك فإن تكاليف عملية التوريق تتمشي فيما يلي⁽²⁾:

1) François Leroux, La titrisation, Note pédagogique, MIC no 16, p.9,10, depuis le site web : neumann.hec.ca/.../francois.leroux/Note%20pedagogique%20MIC16, en : 03/09/2011.

2) Sophie Guémené, Vincent Ade, op.cit, p. 12.

1. معدل الإصدار: يمثل معدل الفائدة الممنوح للمستثمرين في الأوراق المالية كتعويض على المخاطر التي قد يتعرضون لها، و هو بمثابة هامش يضاف إلى معدل الفائدة الخالي من المخاطر و الذي يدفع في السندات الحكومية، و قيمة هذا الهامش تعتمد بالدرجة الأولى على المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المصدرة و التي تحدد من خلال التصنيف الائتماني الممنوح لها.

2. تكاليف المعاملات التي تتم مع شركة التوريق و التي يمكن توضيحها فيما يلي⁽¹⁾:

- مصاريف الإنشاء، تتراوح ما بين 0.1% إلى 0.25% من مبالغ الديون المتنازل عنها.
- عمولة المنظم، تتراوح بين 0.15% إلى 0.35% من نفس المبلغ.
- عمولة ضمان و توظيف الأوراق المالية، تتراوح بين 0.25% إلى 0.5% من القيمة الاسمية للحصص المصدرة.

- مصاريف التسيير المرتبطة بعمل شركة التوريق، تتراوح بين 0.15% إلى 0.30% من مبالغ الديون المتنازل عنها.

- التكاليف الخاصة بوكالات التصنيف.

3. تكاليف تحسين الجدارة الائتمانية.

كل هذه التكاليف تعتبر تكاليف خارجية تتكرر خلال كل عملية، و هناك تكاليف أخرى داخلية الهدف منها هو التطوير الداخلي للعملية، و هي تكاليف قد لا تتكرر في كل عملية، و من ها: مصاريف تكيف أنظمة الكمبيوتر، مصاريف تعديل الإجراءات الإدارية والمحاسبية لمتابعة تحصيلات الديون المتنازل عنها و الإبلاغ بها،... الخ⁽²⁾.

المطلب الثاني: فوائد التوريق

إن النمو و التطور الكبير و السريع لسوق التوريق يرجع أساسا إلى المزايا و الفوائد العديدة التي تحققها هذه العملية لمختلف الأطراف الفاعلة فيها، و من أهم فوائدها مايلي:

1) Thierry Granier & Corynne Jaffeux, op.cit, p.178.

2) Sophie Guémené, Vincent Ade, op.cit, p.13.

1 - الفوائد بالنسبة للمؤسسة بادئة التوريق:

يعتبر التوريق مصدر تمويل إضافي بالنسبة لمؤسسات الائتمان، وغالبا ما يستخدم بدلا من مصادر التمويل التقليدية المتمثلة أساسا في الاقتراض من البنوك أو من خلال إصدار سندات المديونية، إضافة إلى طرح أسهم جديدة للاكتتاب، و يحدث ذلك خاصة عندما تكون هذه المصادر غير مجدية لأسباب مختلفة، كأن تكون نسبة الديون بالنسبة للأموال الخاصة عالية جدا مما يخفض من إمكانيات الاقتراض ومن قدرتها التمويلية، أن يكون سعر السهم منخفض،... الخ. و إلى جانب هذا هناك فوائد أخرى تحققها المؤسسة بادئة التوريق من هذه التقنية، و من أهمها:

أ. إدارة الميزانية **Gestion du bilan** : التوريق هو أداة قادرة على إدارة الميزانية و إدارة الأصول، فهو يسمح بتخفيف عبئ القروض على الميزانية، ويسهل الامتثال للقواعد الاحترازية المفروضة من قبل سلطة السوق، إذ أن تحويل الديون يجعل المؤسسة المتنازلة ليست بحاجة إلى زيادة الأموال الخاصة كإجراء يتناسب مع متطلبات البنوك المركزية التي تم تحديدها من خلال بازل2، و أهمها نسبة كوك التي أصبحت تعرف بنسبة Mac-Donough. كما أن تحويل الأصول غير السائلة إلى سيولة مطلقة يسمح لها بتوسيع عملياتها وتحسين نسب الملاءة والسيولة لديها⁽¹⁾.

ب. توفير التمويل **Financement**: في السابق كانت المؤسسات المالية تحصل على التمويل من خلال أسواق ما بين البنوك أو عن طريق الاكتتاب العام (سوق الأسهم و السندات)، و تظهر أهمية هذه الفرص التمويلية عندما تكون الأسواق غير سائلة أو أنها تتضمن عدد محدود من المتدخلين. أما إذا كانت الأسواق تتمتع بالسيولة فيمكن استخدام التوريق كوسيلة تمويلية حديثة تسمح بالوصول إلى قاعدة عريضة من المستثمرين خاصة إذا كانت الأصول الناتجة عن عملية التوريق ذات جودة ائتمانية عالية، كما أن هذه التقنية تمكن المؤسسة المتنازلة من الحصول على التمويل بتكلفة أقل من طرق التمويل التقليدية.

و منه فمن خلال بيع محفظة الديون تتمكن المؤسسة بادئة التوريق من الحصول على الأموال بشكل أسرع و بأقل تكلفة، دون أن يكون هناك أي تأثير سلبي على الأموال الخاصة،

1) Conseil Déontologique Des Valeurs mobilières, op.cit, p.12.

خاصة عندما تكون الأوراق المالية التي تصدرها شركة التوريق ذات جودة الائتمانية أفضل من الأصول التي تم توريقها⁽¹⁾.

ج. **تحويل المخاطر:** تتمكن المؤسسة بادئة التوريق من خلال هذه التقنية من تحويل أو نقل المخاطر من ميزانيتها إلى السوق، فيتم بذلك توزيع المخاطر المرتبطة بالأصول المورقة على مجموعة واسعة من المستثمرين من داخل وخارج القطاع المصرفي، ليتحمل كلا منهم مخاطر تتناسب مع طبيعة الأوراق التي تم شراؤها، و من أهم المخاطر التي يتم تحويلها هي مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة و مخاطر سعر الفائدة⁽²⁾.

د. **إيجاد مستثمرين جدد:** إن شركة التوريق تقوم بطرح الأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق في الاسواق المالية المحلية و الأجنبية، مما يسمح للمؤسسات المتنازلة بتوسيع حجم المستثمرين لديها، خاصة و أن جودة الأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق ترتبط بالأصل المرجعي لها وليس بالجدارة الائتمانية للمؤسسة بادئة التوريق⁽³⁾.

2 الفوائد بالنسبة للمستثمرين:

يستفيد المستثمرون من خلال استثمارهم في الأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق بمجموعة من الفوائد يمكن توضيح أهمها فيما يلي⁽⁴⁾:

- أ. **إمكانية الاستثمار في منتجات جديدة:** إن الأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق كثيرة ومتنوعة، تختلف من حيث المخاطر، العوائد، الضمانات، الأجل، جودة الائتمان، الهياكل... الخ، مما يجعلها أكثر مرونة و قدرة على تلبية مختلف إحتياجات المستثمرين.
- ب. **الاستثمار في الأوراق المالية التي تتمتع بمجموعة من الضمانات:** إن الأوراق المالية التي تصدرها شركة التوريق تتمتع بالتغطية مخاطر عدم الدفع الناتجة عن إعسار المدينين، وعلاوة على ذلك تعمل المؤسسة بادئة التوريق على توفير الضمانات اللازمة للحصول على

1) Ibid, p.12.

2) Ibid, p.12.

3) Sophie Guémené, Vincent Ade, op.cit, p.15.

4) Ibid, p.16.

أفضل تقييم من طرف وكالة التصنيف، فتكون هذه الأوراق تتمتع بمختلف الضمانات الداخلية والخارجية و التي تعتبر بمثابة تأمينات بالنسبة للمستثمرين.

ج. الاستثمار في أوراق مالية تتمتع بدرجة كبيرة من السيولة: إن الأوراق المالية الناتجة عن التوريق تتنافس مباشرة مع الأوراق المالية التي تصدرها مختلف المؤسسات، إذ أنها تتمتع بدرجة عالية من السيولة، و ذلك لأنها تتمتع بجودة ائتمانية كبيرة، مما ينشط من أسواقها الثانوية و يسهل عملية تداولها.

المطلب الثالث : مخاطر التوريق

بالرغم من المزايا و الفوائد التي تحققها تقنية التوريق لمختلف الأطراف الفاعلة فيها بشكل خاص و الأسواق المالية و الاقتصاد بشكل عام، إلا أنها تتطوي على مجموعة من المخاطر التي من شأنها أن تؤدي إلى إحداث أزمات كبيرة، و هذا بالرغم من أن لها تقنيات عديدة يتم الاعتماد عليها للتغطية ضد هذه المخاطر التي سيتم التعرف على أهمها فيما يلي:

1 المخاطر المرتبطة بعملية التوريق:

تتطوي عملية التوريق على عدة مخاطر يمكن توضيح أهمها فيما يلي⁽¹⁾:

1 1 - خطر التسديد المسبق:

يعد هذا الخطر أول خطر تم التعرف عليه بمجرد استعمال MBS . فعوائد تسديدات الأوراق المتنازل عنها لصالح شركة التوريق يمكن توجيهها بشكل كبير عن طريق القرارات المتخذة من طرف المدنيين، اللذين يفضلون تسديد ديونهم قبل تاريخ الاستحقاق. و لذلك فقد شكلت هذه الاحتمالية دائما خطرا بالنسبة للمؤسسات المتخصصة في حيازة قروض الرهونات العقارية، و ليس فقط هذه الأخيرة، بل إنها مست جميع القروض المختلفة الأخرى التي تضمنت قسم من التسديدات المسبقة.

1) François Leroux, op.cit, p.9,10.

و هذا الخطر يتزايد عندما يكون هناك انخفاض في معدل الفائدة في السوق، إذ يرى مصدرو الأوراق المالية ذات المعدل الثابت في هذه الحالة بأنه من مصلحتهم تسديد بعض الأوراق من الديون السابقة لتعويضها بأوراق جديدة مصدرها في ظروف أكثر ملائمة.

1 2 - خطر إفسار المدنيين:

إن الأوراق المالية التي يتم التنازل عنها في عملية التوريق معرضة لمخاطر الإفسار، و ذلك نتيجة لفشل المدنيين عن الوفاء بالتزاماتهم اتجاه دائنيهم، و من هنا يمكن تشبيه هذا الخطر بخطر الائتمان، كما قد يكون نتيجة لتغير ظروف السوق فتكون هناك صعوبات كبيرة تؤدي إلى تضرر أسواق أخرى بفعل العدوى و بالتالي تحدث مخاطر نظامية. و معدل الفشل أو تقدير احتمال الفشل يعتمد على طبيعة الديون المورقة.

1 3 - خطر تذبذب التدفقات النقدية:

يمكن أن يحدث تذبذب في التزام بين التدفقات النقدية المنتظرة من طرف ملاك الحصص والتدفقات المسددة فعلا من طرف شركة التوريق، هذه التذبذبات يمكن أن تكون ناتجة عن التأخر في دفع التسديدات المسبقة أو نتيجة للأخطاء أو الصعوبات التقنية أثناء الدفع.

1 4 - خطر إفسار المتدخلين:

مثلا رأينا هناك عدة مؤسسات تتدخل في عملية التوريق، فإفسار أي متدخل يعتبر خطر على إتمام هذه العملية، و هو أمر وارد دائما. فضلا عن ذلك فبعض الأخصائيين يرون بأن هذا الخطر مؤكد في حالة ما إذا قام نفس الهيكل بلعب عدة ادوار في بنية عملية التوريق. و لنضرب مثال عن خطر إفسار المتنازل المحصل للقروض أمام العملاء، فواقعا في عملية التحصيل يحتفظ المتنازل بالتدفقات المحصل عليها أثناء فترة معينة قبل تحويلها لحساب شركة التوريق المفتوح لدى الأمين (المودع dépositaire). في هذه الحالة، و في حالة تطبيق إجراءات التصفية القضائية ضد المتنازل، يمكن اعتبار هذه الأموال ضمن ذمة هذا الأخير. و من هذا المنطلق يمكن تجميد هذه الأموال على الأقل مؤقتا حتى يتم تحديد الحقوق الخاصة بهذه المبالغ بشكل واضح.

1 5 -المخاطر التنظيمية وتغيير معايير المحاسبة:

نتيجة لزوال الحواجز بين الأسواق المالية، أصبحت هذه الأخيرة، أكثر عرضة للمخاطر، خاصة و أن اللوائح التنظيمية لها تختلف من بلد إلى آخر، بما فيها تلك التي تنظم عملية التوريق، و هذا من شأنه أن يؤدي إلى وقوع المؤسسات المالية في المخاطر التي قد تنتقل بفعل العدوى إلى باقي المؤسسات فتؤدي إلى انهيار الأسواق.

وبالمثل يمكن أن تتأثر سوق التوريق من خلال إدخال تغييرات على المعايير المحاسبية المعتمدة في مثل هذه العمليات.

1 6 -خطر التقييم:

إن منتجات عملية التوريق قد تكون بسيطة كما هو الحال في منتجات ABS، وقد تكون معقدة كما هو الحال في منتجات التوريق الإصطناعي و من أهمها CDO². و نتيجة للابتكار الدائم في عالم التمويل المنظم، فقد أصبحت هذه المنتجات متعددة، سريعة التغير، أكثر تعقيدا و من الصعب فهم آلية عملها، و من هنا ظهر خطر التقييم، إذ أن كل هذه العوامل من شأنها بعقد و تصعب عملية التقييم بالنسبة لوكالات التصنيف التي قد تضلل المستثمرين⁽¹⁾.

2 - تقنيات تخفيض المخاطر المرتبطة بالتوريق

إن التقنيات التي يتم الاعتماد عليها من أجل تخفيف المخاطر المرتبطة بالتوريق هي بمثابة ضمانات للتغطية ضد هذه المخاطر من جهة، و للحصول على تقييم أعلى من طرف وكالات التصنيف من جهة أخرى، و يمكن تقسيم هذه الضمانات إلى مجموعتين: ضمانات داخلية و أخرى خارجية.

2 † -الضمانات الداخلية:

هناك عدة إجراءات فيما يخص التقنيات الخاصة بالضمانات الداخلية و من أهمها⁽²⁾:

1) Conseil Déontologique Des Valeurs mobilières, op.cit, p.13.

2) Thierry Granier & Corynne Jaffeu, op.cit, p.121,122.

- أ. **الأموال الاحتياطية Le fonds de réserve** : إن تشكيل الأموال الاحتياطية متعلق بوكالات التقييم التي لها إمكانية اشتراط الاحتفاظ بمبلغ معين لمواجهة عدم تزامن التدفقات المتحصل عليها من المدينين مع التدفقات المدفوعة لحاملي الحصص، إذ يتم في هذه الحالة استعمال هامش كتغطية للقرض يوضع في حساب الاحتياط، و يكون مساوي للفارق بين المعدل المتوسط على القروض و المعدل المعروف على حاملي الحصص.
- ب. **ضمان مؤسسة القرض**: إذا منحة مؤسسة القرض المتنازلة موافقتها لشركة التوريق على تغطية خطر إفسار المدينين، فستضع بذلك أموالها الخاصة أو أصولها كضمان لهذه العملية، أي في حالة إفسار المقترض تصفي شركة التسيير الأصول الموضوعة كضمان لتأمين تسديد حقوق المستثمرين.
- ج. **حساب السيولة**: يخصص هذا الضمان لمواجهة حالات التأخر عن تسديد المستحقات في تواريخ إستحقاقها و ليس لمواجهة خطر إفسار المدينين.
- د. **التبعية Subordination**: و هي تقنية لتعزيز الائتمان، تقوم على التفريق بين الأوراق المالية التي تصدرها شركة التوريق، وتقسما إلى شرائح وفقا لتسلسل هرمي حسب درجات المخاطر أو جودة الائتمان الخاصة بهم، فتكون لكل شريحة خصائص معينة تتمتع بها، و هناك ثلاثة أنواع رئيسية من الشرائح:
- **الشريحة العليا La tranche senior** : تعتبر الشريحة الأكثر أمانا، إذ أن لها الأولوية عند تسديد الفوائد و أصل القرض، و الأخيرة في التعرض للمخاطر
 - **الشريحة الوسطى La tranche Mezzanine**: و هي وأقل أمانا من سابقتها، إذ أنها تسدد بعدها، و تتعرض للمخاطر قبلها.
 - **الشريحة الأصغر La tranche junior** : و هي الأكثر خطورة مقارنة بالشريحتين السابقتين، إذ أنها أول شريحة تتحمل المخاطر، و آخر شريحة يتم تسديدها في حالة أي إفسار يحدث في القروض المرجعية لها، و غالبا ما يتم الاحتفاظ بها من طرف الشركة بادئة التوريق (المتنازلة)⁽¹⁾.

1) Conseil Déontologique Des Valeurs mobilières, op.cit, p.10,11.

هـ. **المغالاة في الضمان Le surdimensionnement**: لتحقيق أفضل تصنيف للأوراق المالية الصادرة عن شركة التوريق، يجب أن تكون قيمة الإصدار أقل من القيمة الاسمية للأصول المرجعية، و يجب المحافظة على هذه الفجوة في مستوى عادة ما يكون بين 5 % إلى 15 %، وذلك لتوفير تعزيز ائتماني جيد لتلك الأوراق، و في حالة ما إذا انخفضت هذه الفجوة عن الحد الأدنى فإنه يجب على معزز الائتمان أن يقدم ضمانات جديدة⁽¹⁾.

2 2 - الضمانات الخارجية:

تتمثل أهم التقنيات المستخدمة في الضمانات الخارجية فيما يلي⁽²⁾:

- أ. **بوليصات التأمين**: في إطار الضمان الخارجي، و من أجل التغطية ضد المخاطر التي قد تتعرض لها الأوراق المالية، يقوم بعض المتنازليين بالتأمين على الديون المتنازل عنها و على الأصول المرهونة كضمان لها ضد مختلف المخاطر، و يقدمون بوالص التأمين إلى شركة التوريق من أجل زيادة الثقة و دعم عملية التوريق.
- ب. **الضمان البنكي**: غالبا ما يأخذ شكل خطاب اعتماد، و قد تشترط شركة التوريق على المتنازل إذا كان بنكا صغيرا أو كان مؤسسة غير مالية أن يقدم لها مع الديون المتنازل عنها خطاب اعتماد من بنك آخر يتعهد فيه بالوفاء بجميع الحقوق الناشئة عن الأوراق المالية الصادرة عن عملية التوريق إذا عجز المتنازل عن الوفاء بها.
- ج. **المشتقات المالية**: من بين التقنيات التي يمكن استخدامها أيضا للتغطية ضد المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق هي المشتقات الائتمانية و من أهمها CDO. بالرغم من المزايا العديدة لتقنية التوريق و توفرها على عدة تقنيات للتغطية ضد المخاطر، إلا أنها ما تزال تنطوي على مخاطر كبيرة، مما جعل لها تأثير واضح و أساسي في حدوث الأزمة المالية العالمية التي اندلعت نيرانها في سبتمبر 2007، و التي ستكون محور الفصل الموالي.

1) Ibid, p.10.

2) François Leroux, op.cit, p.11.

خلاصة الفصل الثاني

من خلال هذا الفصل توصلنا إلى أنه إذا كانت المشتقات المالية تعتبر من أهم منتجات الهندسة المالية، فتقنية التوريق تعتبر من أهم تقنياتها، و تساهم في خلق مشتقات مالية جديدة و متنوعة، و هي تلبي عدة أغراض كالقدرة على تحويل المخاطر، زيادة القدرة التمويلية، زيادة السيولة ، التقليل من الحاجة إلى الأموال الخاصة، تجنب الاقتراض المباشر.... الخ.

و التوريق عبارة عن ميكانيزم مالي تستطيع بموجبه المؤسسات المالية سحب جزء من أصولها غير القابلة للتداول من ميزانيتها، و التنازل عنها لمؤسسة مالية أخرى تسمى مؤسسة التوريق، و تحقق هذه العملية يتطلب القيام بمجموعة من الإجراءات و تحمل بعض التكاليف من خلال تدخل مجموعة من الأطراف و توفر عدة شروط لضمان نجاحها.

كما تتعدد أنواع التوريق بتعدد معايير تصنيفاته، إلا أن أهم أنواعه هما التوريق الكلاسيكي والتوريق الاصطناعي Synthtic Securitisation، فالأول يعرف بالتوريق خارج الميزانية، و فيه تقوم المؤسسة البادئة بالتوريق ببيع قروضها وتحويل جميع الحقوق و الأخطار المرتبطة بها إلى شركة التوريق التي تقوم بإصدار أوراق مالية بضمانها و تطرحها على المستثمرين، أما الثاني و الذي يعرف بالتوريق داخل الميزانية، ففيه لا يتم إخراج القروض و ضماناتها من ميزانية المؤسسة البادئة بالتوريق، و إنما يتم تحويل المخاطر المرتبطة بها فقط إلى شركة التوريق. و بالمقارنة بينهما نجد أن التوريق الاصطناعي لا يهدف إلى توفير السيولة و زيادة القدرة التمويلية للمؤسسة بادئة التوريق، و إنما يهدف أساسا إلى تحقيق الحماية لها خاصة ضد خطر عدم الدفع، مما يجعل منتجاته أكثر خطورة من منتجات النوع الآخر. و بالرغم من المزايا و الفوائد التي تحققها تقنية التوريق لمختلف الأطراف الفاعلة فيها بشكل خاص و الأسواق المالية و الاقتصاد بشكل عام، إلا أنها تتطوي على مجموعة من المخاطر التي من شأنها أن تؤدي إلى إحداث أزمات كبيرة، و هذا بالرغم من أن لها تقنيات عديدة يتم الاعتماد عليها للتغطية ضد هذه المخاطر.

الفصل الثالث

الأزمة المالية العالمية 2008
و علاقتها
بالمشتقات المالية و تقنية التوريق

تمهيد:

تشير جميع الشواهد والبراهين أن العالم يعيش لحد الآن على وقع أزمة مالية عالمية بدأت شراراتها الولايات المتحدة الأمريكية عام 2007م بسبب التوسع في الائتمان خاصة العقاري، أين لعبت المشتقات المالية دورا في خلق المزيد من فرص منح الائتمان، وتوسعت البنوك في نظام التوريق وتحويل القروض إلى أسهم وسندات تباع في أسواق مالية، قائمة على المالية الافتراضية المرتبطة بالمجازفات المستقبلية، كل هذه الأمور دفعت إلى اندلاع الأزمة خلال سبتمبر 2008م في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى، من بنوك وشركات تأمين وشركات التمويل العقاري وصناديق استثمار. وقد شملت تداعياتها أسواق المال والبورصات العالمية في صورة انخفاضات حادة متوالية للمؤشرات بها، وامتدت تأثيراتها إلى جميع أنحاء العالم وإلى جوانب الاقتصاد في صورة ركود بدأ يُخيم على حركة الأسواق، وانخفاضات في معدل النمو.

و من خلال هذا الفصل سنحاول التعرف على الأزمة المالية بشكل عام، الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وأسبابها ثم نحاول توضيح علاقة كلا من المشتقات المالية و تقنية التوريق بهذه الأزمة ومدى مساهمتها في إحداثها.

المبحث الأول : الإطار النظري للأزمات

قبل التعرض للأزمة المالية العالمية لسنة 2008، سنحاول من خلال هذا المبحث توضيح مفهوم الأزمة بشكل عام و خصائصها، ثم نعرف بالأزمة الاقتصادية و الأزمة المالية و مع تبين العلاقة بينهما، بعدها نبيّن أنواع الأزمات المالية و أبرز مراحلها، و ذلك و بهدف التمهيد للتعريف بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008 و تسهيل فهمها.

المطلب الأول : تعريف الأزمة و خصائصها

من خلال هذا المبحث سنتعرض إلى المفهوم الاصطلاحي و المفهوم العلمي للأزمة، بالإضافة إلى أهم خصائصها.

1 مفهوم الأزمة اصطلاحاً:

يرجع أصل الكلمة الإنجليزية crisis التي تعني بالعربية "أزمة" إلى الأصل اليوناني الطبي القديم crise الذي يعني طارئاً في الأمراض القاتلة التي كانت سائدة في تلك الحقبة. أما في لغة العرب فإن المعنى المعجمي لكلمة أزمة هو الشدة (حسب لسان العرب). و ورد لفظ الأزمة في اللغة الصينية و كان مؤلفاً من مقطعين wet-ji، و يعني المقطع الأول الخطر، و الثاني الفرصة، و ربما كان هذا المصطلح هو الأشمل.

و قد ظل المصطلح اليوناني سائداً في المجال الطبي حتى القرن السادس عشر، و في القرن السابع عشر استخدم المصطلح للدلالة على ارتفاع مستوى التوتر في العلاقة بين الكنيسة و الدولة، و مع حلول القرن التاسع عشر استخدم كمؤشر على بروز مشكلات خطيرة أو نقاط انعطاف حادة في تطور العلاقات السياسية و الاقتصادية، و في هذا الإطار تم تعريف الأزمة عام 1937م بأنها "حدث خلل خطير و مفاجئ في العلاقة بين العرض و الطلب في السلع و الخدمات و رؤوس الأموال"⁽¹⁾. و بعدها استعمل المصطلح في مختلف فروع العلوم الإنسانية، و صار يعني "مجموعة المتغيرات المفاجئة و الطارئة التي تهدد استقرار الوضع الراهن"⁽²⁾.

2 المفهوم العلمي للأزمة:

تعتبر الأزمة عن موقف و حالة و قضية يواجهها متخذ القرار في أحد الكيانات الإدارية تتلاحق فيها الأحداث و تتداخل، و تتشابك معها الأسباب بالنتائج، تختلط الأمور و تتعقد، و يفقد معها متخذ القرار قدرته على الرؤية عند اصطدامه بها للوهلة الأولى، و عند محاولته السيطرة عليها أو على اتجاهاتها المستقبلية. و لذلك يمكن تعريف الأزمة على أنها " لحظة حرجة و حاسمة تتعلق بمصير الكيان الإداري الذي أصيب بها، مشكلة بذلك صعوبة حادة أمام متخذ القرار تجعله في حيرة بالغة اتجاه أي قرار يتخذ نتيجة لحالة عدم التأكد السائدة، و قصور المعرفة، و قلة البيانات و المعلومات و باختلاط الأسباب بالنتائج،

(1) بوعشة مبارك، الأزمات الاقتصادية - مقارنة تحليلية للرأسمالية المتهاكمة - ، مداخلة من الملتقى الدولي حول : الأزمة المالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة قسنطينة، نوفمبر 2009، ص.4.

(2) هشام حمزة، إدارة الأخبار في القنوات التلفزيونية في أوقات الأزمات، مشروع بحث لنيل درجة الماجستير، الجامعة الافتراضية الدولية، كلية إدارة الأعمال، 2007، ص.70. من الموقع الإلكتروني:

<http://www.abahe.co.uk/Research-Papers/News-Management-in-TV-channels.pdf>، يوم: 2011/11/15.

وتداعي كل منهما بشكل متلاحق، ليزيد من درجة المجهول عن تطورات الأزمة في ظل مجهول متصاعد عن احتمالات ما قد يحدث مستقبلا من الأزمة وفي الأزمة ذاتها⁽¹⁾.

كما تعرف بأنها "عبارة عن حدث مفاجئ و تغير عنيف ينتج عنه اضطرابات و حالات خطيرة من عدم التوازن، و قد تكون هذه الأزمة مالية، اقتصادية، سياسية، اجتماعية، نفسية... الخ"⁽²⁾.

و من هنا يمكن تعريف الأزمة بصفة عامة بأنها "حدث أو موقف مفاجئ غير متوقع يهدد قدرة الأفراد أو المنظمات على البقاء، أو هي ذلك الحدث السلبي الذي لا يمكن تجنبه أيا كانت درجة استعداد المنظمة والذي يمكن أن يؤدي إلى تدميرها أو على الأقل إلحاق الضرر بها"⁽³⁾.

3 خصائص الأزمة:

تتصف الأزمة بمجموعة من الخصائص يمكن توضيح أهمها فيما يلي⁽⁴⁾:

- **حدث مفاجئ:** حيث أن الأزمة حدث غير متوقع وغامض، و هي تتميز بالعنف عند انفجارها وإن كان قد سبقها بعض المقدمات أو البوادر.
- **نقص المعلومة وعدم دقتها:** حيث لا يعرف من المتسبب في حدوث الأزمة ولا يعرف حجمها، ولا توجد ضوابط علمية لمعرفة كيفية التصرف معها، بالإضافة إلى أنها ربما تكون المرة الأولى التي تظهر فيها مثل هذه الأزمة.
- **مربكة:** فهي تهدد الافتراضات الرئيسية التي يقوم عليها النظام، وتخلق حالة من حالات القلق والتوتر، وعدم اليقين في البدائل المتاحة خاصة في ظل نقص المعلومات الأمر الذي يضاعف من المخاطر و يصعب عملية اتخاذ القرار.

(1) قنري علي عبد المجيد، اتصالات الأزمة و إدارة الأزمات، دار الجامعة الجديدة، الأزايطة، 2007، ص.70.

(2) De puis le sit: www.fr.wikipedia.org/wiki/Crise_un_concept_polys.C3.A9mique, en 25/10/2011.

(3) عبد الباري محمد الطاهر، عبد العزيز علي مرزوق، مدخل لتحسين إدارة خدمات الحج، مقالة من الموقع الإلكتروني:

<http://www.minshawi.com/other/altaher.htm> ، يوم 20/10/2011.

(4) قنري علي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص.ص.90-96.

- ضيق الوقت المتاح لمواجهةها: فالأحداث تقع وتتصاعد بشكل متسارع، الأمر الذي يفقد أطراف الأزمة أحيانا القدرة على السيطرة على الموقف واستيعابه جيدا، حيث لا بد من تركيز الجهود لاتخاذ قرارات حاسمة وسريعة في وقت يتسم بالضيق والضغط.
- فقدان السيطرة: إن جميع أحداث الأزمة تقع خارج نطاق قدرة صاحب القرار وتوقعاته.
- حالة الذعر: حيث تصدر ردود أفعال شديدة من قبل جميع الجهات المتعلقة بالأزمة.
- غياب الحل الجذري السريع: فالأزمات لا تنتظر الإدارة حتى تتوصل إلى حل جذري، فضلا عن غياب هذا الحل الجذري أصلا.
- تعدد الأطراف والقوى المؤثرة في حدوث الأزمة وتطورها، وتعارض مصالحها، مما يخلق صعوبات جمة في السيطرة على الموقف وإدارته، وقد تكون بعض هذه الصعوبات إدارية، مادية، بشرية، سياسية، بيئية أو غيرها.
- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها، وقوى المصالح المؤيدة أو المعارضة لها.
- الدخول في دائرة المجاهيل المستقبلية والتي يصعب معرفتها أو حسابها بدقة.
- إن مواجهتها تستوجب خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة، و أن يتمتع التنظيم بدرجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانات وحسن توظيفها في إطار مناخ تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة.

المطلب الثاني: تعريف الأزمة الاقتصادية و المالية

بعد التعرف على معنى الأزمة بشكل عام و على أهم خصائصها، سنحاول من خلال هذا المطلب أن نتعرف على مفهوم الأزمة الاقتصادية و الأزمة المالية بشكل خاص.

1 تعريف الأزمة الاقتصادية:

تعرف الأزمة الاقتصادية بأنها "عبارة عن التدهور الحاد في الأوضاع و التوقعات الاقتصادية، وقد تمس قطاع اقتصادي واحد في منطقة واحدة و لفترة وجيزة، كما قد تمس الاقتصاد العالمي بأسره ولعدة سنوات، و لذلك فقد تتسبب إما في التباطؤ الاقتصادي أو فيما هو أسوأ من ذلك و هو الركود

الاقتصادي. و مثل هذه الأزمات قد تؤثر في كثير من الأحيان على مستوى الأجور، قيمة الأصول الرأسمالية... الخ، مما ينتج عنه انتشار حالات الإفلاس و البطالة، زيادة حدة التوترات الاجتماعية... الخ⁽¹⁾.

كما تعرف على أنها "اضطراب فجائي في نشاط ما من الأنشطة الاقتصادية، أو في مجمل النشاط الاقتصادي لبلد ما أو لعدة بلدان. و هذا ما يعبر عنه الاقتصاديون باختلال التوازن بين العرض والطلب، أي بين الإنتاج و الاستهلاك"⁽²⁾.

و منه يمكن تعريف الأزمة الاقتصادية على أنها "وقوع الاقتصاد في فترة من الندرة في الإنتاج والتسويق والاستهلاك من السلع والخدمات، و هي أزمة دورية تحدث كلما انتهت الدورة الاقتصادية، والتي تحدث نتيجة لوقوع الاقتصاد في سلسلة من التغيرات منذ بداية التوسع وصولاً إلى مراحل الانكماش"⁽³⁾.

2 تعريف الأزمة المالية:

تعرف الأزمة المالية على أنها "عبارة عن اضطراب مفاجئ في الأسواق المالية، يعطل قدرة السوق على تخصيص رأس المال، و إجراء عمليات الاستثمار و الوساطة المالية، وبالتالي الوصول إلى انهيار و توقف السوق"⁽⁴⁾.

كما تعرف بأنها "انخفاض مفاجئ في أسعار بعض الأصول، و التي قد تكون رأسمال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية من الآلات و المعدات و العقارات، أو أصول مالية، والمتمثلة في حقوق ملكية للرأسمال المادي أو للمخزون السلعي من الأسهم و الأرصدة البنكية، أو حقوق ملكية الأصول المالية و التي تعرف بالمشتقات المالية كالعقود المستقبلية للعملة الأجنبية مثلاً"⁽⁵⁾.

1) http://fr.wikipedia.org/wiki/Crise_%C3%A9conomique. En: 15/10/2011.

2) باديسي فهمية، الأزمة المالية العالمية: الأسباب الظاهرة و الخفية، مداخلة من الملتقى الدولي حول : الأزمة المالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة قسنطينة، نوفمبر 2009، ص.01.

3) De puis le web sit: www.lesdefinitions.fr/crise-economique, en 20/10/2011.

4) Richard Portes, An Analysis of Financial Crisis, de puis le web sit:

<http://faculty.london.edu/rportes/research/crisesfrbchi.pdf>, en : 18/10/2011.

5) إبراهيم علواش، نحو فهم منهجي للأزمة المالية العالمية، مقال منشور على الموقع الإلكتروني:

<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/81912FE8-CA6C-4B4A-8FBD-C7A0EF377F6F.htm>, يوم: 2011/10/25.

ف عند انهيار قيمة مجموعة من الأصول بشكل مفاجئ فهذا يعني إفلاس و انهيار المؤسسات التي تمتلكها. هذا و قد تأخذ الأزمة المالية شكل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات أو مجموعة من المؤسسات المالية. كما أن الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول المادية والمالية قد يكون سببه المضاربة. حيث أن هذه الأخيرة ما هي إلا عملية شراء و بيع لأصول مادية أو مالية بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية، قصد الاستفادة من تقلبات أسعارها و ليس لاستخدامها في الأغراض التي وجدت من أجلها، أو للاستفادة من عوائدها. و يطلق على وضعية تقلب أسعار الأصول المادية و المالية مصطلح الفقاعات السعرية أو المالية أو فقاعات المضاربة⁽¹⁾.

مما سبق نستنتج أن الأزمة المالية تعبر عن تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، وعلى حجم الإصدار وأسعار الأسهم والسندات، وإجمالي القروض والودائع المصرفية، و معدل الصرف، وتعبر على انهيار شامل في النظام المالي والنقدي.

المطلب الثالث : أنواع الأزمة المالية و مراحل تطورها

تتعدد أنواع الأزمات المالية و تختلف باختلاف مضمونها، و مهما كان نوعها فكلها تمر بنفس المراحل منذ نشوئها إلى نهايتها، و من خلال هذا المطلب سنحاول التعرف على مختلف أنواعها وعلى أهم مراحلها.

1 أنواع الأزمات المالية

يشمل مصطلح الأزمة المالية عدة أنواع من الأزمات يمكن توضيحها فيما يلي⁽²⁾:

أ. أزمة العملة أو أزمة الصرف: تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة كبيرة و بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضا بأزمة ميزان المدفوعات Balance of Payments Crisis أو أزمة النقد الأجنبي. و تحدث تلك الأزمات عند اتخاذ السلطات النقدية قرارا بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، مما

(1) المرجع السابق، ص.1.

(2) عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة، الأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص.ص.189-191.

- قد يؤدي إلى انهيار سعر تلك العملة. وبالرغم من أن تعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدوا قرارا اختياريا من السلطة النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات يكون قرارا ضروريا تتخذه في حال وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجية. و ما تجدر الإشارة إليه أن بعض هذه الأزمات يكون لها أثر محدود على القطاع غير المالي أو الاقتصاد الحقيقي، أما البعض الآخر فيلعب دورا أساسيا في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدوث الانكماش بل قد يصل إلى درجة الكساد.
- ب. الأزمة المصرفية:** تظهر عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة و مفاجئة في طلبات سحب الودائع، حيث أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه و يحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومية، و لذلك فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، و إذا وامتدت إلى بنوك أخرى فتسمى في هذه الحالة أزمة مصرفية Systematic Banking Crisis، و هذه الأخيرة تستمر لوقت أطول من أزمات العملة، و لها آثار كبيرة على النشاط الاقتصادي، ولذلك يتم إرغام الحكومات على التدخل لمنع تفاقمها، و ذلك بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك.
- ج. أزمة الديون:** و تعرف كذلك بأزمة الائتمان Credit Crunch، تحدث عندما تتوافر الودائع لدى البنوك و ترفض هذه الأخيرة منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب أو عندما تعتقد أن التوقف عن السداد من طرف المقترضين ممكن الحدوث، فتتوقف عن تقديم قروض جديدة، و تحاول تصفية القروض القائمة، و قد ترتبط هذه الأزمة بديون تجارية (خاصة)، أو ديون سيادية (عامة)، كما أن المخاطر المتوقعة بشأن توقف القطاع العام عن سداد التزاماته، قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، و إلى أزمة في الصرف الأجنبي.
- د. أزمة أسواق المال أو أزمة الفقاعات:** تحدث هذه الأزمات في الأسواق المالية نتيجة لما يعرف اقتصادياً بظاهرة الفقاعة bubble، والتي تحدث عندما يرتفع سعر الأصل بشكل يتجاوز قيمته العادلة نتيجة شدة المضاربة، ويكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، و بمجرد عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية يظهر إتجاه قوي لبيع ذلك الأصل، فيبدأ سعره في الهبوط إلى أن يصل إلى أدنى

مستوياته، ويرافق ذلك حالات من الذعر والخوف نتيجة لانهايار الأسعار، و يمتد أثر ذلك إلى أسعار الأصول الأخرى سواء في نفس القطاع أو في قطاعات أخرى.

2 مراحل الأزمة المالية:

تمر الأزمات المالية في معظم الأحيان بمجموعة من المراحل، و يحددها "M.Bordo" في تسع مراحل تصف تسلسل وقوعها بشكل عام، و يمكن توضيحها على النحو التالي⁽¹⁾:

- **المرحلة الأولى:** ظهور تغير في التوقعات بشكل عام، والذي عادة ما يصطحب بظهور مخاوف حول الوضع الاقتصادي، حيث أن هذا التغير قد ينجر من أحداث واقعية أو فعلية كالحروب أو ظواهر نقدية كارتفاع أسعار الفائدة.
- **المرحلة الثانية:** ظهور المخاوف حول ملاءة بعض الهيئات المالية وقد تكون حالة عدم القدرة على الدفع هذه ناتجة عن سوء التسيير، أخطاء في التنبؤ، مخاطرة مبالغ فيها، أو نقص السيولة الموجودة في النظام المالي بشكل عام.
- **المرحلة الثالثة:** ظهور الميل لتحويل الأصول المالية غير السائلة لجعلها على شكل نقود الأمر الذي ينجر عنه انخفاض في الأسعار وارتفاع في أسعار الفائدة.
- **المرحلة الرابعة:** تصبح بعض البنوك التجارية والهيئات الأخرى تعاني من حالة عدم الملاءة، ويعزى هذا إلى انخفاض قيمة حوافزها المالية الراجع بدوره إلى ارتفاع مبيعات الأصول. وتعتبر هذه النقطة غاية في الأهمية، حيث أن عجز البنوك والوسطاء الماليين الآخرين مرحلة أساسية في الأزمة المالية وانتشارها، ضف إلى ذلك فالعديد من الاقتصاديين لاسيما النقديون يعتبرون أن الأزمات المالية تتطابق و الأزمات البنكية.
- **المرحلة الخامسة:** يتولد عن حالة عدم الملاءة في النقطة السابقة، اندفاع المودعين نحو البنوك كذلك، و الإقبال الكبير والسريع للمودعين نحو بنوك معينة قد يؤدي إلى ظهور هلع بنكي معمم، فالمودعين بشكل عام يتخوفون من تكبد خسائر معتبرة في ودائعهم البنكية لاسيما في حالة إفلاس البنوك ومن ثم فهم يحاولون تحويل ودايعهم إلى نقود قانونية.

(1) بوعروج لمياء، الأزمة المالية العالمية : دراسة لأدوار الحكومة ،المؤسسات المالية و الأفراد المدينين في تشكيل الأزمة، و حلولها، مداخلة من الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة قسنطينة، نوفمبر 2009، ص.4-5.

- المرحلة السادسة : يؤدي الهلع البنكي إلى ارتفاع الطلب على النقود، كما نجد أن البنوك تخفض حجم القروض التي تقدمها قصد تحسين مستوى سيولتها ومن جهة أخرى إفلاس البنوك يؤدي في حد ذاته إلى التقليل من الودائع.
- المرحلة السابعة : يعرف النشاط الاقتصادي الحقيقي انخفاض المستوى العام للأسعار و ذلك جراء عرض النقود.
- المرحلة الثامنة : انخفاض مستوى الأرباح وقيم صافي الأصول الذي يتزامن مع ارتفاع عدد حالات الإفلاس.
- المرحلة التاسعة : ظهور أزمة المديونية ناتجة عن انخفاض أسعار الأصول أثناء عمليات التصفية من جهة، وانخفاض المستوى العام للأسعار من جهة أخرى.

إن هذه المراحل متسلسلة و مترابطة فيما بينها، إلا أن حدوث واحدة لا يعني بالضرورة حدوث الأخرى، فقد تتوقف الأزمة في مرحلة معينة إذا تم التدخل في الوقت المناسب و بالفاعلية المطلوبة، كما قد يحدث و أن يستحيل معالجتها في أي مرحلة و يستمر تطورها، فنتحول من أزمة مالية إلى أزمة نظامية تمس جميع القطاعات كما حدث في الأزمة المالية العالمية 2008.

المبحث الثاني: الأزمة المالية المعاصرة و أسبابها

لقد تعرض العالم سنة 2008 لأخطر أزمة مالية في تاريخ البشرية، و كانت بدايتها في صيف 2007، مع انفجار أزمة قروض الرهن العقاري أو أزمة **Subprimes** التي جاءت كنتيجة للخسائر الفادحة التي منيت بها البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية بسبب توسعها في منح هذا النوع من القروض العقارية الخطرة، لكونها تمنح لفئة من المقترضين ذوي الدخول الضعيفة أو غير المستقرة كالشباب والمهاجرين الجدد... الخ، لكن هذه الأزمة التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية سرعان ما تحولت بداية من سنة 2008 و بسرعة مذهلة إلى أزمة مالية عالمية، أي إلى أزمة نظامية، و ذلك نتيجة لعدة أسباب سيتم توضيحها من خلال هذا المبحث و ذلك بعد التعريف بهذه الأزمة.

المطلب الأول: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

سنحاول من خلال هذا المطلب التعريف بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، مع توضيح لبعض المفاهيم المرتبطة بها.

1 - أساسيات حول الأزمة المالية المعاصرة

إن إدراك وفهم طبيعة الأزمة المالية العالمية (التي انفجرت عام 2008) يتطلب فهم مجموعة من الظواهر و المصطلحات، منها :

- **الاقتصاد العيني و الاقتصاد المالي** : الاقتصاد العيني هو ذلك الاقتصاد الذي يتعلق ويرتبط بالموارد و الأصول العينية (الحقيقية)، والتي تهدف إلى إشباع حاجات ورغبات الأفراد بصورة مباشرة (كما هو الحال في السلع الاستهلاكية مثلا) أو بصورة غير مباشرة (كما هو الحال في السلع الاستثمارية).

أما الاقتصاد المالي فهو ذلك الاقتصاد الذي يتعلق بالأصول المالية من نقود، أسهم، سندات، مشتقات مالية... الخ، فيسهل قيام عمليات التبادل و نقل ملكية الوحدات العينية في الاقتصاد الحقيقي، والأصل المالي يثبت حق الشخص في امتلاك الأصول العينية، و هو ليس أصلا منتجا و لا يستطيع أن يشبع حاجات أو رغبات الأشخاص مباشرة، و إنما تتحقق عملية الإشباع من خلال الأصول العينية التي يتم تبادلها باستعمال الأصول المالية. وقد تطور الاقتصاد المالي بدرجة كبيرة جدا مع ظهور وتداول الأوراق المالية في الأسواق المالية، فأصبح تداول الأصول المالية يتم بمعزل عن الأصول العينية⁽¹⁾.

- **الرهن العقاري**: وصورته أن يتم التعاقد بعقد ثلاثي الأطراف بين مالك لعقار، مشتري وممول (بنك أو شركة تمويل عقاري)، على أن يقوم المالك ببيع العقار للمشتري بمبلغ معين ويدفع المشتري جزءاً من الثمن (10% مثلا) ويقسط الباقي على أقساط طويلة الأجل، ويقوم الممول في ذات العقد بدفع باقي الثمن للبائع مباشرة، و الذي يحيل حقوقه بموجب حوالة حق للممول فتنتقل الحقوق المرتبطة بالدين الذي يعتبر قرضا في ذمة المشتري من البائع إلى الممول، و ذلك مقابل

(1) يوسف أبوفارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، مداخلة من الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية، بالمركز الجامعي بخميس مليانة، في الفترة ما بين 5-6 ماي 2009، ص.4.

رهن العقار لهذا الأخير، ويسدد القرض على أقساط طويلة الأجل (ما بين 15-30 سنة) بفائدة تبدأ عادة بسيطة في السنتين الأوليتين ثم تتزايد بعد ذلك ويسجل العقار باسم المشتري ويصبح مالكة، و له حق التصرف فيه بالبيع أو الرهن⁽¹⁾.

- **فقاعات المضاربة:** وهي ظاهرة مالية تعرف بأنها تراكم الفرقان بين القيمة السوقية لأصل المالي وقيمه الأساسية، أي ابتعاد القيمة السوقية للأصل المالي عن قيمته الحقيقية⁽²⁾.
كما تعرف بأنها ذلك الارتفاع السريع في سعر الأصل أو مجموعة من الأصول حيث يولد الارتفاع الابتدائي توقعات بارتفاع لاحق يجذب معه مشترون جدد (عبارة عن مضاربين مهتمين فقط بإمكانية تحقيق أرباح على الأصل أكثر من اهتمامهم باستخدامه أو بقدراته الإنتاجية)، هذا الارتفاع السريع يكون متبوعا بتغير في التوقعات و هبوط مفاجئ للسعر يتولد عنه عادة أزمة مالية و اقتصادية⁽³⁾.

ويجب الإشارة هنا إلى أن دورة حياة الفقاعة تشتمل مرحلتين، المرحلة الأولى و هي مرحلة الانتفاخ الذي قد يدوم عدة سنوات ويتمثل، في واقع الأمر، في زيادة الطلب على أصل مالي معين نتيجة العائد المرتفع الذي يدره أو نتيجة التوقعات المتفائلة بشأن قيمته في المستقبل. أما المرحلة الثانية فهي مرحلة السقوط أو انفجار الفقاعة، و الذي قد يكون مفاجئ نتيجة عدم وجود ارتباط أو علاقة منطقية بين الدائرة الحقيقية (الإنتاج، الاستثمار، التشغيل) وبين الدائرة المالية (الأسواق المالية)، أي بين الاقتصاد العيني و الاقتصاد المالي، نتيجة حدة المضاربة المالية من خلال الاستعمال المكثف للمشتقات المالية، الأمر الذي من نتائجه تركيز الأخطار في محفظة عدد من المتعاملين (المضاربين) الراغبين في تحمل المخاطر بحثا عن العائد الكبير، ومن ثم إفلاسهم بمجرد تعرضهم لخطر عدم الدفع *Risque de contrepartie* أو لانهايار الأسعار⁽⁴⁾.

1) محمد عبد الحليم عمر، قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص.12.

2) Georges H.Hempel et Alan: Bank Management, Text and Cases. Fourth Edition, Canada, 1994, p.495.

3) بحري هشام، تفسير ميكانيزم الأزمة المالية من خلال ظاهرة الفقاعات المضاربية، مداخلة من الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009، ص.4.

4) Georges H.Hempel et Alan:., op cit, p.122.

- **العدوى المالية:** و تعرف كذلك بـ "Effet domino" أو كرة الثلج "Effet boule de neige"، وهي مصطلح يشير إلى ظاهرة تحدث عندما يتأثر اقتصاد بلد ما تأثيراً سلبياً ناتجاً عن تغيرات في أسعار الأصول المالية في أسواق مالية في بلد آخر، أي أنها تحدث من خلال قناة الأسعار، بحيث أن تأثير متعامل أو مؤسسة مالية نتيجة لتغير أسعار الأصول المالية يؤدي إلى تأثير متعاملين أو مؤسسات مالية أخرى، بل قد يصل إلى اقتصاديات أخرى⁽¹⁾.
- **الأزمة المالية النظامية:** و هي الأزمة التي تمس النظام المالي بأكمله، بفعل العدوى المالية في الأسواق المالية، حيث تنتقل الأزمة المالية من نظام مالي إلى آخر نتيجة لانفتاح الأسواق وعولمتها، وتأخذ الأزمة في هذه الحالة بعداً عالمياً، إلى أن تصبح أزمة نظامية. و تكمن خطورة هذه الأزمة في صعوبة معالجتها، كونها تحمل خطراً كلياً، غير قابل للتحويل أو التنويع. أي عدم جدوى استعمال إستراتيجية تنويع الاستثمارات كأسلوب لامتناس الأخطار المالية، كما لا مجال لاستعمال المشتقات المالية كإستراتيجية لتحويل الأخطار. ومن خصائص الأزمة النظامية ظهور خطر السيولة (أزمة السيولة)، و ما ينجر عنها من آثار سلبية على نشاط الأسواق المالية بشكل عام، وتتجلى هذه الأزمة فيما يلي :
- أ. تضائل عدد المتدخلين في السوق المالي، أي فقدانه للعمق نتيجة انعدام الثقة.
- ب. انخفاض كبير في قيمة الأصول المالية لارتباطها بمخاطر عالية بالنسبة لحائزها.
- ج. فقدان الأصول المالية لخاصية الشفافية، ومن ثم يصبح السعر لا يعبر عن حقيقة قيمة الأصل المالي... الخ⁽²⁾.

- وتزداد خطورة الأزمة المالية بخروجها من الدائرة المالية (الأسواق المالية) لتمس الدائرة الحقيقية، أي الاقتصاد بأكمله، وتتحوّل إلى أزمة اقتصادية (الكساد).
- **قروض subprime:** و هي قروض الرهن العقاري الأقل جودة، ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية، نتيجة أن المواطن الأمريكي يشترى عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار، وحين يرتفع ثمن العقار المرهون يحاول صاحب العقار الحصول على قرض جديد، وذلك مقابل

(1) بن نعمون حمادو، أزمة الرهن العقاري، أسبابها وتداعياتها، مداخلة من الملتقى الدولي حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 2009، ص.11.

(2) المرجع السابق، ص.11.

رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا تسمى الرهون العقارية الأقل جودة، لأنها رهونات من الدرجة الثانية، و هي أكثر خطورة في حال انخفاض ثمن العقار نظرا لصعوبة تحصيلها⁽¹⁾.

2 -التعريف بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008

إن الأزمة العالمية التي بدأت بوادرها في 2007 و انفجرت في صيف 2008 هي أزمة مالية في المقام الأول، لأن مركزها هو السوق المالي، و هي تتضمن كل عناصر الأزمة المالية النظامية، و قد توفرت فيها مختلف أشكال الأزمات المالية : العملة، الفقاعات و الأزمة المصرفية التي تعد أبرز الأشكال ظهورا، لأن هذه الأزمة اقترنت بعدم قدرة المصارف على القيام بوظيفتها الائتمانية بسبب أزمة السيولة التي أصابتها مع توقف المقترضين عن سداد ديونهم بدء بالديون العقارية. و قد أصطلح على تسمية هذه الأزمة بعدة مصطلحات، وأكثرها شيوعا الأزمة العقارية، لأن فقاعة المضاربة نشأت في القطاع العقاري، و أزمة القروض الرهنية العقارية من الدرجة الثانية subprimes، و قد مرت هذه الأزمة بالمراحل التاريخية التالية⁽²⁾:

2 ± -ابتداء من سنة 2001 زادت البنوك الأمريكية من تمويل للقطاع العقاري ، و ذلك لتوسيع لنشاطاتها عقب أزمة الإنترنت 2000⁽³⁾ التي ألحقت خسائر كبيرة بالقطاع المالي، وكذلك لاستخدام مواردها استخداما أمثلا، و قد 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. و لم تكفي البنوك بتقديم القروض للزبائن من ذوي القدرة على التسديد، بل وسعت نطاق تقديم القروض العقارية ليشمل الأشخاص الذين لا تتوفر فيهم شروط الملاءة المعهودة و القدرة على تسديد الديون، أي

(1) محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية :أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، مداخلة من المؤتمر حول :الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، 2009، ص. 8. من الموقع الإلكتروني: www.jinan.edu.lb/Conf/Money/4/Dr-zidane.pdf

(2) بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية و المصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، مداخلة من الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2009، ص.ص. 11-13.

(3) تعتبر واحدة من الأزمات المالية التي مست أساسا سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، و قد بدأت حين أدرجت أسهم شركات الإنترنت في السوق المالي و أصبح يعبر عنها بما يعرف بمؤشر ناسداك "NASDAQ"، و قد ارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات في البداية بشكل كبير و في وقت حقق فيه عدد قليل منها أرباحا حقيقية مما أدى إلى خلق فقاعة انفجرت في عام 2000 .

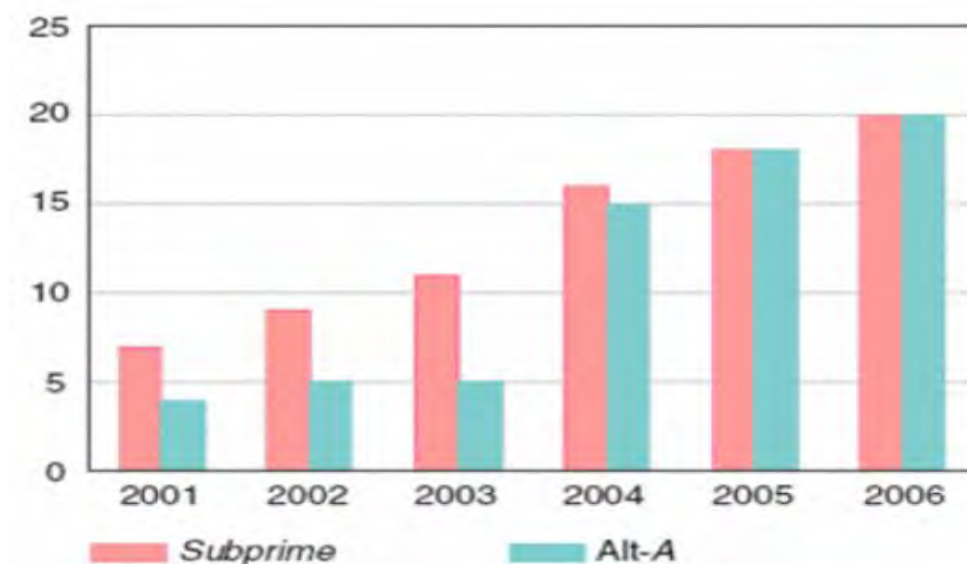
فئة الزبائن ذوي الدخل المتدني أو ذوي الدخل غير المستقر، الذين يشكلون درجة خطر عالية على المؤسسات المالية المقرضة، و تعرف القروض الممنوحة لهذه الفئة بـ Subprimes ، ومن خصائصها⁽¹⁾:

- أ. سعر الفائدة المفروض عليها ثابت في السنتين الأولى والثانية ثم يتحول إلى سعر متغير، كما يضاف إلى سعر الفائدة علاوة خطر تتراوح بين 1 إلى 5 % .
- ب. أن أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية، كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة.
- ج. إذا تأخر المقترض عن دفع أي قسط من القرض يحل أجله، فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو ثلاث مرات.
- د. أن المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاث الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القرض، و هذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب إلى حيازة ملكية أي جزء من العقار، إلا بعد مرور ثلاث سنوات.
- هـ. تسديد قيمة القرض تعتمد على ناتج بيع العقار الممول.

والشكل التالي يبين نسبة هذه القروض من إجمالي القروض العقارية في الولايات المتحدة

الأمريكية في الفترة ما بين 2001-2006:

(1) إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009 ، ص.18.



شكل رقم 10 : نسبة قروض Subprimes من إجمالي القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة ما بين 2001-2006 (%)

Source : http://www.melchior.fr/index.php?id=6632&no_cache=1&type=123

من خلال هذا الشكل يتضح لنا بأن حجم قروض Subprimes الممنوحة خلال الفترة 2001-2006 تمثل النسبة الأكبر من إجمالي القروض العقارية الممنوحة في نفس الفترة في الولايات المتحدة الأمريكية ، و ذلك 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 و تحويلها مخاطره من خلال توريقها.

2 2 - لجوء البنوك بعد منح هذه القروض إلى توريقها لعدة أسباب أهمها:

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

و حتى تتمكن المؤسسات المشرفة عادة 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 هي عبارة عن عملية إعادة تغليف الديون، أي إصدار أوراق مالية مسندة إلى عدد كبير ومتنوع من الديون المورقة مثل (CBO, CLO, CFO...) إضافة إلى القروض العقارية من نوع subprimes، و هذا بالرغم من الخطورة الكبيرة التي تمثلها هذه القروض. كما نالت نفس النقطة المنتجات الناشئة عن التوريق الاصطناعي و المتمثلة في مشتقات الائتمان CDS (1).

و نظرا لحدثة هذه المنتجات التي تعرف بالمنتجات المهيكلة Les Produits Structurés و طبيعتها المعقدة وافتقادها للشفافية، فإنه من الصعب حصر درجة خطر عدم الدفع المرتبطة بها، مما يجعل تقييمها غير دقيق و لا يستند إلى معايير موضوعية، خاصة و أن وكالات التقييم المسؤولة عن هذه النقطة كانت تجمع بين وظيفتين في نفس الوقت، وظيفة تقديم الاستشارات للبنوك حول تصميم هذه المنتجات، و وظيفة تقييمها عندما يطلب منها البنك ذلك، مع العلم أن هذا الأخير هو الذي يدفع لها عمولتها في الحالتين مما دفعها إلى التساهل و إعطاء نقاط جيدة، مما يعني تزويد السوق بمعلومات غير دقيقة تجعله يفتقد الشفافية و يبتعد عن الكفاءة و يساهم في زعزعة الثقة بين المتعاملين.

2 3 - هذه الإجراءات السابقة أدت إلى زيادة الطلب على العقار وارتفاع أسعاره، أي نشوء فقاعة مضاربة حول هذا القطاع، مما عزز موقف البنوك ودفعها إلى التماهي في هذه السياسة الائتمانية، لاعتقادها أن القيمة المرتفعة للعقارات تعزز الضمان وتقلل من المخاطر التي يتحملها البنك. وبالموازاة مع ذلك انتقلت فقاعة المضاربة إلى الأصول المالية الناتجة عن توريق القروض العقارية خاصة CDO و CDS، حيث لقيت هذه المنتجات رواجاً كبيراً بعد التقييم الجيد الذي حصلت عليه، فازداد الطلب عليها لقناعة السوق بأنها لا تحمل مخاطر عالية مقارنة بعوائدها المرتفعة، إذ بلغ حجمها نهاية 2007 ما يقارب 3000 مليار دولار بالنسبة لـ CDO

1) Olivier Cousseran, Iméne Rahmouni: Le marché des CDO: modalités de Fonctionnement et implications en termes de stabilité financière, Banque de France, Revue de la stabilité financière, No6, Juin 2005, p.p. 47-67.

و 58.888 مليار دولار بالنسبة لـ CDS، و ذلك حسب تقرير بنك التسويات الدولي (BRI) و Banque des Règlements Internationaux.

وبفعل عولمة الأسواق المالية تم اقتناء هذه الأصول المالية من قبل البنوك، شركات تأمين و صناديق الاستثمار من مختلف الأسواق المالية عبر العالم.

2 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 الأمريكية عن دفع مستحقات القروض، مما دفع بالبنوك إلى طرح تلك العقارات للبيع، هذا من جهة، و من جهة أخرى قامت العائلات الأمريكية 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. كما قامت هذه المؤسسات بتوريق قروضها العقارية وحولتها إلى أوراق مالية يتم تداولها على أساس العقارات المرتبطة بها. فازدادت الالتزامات المرتبطة بالعقار الواحد، و أصبحت الديون المرتبط به أكثر بكثير من قيمته.

و هكذا تراكمت الديون، و تراجعت أسعار العقارات في السوق الأمريكي، و تفاقم خطر عدم الدفع أو الخطر الائتماني، و من ثم انهارت المؤسسات المالية و مؤسسات التوريق و ضمان القروض Fanni-Mae و Freddie-Mac ، و انتقلت العدوى المالية إلى البنوك و الصناديق الاستثمارية التي اقتنت الأوراق المالية الناتجة عن توريق القروض العقارية والتي أطلق عليها فيما بعد مصطلح الأصول السامة Les Actifs Toxiques، وكان إفلاس صندوق استثمار تابعين لبنك الاستثمار الأمريكي Bear Stearns بمثابة الفتيل الذي أشعل الأزمة.

2 5 - نتيجة لذلك واجهت البنوك أزمة سيولة خطيرة بفعل انحصار نشاط السوق ما بين البنوك، و تدخل 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.

كما تم اتخاذ إجراءات استثنائية غير مسبوقه من قبل السلطات الرقابية في الولايات المتحدة الأمريكية لمواجهة الأزمة، و ذلك نظرا لخطورة وحجم هذه الأزمة، خاصة وان السوق

المالي الأمريكي هو الأكثر تضرراً كونه مصدر الأزمة وأكبر الأسواق العالمية حجماً واتساعاً، وتتمثل أهم هذه الإجراءات فيما يلي⁽¹⁾:

أ. خفض سعر الفائدة على التسهيلات الائتمانية المقدمة للبنوك التجارية بشكل تدريجي من 4.25% إلى 0.1% .

ب. تنظيم عملية إنقاذ بنوك أمريكية كانت على وشك الإفلاس بفعل الأزمة، و من بينها منح تسهيلات مالية ضخمة لبنك JP Morgan و بشروط ميسرة من أجل تمكينه من شراء بنك Bear stearns، خامس بنك استثمار في الولايات المتحدة الأمريكية، بمبلغ 236 مليون دولار على أساس \$2 للسهم، في حين كان سعر السهم قبل الأزمة \$120 . وأعتبر المختصون أن هذه العملية بمثابة تأمين للبنك، لكن بطريقة مقنعة حتى لا يقع هذا البنك في يد مؤسسات مالية أجنبية، وهذا يتنافى مع مبدأ حرية التعامل وسيادة قانون السوق وعودة للحماية الاقتصادية.

ج. فتح FED شبائبيها لكافة الوسطاء في الأسواق المالية الأمريكية للاستفادة من التسهيلات المالية التي تمنحها وعدم اقتصار ذلك على البنوك فقط.

لكن وبالرغم من هذه الإجراءات لم تنحصر الأزمة المالية، بل ازدادت اتساعاً وتعمقاً، خاصة بعد قرار السلطات الأمريكية حول عدم التدخل لأنقاذ بنك Lehman Brothers، أحد أكبر وأهم البنوك الأمريكية، والذي كان جزء كبير من نشاطه يتمثل في مهنة بنك الاستثمار من خلال التعامل في مشتقات الائتمان و الأصول المورقة. هذا القرار الذي لم يجد له المختصون مبرراً تسبب في انهيار هذا البنك في منتصف سبتمبر 2008 و انتشار الأزمة المالية من خلال أصوله إلى باقي الأسواق المالية العالمية بفعل العدوى المالية، مما أعطى الأزمة الطابع النظامي العالمي.

و قد تسببت هذه الأزمة حسب إحصاءات صندوق النقد الدولي في خسائر تزيد عن 40000 مليار دولار من جراء انهيار البورصات العالمية. و على الرغم من المبالغ الهائلة (أكثر من 3000 مليار دولار) التي ضختها الدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية من خلال خطة Paulson بـ 700 مليار دولار لدعم القطاع المصرفي، إلا أن كل هذه

(1) بن نعمون حمادو، أزمة الرهن العقاري، أسبابها وتداعياتها، مرجع سبق ذكره، ص. 16.

الإجراءات لم تجدي نفعا، ولم ترجع الثقة للأسواق المالية وتخرجها من حالة الجمود والترقب التي وقعت فيها، إذ تراجع دورها في تمويل الاقتصاد، وشحت الأموال بفعل ما صارت تعيشه الأسواق المالية من أزمة سيولة ومن تم تحولت الأزمة المالية إلى أزمة اقتصادية مست الدائرة الحقيقية، وبدأ العالم يعيش موجة كساد عارمة⁽¹⁾.

المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية المعاصرة

يمكن تقسيم أسباب الأزمة المالية العالمية التي حدثت في 2008 إلى أسباب مباشرة و أخرى غير مباشرة، حيث أن الأسباب المباشرة ما هي إلا ممارسات في مجال العمل المالي يقوم عليها الاقتصاد الرأسمالي الذي يسود العالم الآن في ظل العولمة وتعتبر من ابتكاراته، وأما الأسباب غير المباشرة فهي أسباب هيكلية تتصل بطبيعة النظام الرأسمالي والفلسفة التي يقوم عليها و التي أدت إلى اختلالات في بنية الاقتصاد.

1- الأسباب المباشرة للأزمة

إن الأسباب المباشرة للأزمة كثيرة و متعددة، لكن سنحاول التركيز على تلك التي تخدم بحثنا هذا، و التي سيتم توضيحها فيما يلي⁽²⁾:

1 1- انتعاش القطاع العقاري في ظل التحرير المالي المفرط:

توجهت البنوك عقب أزمة الأنترنت 2000 إلى تمويل القطاع العقاري الذي شهد دعما كبيرا من الإدارة الفدرالية الأمريكية *Fédéral housing Administration*، فهذه الأخيرة تساهلت مع البنوك وشجعت العائلات على الاقتراض من اجل امتلاك المنازل بواسطة سلسلة من الإعفاءات الضريبية والإعانات والتي بلغت في سنة 2001 ما مجموعه 121 مليار دولار أمريكي، مما أدى إلى انتعاش هذا القطاع بشكل كبير، خاصة بعد توسع البنوك في منح القروض العقارية لتشمل فئة الأشخاص الذين لا تتوفر فيهم شروط الملاءة المعهودة والقدرة على تسديد الديون والمعروفين لدى البنوك الأمريكية بـ *ninja*،

(1) المرجع السابق، ص.18.

(2) بن نعمون حمادو، دور تقنية التوريق وصناديق التحوط في أزمة المالية 2008، ص.4.5.

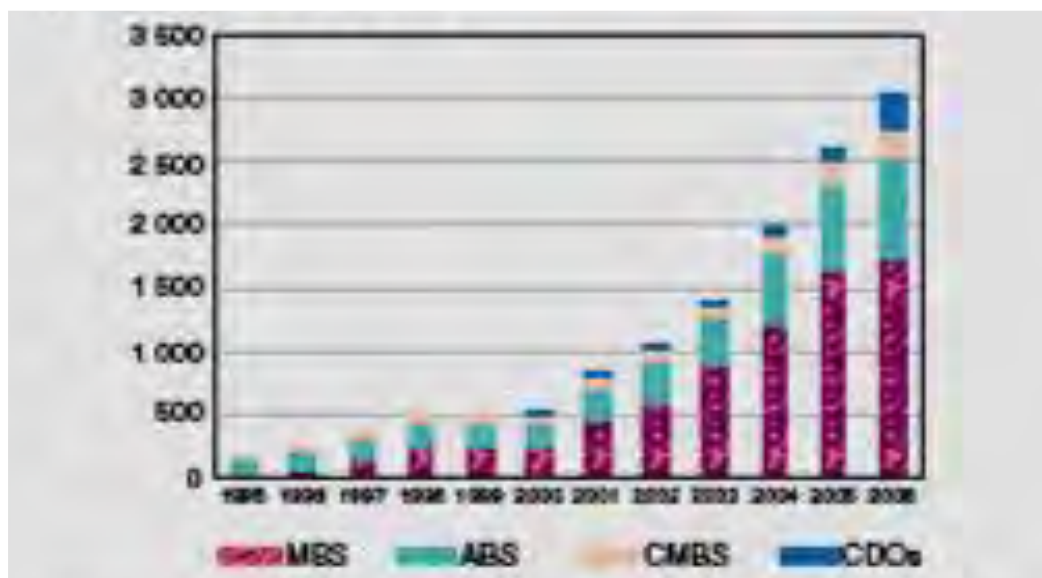
وهذه القروض هي التي تعرف بقروض Subprimes و تشكل درجة خطر عالية على المؤسسات المالية المقرضة، خاصة و أنها تعطي للمقرض إمكانية الحصول على قروض جديدة بالاعتماد على نفس العقار كضمان عند زيادة قيمته السوقية، بمعنى آخر أن هذه القروض من النوع القابل "لإعادة التعبئة Rechargeables".

و نتيجة لسكوت السلطات الرقابية في الولايات المتحدة الأمريكية عن ذلك وسماعها للبنوك بعدم التقيد بقواعد الاحتراس و المجازفة فقد نشأت فقاعة مضاربية في القطاع العقاري انفجرت في صيف 2007 و ألحقت خسائر فادحة بالبنوك و المؤسسات المالية و النظام المالي بشكل عام، مما تسبب في الوقوع في أزمة مالية مست النظام المالي العالمي بأسره بفعل العدوى المالية.

1 2 - الاستعمال المكثف لتقنيات الهندسة المالية و خاصة تقنية التوريق:

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

- التخلص من الأخطار التي تمثلها هذه القروض على البنك بإخراجها من ميزانيتها.
 - إعادة التمويل لمواصلة عمليات الإقراض وزيادة العائد خاصة في ظل انخفاض أسعار الفائدة.
 - التقليل من الحاجة للأموال الخاصة وتخلص من القيود القانونية... الخ.
- و تعتبر تقنية التوريق من أهم تقنيات الهندسة المالية، إذ يعتبرها المختصون عاملاً أساسياً في زيادة حجم التعاملات و الأصول 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 وأن الأصول المالية المورقة تتعدد من حيث طبيعتها وأجلها وخصائص الأوراق المالية المسندة إليها، والشكل الموالي يبين تطور حجم الأصول المورقة من 1995 إلى 2005:



شكل رقم 11: تطور حجم الأصول المورقة من 1995 إلى 2005 (الوحدة مليار دولار).

المصدر: بن نعمون حمادو، أزمة الرهن العقاري، أسبابها و تداعياتها، مرجع سبق ذكره، ص.7.

وتشير الدراسات إلى أن الاستعمال المكثف لتقنية التوريق من قبل البنوك جعلها تعتبر من أهم

العناصر التي ساهمت في التحول الجذري والسريع الذي عرفه نشاطها و شجعها على التحول من النموذج التقليدي القائم على فكرة Originate-To-Hold، أي تقديم القروض والاحتفاظ بها في ميزانيتها إلى تاريخ الاستحقاق إلى النموذج الجديد Originate-To-Distribute و الذي يقوم على فكرة منح القروض Originate ثم بعد ذلك التنازل عنها لجهة أخرى و إخراجها من الميزانية عن طريق التوريق وتوزيعها في شكل أوراق مالية قابلة للتداول على عدد كبير من المستثمرين في السوق Distribute، وبالتالي توزيع الأخطار المرتبطة بهذه القروض بشكل متساوي على كافة المتعاملين.

إلا أن هذا الطرح المنمق يتنافى والواقع الذي تعيشه البنوك حالياً، فقد أظهرت الأزمات السابقة والأزمة الحالية على وجه الخصوص عدم صحة ذلك، حيث أن إقدام البنوك على التوسع الكبير وغير المدروس في منح الائتمان في فترات الرواج يؤدي إلى إغراق السوق بالقروض الرديئة و يساهم في تشكل فقاعات المضاربة، والسبب يكمن في أن جل اهتمام البنوك في تلك المرحلة ينصب أساساً على تحقيق العائد، فهي لا تبدل العناية الكافية للتأكد من السمعة الائتمانية للمقترضين لأن أغلبية القروض

التي تمنحها تتخلص منها مباشرة بعد ذلك عن طريق توريقها، و بذلك انتقلت البنوك من النموذج التقليدي القائم على مبدأ العلاقة القوية مع الزبائن والاحتفاظ بالقروض حتى الاستحقاق، إلى مجرد موزع للقروض ومن ثم بائعا لها في سوق ثانوي بطريقة تفتقد للشفافية والمسؤولية مساهمة في المدى البعيد في ظهور المخاطر و انتشارها و الوقوع في الأزمات.

1 3 - الدور السلبي لوكالات التقييم:

نظرا للطبيعة الخاصة والمعقدة لعمليات التوريق والمنتجات المالية التي تنتج عنها فإن التنظيمات في كافة الأسواق المالية تفرض تدخل نوع خاص من المؤسسات المالية لضمان حسن سير هذه العملية، و هي وكالات التقييم أو تقييم الجدارة الائتمانية.

بداية من التسعينات تعاضت أهمية هذه الوكالات و أصبحت معلما من معالم الأسواق المالية العالمية بعد الانتشار الواسع لتقنية التوريق، إذ أصبحت البنوك تلجأ إلى هذه الوكالات لتقييم محافظ الأصول المورقة ومن ثم تزود السوق بمعلومات هامة و أساسية حول طبيعة هذه الأصول و جودة الأوراق المالية المسندة لها، ليستفيد منها مختلف المتدخلون في عملية التوريق في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. فهذه المعلومات ساهمت بشكل كبير في زيادة كفاءة الأسواق المالية، و تتمثل هذه المعلومات بالأخص في النقطة مثل AAA، AA، BBB، BB،... الخ، و التي يستدل من خلالها وبسهولة على مستوى الخطر الذي تمثله هذه الأصول المالية ومعدل العائد المطلوب.

لكن وبالرغم من الخطورة الكبيرة التي تمثلها قروض Subprimes، كما تم تبيانها من قبل، لم تتردد معظم وكالات تقييم الجدارة الائتمانية في منح معظم الأوراق المالية الناتجة عن توريق تلك القروض و المعروفة بـ RMBS نقطة AAA، أي أحسن علامة، و التي تعني حسب تعريف الوكالات " جودة عالية، خطر منعدم ".

كما منحت نفس النقطة للشريحة العليا من المنتجات المصطلح على تسميتها بالمنتجات المهيكلة Les Produits Structurés و المتمثلة أساسا في سندات CDO المسندة إلى عدد كبير ومتنوع من الديون المورقة مثل (CBO, CLO, CCO, CFO, RMBS...) بما فيها تلك المسندة لقروض عقارية ذات الجودة الائتمانية المنخفضة. و قد منحت وكالات التقييم هذه النقطة الجيدة لهذه المنتجات على الرغم من أنها تعلم جيدا مدى خطورتها، لكونها كانت حاضرة في كل مرحلة من مراحل تصميم هذه المنتجات بداية من تقديم استشارات حول طريقة هيكل الأوراق المالية المصدرة بتعيين مختلف الشرائح

Tranching التي تتراوح بين الشريحة المضمونة Senior:A، الشريحة المتوسطة الجودة B: Mezzanine والشريحة الرديئة C: Junior- Subordonnées وصولاً إلى الحكم على المنتج بعد التصميم.

كما نالت نفس النقطة منتجات التوريق الاصطناعي والمتمثلة في مشتقات الائتمان CDS، و التي يحول بموجبها خطر عدم الدفع المرتبط بمحفظة القروض إلى جهة أخرى تقبل ذلك و هي في الغالب بنك آخر (بائع التغطية)، هنا تكون تقنية التوريق قد استعملت كوسيلة لتحويل الخطر فقط، و بذلك في تساهم في تركيز الأخطار لدى طرف واحد قد يؤدي في حالة إفلاسه إلى انتقال العدوى المالية إلى باقي مكونات النظام المالي مما يتسبب في حدوث أزمة نظامية.

و من خلال ما تقدم يتضح التورط الكبير لوكالات التقييم في تشكل فقاعة مضاربة حول قطاع العقار بتقديم نقطة (AAA) للمنتجات المالية الناتجة عن توريق القروض عقارية من نوع Subprimes، كما لم تجري تخفيضا تدريجيا لهذه النقطة عندما بدأ السوق يتراجع بفعل تزايد حالات عدم الدفع، والأخطر من هذا فقد ساهمت هذه الوكالات في تعميق الأزمة عندما أقدمت فجأة وبعد مدة على إجراء تخفيض كبير في النقطة مرة واحدة متسببة بذلك في انهيار السوق و حدوث آثار مدمرة أدت إلى الوقوع في الأزمة المالية العالمية.

1 4 -تساع ظاهرة المضاربة

أصبحت الأسواق المالية تعاني من حالة عدم الاستقرار وحدة ووتيرة الأزمات المالية نتيجة لتنامي المخاطر بفعل اتساع ظاهرة المضاربة أو ما يعرف بفقاعات المضاربة، التي يساعد على انتفاخها وانفجارها الاستعمال المكثف للمشتقات المالية، حيث أن استعمال هذه الأخيرة لغرض المضاربة يجعل من نتائجها تركيز الأخطار في محفظة عدد من المتعاملين، هم المضاربين، الراغبين في تحمل المخاطر بحثاً عن العائد الكبير، و من ثم إفلاسهم بمجرد تعرضهم لخطر عدم الدفع أو لانهيار الأسعار. و هكذا تنتقل العدوى المالية من مؤسسة مالية إلى أخرى من خلال قناة الأسعار، أي نتيجة لتغير أسعار الأصول المالية، إلى أن تصبح الأزمة أزمة نظامية تمس النظام المالي برمته، و أكثر من ذلك فهي تنتقل من نظام مالي إلى آخر بفعل انفتاح الأسواق وعولمتها وتأخذ الأزمة في هذه الحالة بعداً عالمياً كما حدث في الأزمة المالية العالمية 2008.

1 5 - المشتقات المالية:

كما سبق و عرفنا، أن الهدف الأساسي من التعامل بالمشتقات المالية هو التحوط و التغطية ضد المخاطر (تقلب أسعار الفائدة ، أسعار الصرف، المواد الأولية ، المؤشرات ، خطر عدم الدفع...)، وهي عقود تشمل السلع، النقود، الأسهم، السندات، أسعار صرف، أسعار الفوائد ومؤشرات البورصات... الخ. ولقد زاد التعامل بهذه المشتقات إلى حد كبير جدا، فبينما تبلغ قيمة الأوراق المالية في السوق العالمي حوالي 60 تريليون دولار، و التي تعبر عن الاقتصاد المالي، تبلغ قيمة المشتقات المبنية عليها 600 تريليون دولار، و هي تعبر عن الاقتصاد الوهمي⁽¹⁾.

و يرجع النمو الكبير الذي عرفته هذه الأسواق والذي جعلها تحتل مركز الصدارة بين الأسواق المالية إلى تنامي حجم ونوعية الأخطار المغطاة ، استفحال ظاهرة المضاربة بالإضافة إلى أن منتجاتها المالية تنطوي على قيمة مضافة عالية بالمقارنة مع الأصول المالية التقليدية.

لكن و في نفس الوقت، هذه المنتجات تعتبر أكثر خطورة، و ذلك راجع لعدة أسباب، منها: سوء تقدير الأخطار المرتبطة بها، بعض التجاوزات القانونية، تعقد المنتجات المشتقة والاستعمال المفرط للنماذج الرياضية و الإحصائية المعقدة. كل هذا جعل من هذه المنتجات وسيلة تعطي لمستعملها انطباع بأنه يتحكم في الأخطار، في حين أن كل الدراسات توصلت إلى استحالة التحكم باستمرار في كافة العوامل التي تؤثر على النموذج المستعمل و بالتالي عدم إمكانية التحكم في الأخطار في كل الأحوال⁽²⁾.

و يضاف إلى الخطورة التي تنطوي عليها هذه المنتجات، أنها ساهمت بشكل كبير في تركيز الأخطار التي عادة ما تكون سببا في ظهور الخطر النظامي الذي أدى بدوره إلى الوقوع في هذه الأزمة المالية العالمية بعدما انهار السوق المالي بشكل عام، و سنحاول توضيح علاقة المشتقات المالية بالأزمة المالية العالمية 2008 بتفصيل أكثر من خلال المبحث الموالي.

(1) محمد عبد الحليم عمر، قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص.13.

(2) بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، مرجع سبق ذكره، ص.16،17.

2 - الأسباب غير المباشرة :

إن الأسباب غير المباشرة للأزمة المالية العالمية 2008 كثيرة و متعددة، ومن بينها ما يلي:

2 1 - تضخم الاقتصاد المالي والانفصام بينه وبين الاقتصاد الحقيقي:

إن الاقتصاد في حقيقته هو النشاط الذي يدور حول توفير السلع والخدمات لإشباع الحاجات الإنسانية من خلال وظائف اقتصادية مثل: الإنتاج، التوزيع و الاستهلاك، ولكن هذا يتطلب التبادل لأنه لا يوجد أحد يمكنه إنتاج كل ما يحتاجه من سلع وخدمات بنفسه، والتبادل يحتاج إلى تمويل، ومن هنا وجد الاقتصاد المالي لخدمة الاقتصاد الحقيقي.

إلا أن الاقتصاد المالي انفصل عن الاقتصاد الحقيقي و أصبح يتم التعامل في النقود والتمويل ذاته بيعاً وشراءً بمعزل عن الأصول المادية الحقيقية التي وجدت من أجلها، مما وسع الفجوة بينهما وجعل الناس يكسبون من الاقتصاد المالي أضعاف ما يكسبون من الاقتصاد الحقيقي، فتوجهت القدرات المالية لأسواق المال والإقراض وسوق الصرف بدلا من توجيهها لإنتاج السلع والخدمات، و من جانب آخر أصبح حجم التمويل المتاح من خلال الائتمان أضعاف قيمة الاقتصاد الحقيقي، مما أدى إلى خلل في التوازن بينهما.

و بما أن الاقتصاد المالي أصبح لا يستند إلى قاعدة من الأصول وإنما إلى أهرامات من الديون التي ركبت فوق بعضها البعض في توازن هش من أجل كسب المزيد من العوائد في صورة فوائد وفروق أسعار، فإنه عند وجود خلل في إحدى حلقات الديون المركبة (كما حدث عند توقف المقترضين في سوق التمويل العقاري عن سداد القروض) فسوف ينهار البناء المالي بكامله و تحدث الأزمة.

و الجدير بالذكر أنه رغم الانفصام الواقع بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي فإن آثار الأزمة ستمتد إلى الاقتصاد الحقيقي، لأن الانهيار المالي للبنوك سيجعلها تكف عن الإقراض الذي كان يوجه جزء منه للشركات الإنتاجية مما يجعل هذه الأخيرة تقلص إنتاجها وتطرد بعضاً من عمالها أو كل العمال. ومن جانب آخر فإن الخسارة التي منى بها المواطنون جراء تعاملهم في الأسواق المالية ستجعلهم

يخفضون مشترياتهم من الشركات الإنتاجية وبالتالي يقع الركود الاقتصادي. و هذا ما حدث في هذه الأزمة⁽¹⁾.

2 2 - تنامي الاقتصاد الوهمي:

نتيجة لانفصل الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي ظهر نوع ثالث من الاقتصاد هو الاقتصاد الوهمي، الذي يمارسه البعض دون أن يؤدي ذلك إلى الإسهام في الإنتاج أو الاستهلاك أو حتى توفير التمويل لهما، فهو يقوم على المتاجرة في المخاطر وبيع التوقعات للغير ويكسبون من وراء ذلك المال الكثير وبدون دفع تمويل كبير، و هذا ما يتمثل في التعامل بالمشتقات المالية. و قد أدت هذه الأخيرة إلى إحداث الخلل بين جناحي الاقتصاد الحقيقي و المالي، و تشير الإحصاءات إلى أن حجم الناتج العالمي من السلع والخدمات هو 48 تريليون دولار، و حجم التعامل في الاقتصاد المالي من خلال الأوراق المالية دون المشتقات هو 60 تريليون دولار، أما حجم التعامل في الاقتصاد الوهمي فيبلغ 600 تريليون دولار، و هذا ما يوضح أن الاقتصاد الوهمي أكبر بكثير من الاقتصاد الحقيقي و المالي معا⁽²⁾.

2 3 - فكرة الحرية المطلقة و آلية اليد الخفية:

لقد قام الاقتصاد الرأسمالي على فكرة الحرية المطلقة بترك الناس يتصرفون اقتصاديا بدون تدخل من أي جهة من خلال تطبيق مبدأ "دعه يعمل أتركه يمر"، لأن الفرد رشيد في تصرفاته، وإذا حدث وحاول أحد أن يتصرف تصرفا يضر بالآخرين فإن قوى السوق أو ما يسمى باليد الخفية تعمل على منع ذلك وإعادة السوق إلى وضعها الصحيح. ولقد أثبت الواقع خطأ هذا التصور، حيث ظهر في أدبيات الاقتصاد دراسات حول فشل السوق وخرافة اليد الخفية وبدأت الرأسمالية بالخروج عن فلسفتها، عندما قررت التدخل لضبط السوق، مثلما حدث في أمريكا من خلال إصدار عدة قوانين تسمى التشريعات المناهضة للممارسات الاحتكارية الضارة بالمنافسة. و صلة هذا بالأزمة، أن هذه الحرية المطلقة جعلت

(1) محمد عبد الحليم عمر، قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص.13.

(2) المرجع السابق، ص.14.

الجميع يرتكبون ممارسات غير أخلاقية وتصرفات تضر بالمنافسة الحرة من أجل كسب المزيد من المال، دون الالتزام بالقوانين، مما أدى إلى تفشي المخاطر و حدوث الأزمة⁽¹⁾.

2 4 - عولمة الأسواق المالية:

لقد ظهر مفهوم العولمة نتيجة للتغيرات العالمية السريعة والعميقة في آثارها وتوجهاتها المستقبلية، وذلك منذ الربع الأخير من القرن العشرين. فالاقتصاد العالمي تحول إلى قرية صغيرة متناسقة الأطراف بفضل الثورة التكنولوجية والمعلوماتية، وأصبح هناك سوق واحد يوسع دائرة ومجال المنافسة لكل المتعاملين الدوليين، وبرزت إلى الوجود منظمات عالمية وشركات متعددة الجنسيات وتكتلات اقتصادية عملاقة، والكل يسعى لمواجهة التهديدات في إطار إزالة القيود بكل أشكالها وتحرير المعاملات الاقتصادية والمالية على وجه الخصوص. غير أنه وبالرغم من الآثار الإيجابية لهذه العولمة إلا أنها ساهمت في إحداث الأزمة المالية العالمية 2008 من خلال بعض ظواهرها و التي من بينها نذكر⁽²⁾ :

أ - غياب التقنين البنكي أو التقليل من التقنين المالي بصفة عامة *Déréglulation* أو

Déréglmentation، و هي عبارة عن سياسة اتخذتها معظم الدول المتقدمة في بداية

الثمانينات، حيث يتم من خلالها تحريك رؤوس الأموال بحرية تامة بين مختلف المؤسسات

المالية، إضافة إلى إلغاء مراقبة الصرف وانفتاح الأسواق النقدية على بعضها البعض، حيث

تسمى هذه الإجراءات بسياسة التقليل من التقنين المالي. أي بصفة عامة تمت إزالة الحواجز

القانونية التي كانت تحيل دون المنافسة التامة ما بين المؤسسات المالية البنكية و غير البنكية.

وقد تجسدت هذه الظاهرة أكثر على مستوى النظام البنكي من خلال سياسة التقليل من تقنين

النشاط البنكي، و يتلخص مضمونها فيما يلي:

- تحرير أسعار الفائدة حيث أصبحت تتحدد في السوق حسب الطلب و العرض.

- السماح للبنوك من التنوع في مختلف الأنشطة المصرفية والمالية (أي التحول من البنوك

المتخصصة إلى الشاملة).

- السماح بالتوسع في الأسواق المصرفية.

(1) المرجع السابق، ص.15.

(2) لحوّل عبد القادر، إشكالية تدويل الخطر المالي ومخلفاتها على الأسواق المالية في الدول النامية، مداخلة من الملتقى الدولي الثاني حول: متطلبات التنمية في أعقاب إفراقات الأزمة المالية العالمية، جامعة بشار يومي 28-29 أبريل 2010، ص.17، 18.

و قد كان الهدف من هذه السياسة هو الحصول على أحسن فعالية للأنظمة المالية، وضمان جو مناسب ومريح للاستثمار وفتح الفرص أمام التمويل غير المكلف. لكن هذه السياسة أدت إلى طرح مشكل المنافسة البنكية و عدم تماثل المعلومات، إضافة إلى كثرة المخاطر الناجمة عن التعامل في السوق المالي بأوراق مالية تتعدد أنواعها وتختلف خصائصها تماما ومن أهمها المشتقات المالية، وبالتالي يتسع حجم التعاملات الدولية في حركية رؤوس الأموال بين مختلف الأطراف والأقطار.

ب - انتقال العدوى بين الأسواق بشكل عام و بين أسواق رأس المال بشكل خاص (السوق النقدي أو السوق المالي)، و ذلك نتيجة لظاهرة إلغاء تجزئة الأسواق Décloisement، و التي تتمثل في إزالة الحواجز بين الأسواق من خلال إقامة جسور بين الأسواق المحلية ونظيرتها الدولية لضمان حرية انتقال رؤوس الأموال على اختلاف أشكالها وطبيعتها بدون قيد أو شرط، و ذلك من المستوى المحلي إلى المستوى الخارجي، والعكس صحيح. و هذا ما يفتح المجال أمام المؤسسات المالية لتعمل في إطار سوق مالية واحدة تتميز بتحريك رؤوس الأموال بكل حرية، وهذا بفضل إزالة بعض القوانين من ناحية والتطور التكنولوجي في مجال المعلومات والاتصالات من ناحية أخرى، مما سمح لهذه الأسواق من خلق منتوجات جديدة كظهور أدوات مالية جديدة أهمها المشتقات المالية.

و قد كان الهدف الرئيسي من إزالة الحواجز بين الأسواق هو السماح بالاندماج، و كذا فسح المجال للمنافسة وتحويل المخاطر على المستوى العالمي. فلم تصبح هناك قيود وحدود تفصل بين الأسواق (سوق نقدي، سوق مالي، سوق مصرفي)، إلا أن هذا الإجراء جعل من السهل انتقال المخاطر من نظام إلى آخر و ساهم في إحداث الخطر النظامي الذي يؤدي إلى نقل الخطر المالي من النظام المصرفي المحلي ليشمل كافة الأنظمة المالية التي تعتبر على احتكاك مباشر مع تلك الأنظمة التي كانت السبب في ظهور الأزمة.

2 5 - تكنولوجيا الإعلام والاتصال ICT*:

لقد حققت تكنولوجيا الإعلام والاتصال تطورا هائلا ظهر أثره الكبير على جميع الميادين، الاقتصادية منها وحتى السياسية والاجتماعية، أما الأمر الذي كان له وزنا كبيرا، و الذي أدى إلى سرعة انتشار الأزمة المالية بين الدول والمؤسسات على الرغم من بعد المسافة الفعلية والحقيقية لموقع بروز الأزمة، هو درجة الربط واختصار المسافة التي جعلت العالم أشبه بقية واحدة، بفعل التكنولوجيا. لذا أضحت الأزمة المالية عبارة عن أزمة ثقة عالمية اتجه جميع الأنظمة الاقتصادية وحتى السياسية رغم اختلافها وتباين طبيعتها⁽¹⁾.

المبحث الثالث: علاقة كلا من المشتقات المالية و تقنية التوريق بالأزمة المالية المعاصرة

بعد التعرف على أهم أسباب الأزمة المالية العالمية، نلاحظ أن أغلبها يرتبط بالمشتقات المالية وتقنية التوريق بطريقة أو بأخرى، و لذلك، فسنحاول من خلال هذا المبحث تسليط الضوء على سببين أساسيين يعتبران حجر الزاوية في إحداث هذه الأزمة، و هما: المشتقات المالية وتقنية التوريق، حيث سنحاول توضيح كيفية و ما مدى مساهمتهما في إحداث هذه الأزمة.

المطلب الأول: المشتقات المالية و علاقتها بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008

إن المنتجات المالية المشتقة وجدت أساسا من اجل 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. و تشير 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⁾. و الشكل الموالي يبين ذلك:

* ICT: Information and Communication Technology.

(1) المرجع السابق، ص.18.

(2) www.bis.org/press/p080609_fr.pdf. en : 30/09/2011.



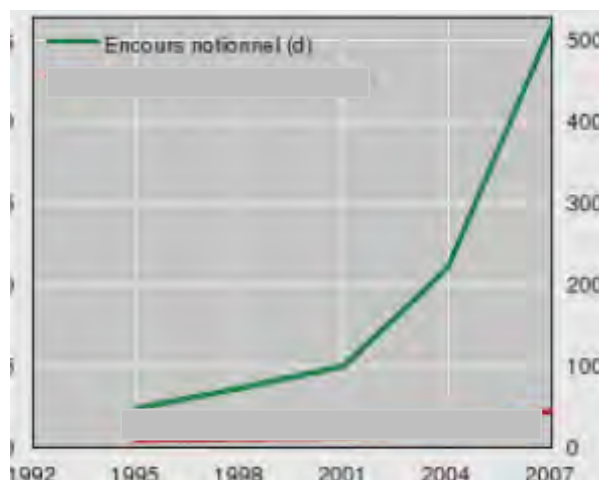
شكل رقم 12: تطور حجم المشتقات المالية خلال الفترة 2004-2008 (الوحدة: مليار دولار)
 المصدر: إحصاءات بنك التسويات الدولية في تقريره المؤرخ في ديسمبر 2007 المعنون بـ "أهم توجهات النشاط المصرفي والمالي الدولي".

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 يكمن أساساً فيها يلي⁽¹⁾:

- تنامي حجم ونوعية الأخطار المغطاة .
- استفحال ظاهرة المضاربة.
- تنطوي هذه المنتجات المالية على قيمة مضافة عالية بالمقارنة مع الأصول المالية التقليدية.
- لكن وبالرغم من التطور الكبير الذي شهدته المشتقات المالية إلا أنها تنطوي على خطورة كبيرة تهدد استقرار الأسواق المالية و النظام المالي بشكل عام، و السبب في ذلك راجع إلى:
- سوء تقدير الأخطار و بعض التجاوزات القانونية.
- الاستعمال الكبير للرفع المالي.

(1) بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية و المصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، مرجع سبق ذكره، ص.16.

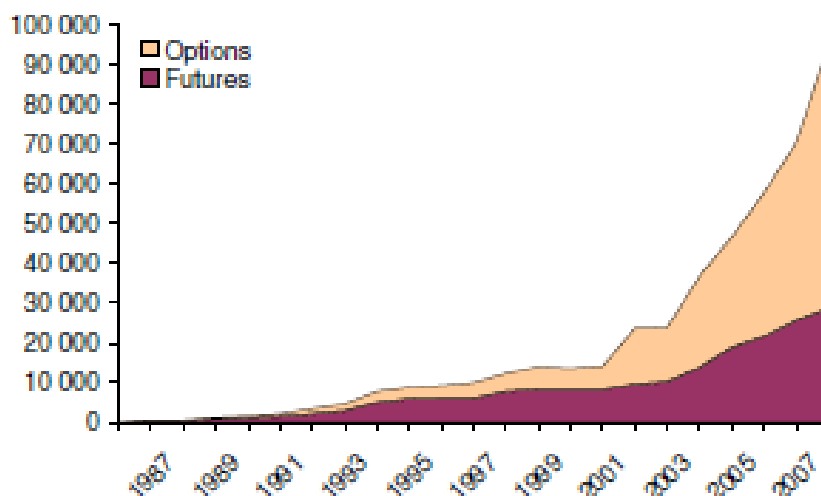
- تعقد المنتجات المشتقة والاستعمال المفرط للنماذج الرياضية و الإحصائية المعقدة، مما يولد الانطباع لمستعملها بأنه يتحكم في الأخطار، في حين أن كل الدراسات توصلت إلى استحالة التحكم باستمرار في كافة العوامل التي تؤثر على النموذج المستعمل في تقييم المخاطر المرتبطة بها .
- كثرة الصفقات في الأسواق غير المنظمة أو أسواق عقود المفاوضة بالتراضي Les Marchés de Gré a Gré، حيث تشير إحصاءات بنك التسويات الدولية في نفس التقرير السابق الذكر أن حجمها في نهاية الثلاثي الأول من سنة 2007 كان 516.000 مليار دولار، أي بزيادة قدرها 135% عما كان عليه في سنة 2004 أي بمعدل نمو سنوي 33% سنويا منذ سنة 1995، أما حجم الصفقات في الأسواق المنظمة فقد بلغ 165000 سنة 2007⁽¹⁾، و الأشكال التالية تبين ذلك:



شكل رقم 13: تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة خلال الفترة 1992-2007 (الوحدة: مليار دولار)

المصدر: إحصاءات بنك التسويات الدولية ، مرجع سبق ذكره.

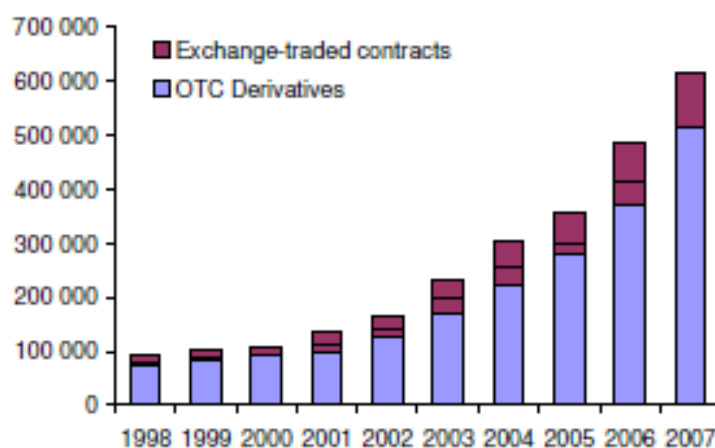
1) www.bis.org/press/p080609_fr.pdf. en : 30/09/2011.



شكل رقم 14: تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق المنظمة خلال الفترة 1987-2007

(الوحدة: مليار دولار)

المصدر: إحصاءات بنك التسويات الدولية ، مرجع سبق ذكره.



شكل رقم 15: تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق المنظمة و غير المنظمة خلال الفترة

2007-1998 (الوحدة: مليار دولار)

المصدر: إحصاءات بنك التسويات الدولية ، مرجع سبق ذكره.

من خلال الأشكال البيانية نلاحظ أن هناك تطورا مستمرا و كبيرا في سوق المشتقات المالية بصورة عامة، و سوق عقود المفاوضة بالتراضي بصورة خاصة، مما يعني تزايد المخاطر، وذلك لإمكانية حدوث تراكم عشوائي للأخطار لدى طرف واحد، لأن الصفقات في هذه الأسواق متروكة للتفاوض بين المتدخلين، وهذا يطرح عدة مشاكل من بينها عدم الشفافية التي تحيط بالصفقات والتي تشجع البعض، خاصة المؤسسات المالية الكبرى، على المبالغة في تحمل المخاطر وتعريض النظام المالي للانهدام دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك، كون الصفقات ثنائية غير معلنة مسجلة خارج الميزانية، و في المقابل فإن الصفقات في الأسواق المنظمة تكون أكثر أمانا للطرفين، إذ يراعى فيها التقيد الصارم بالتنظيمات و القوانين، والأهم من ذلك أن 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 في السنوات الأخيرة و جعلها من أهم العوامل التي أدت إلى حدوث هذه الأزمة هو عنصر تركيز الأخطار، الذي عادة ما يكون سببا في ظهور الخطر النظامي. ففي الأحوال العادية يتم توزيع الأخطار على الأطراف التي تقبل تحملها، لكن هذا لا يعني أن هذه الجهات أو المؤسسات تملك القدرة على تحمل ذلك القدر من المخاطر، فالاعتقاد بأنها تملك التغطية الكافية قد يدفعها إلى تحمل المزيد من المخاطر، وهذا التركيز الكبير للأخطار في محفظة واحدة أو طرف واحد قد يؤدي، نتيجة لوقوع سبب طارئ، إلى حدوث حالة إفلاس تنتقل بفعل العدوى المالية إلى باقي مكونات النظام المالي متسببة في حدوث أزمة نظامية⁽¹⁾. وهذا بالفعل ما حصل في هذه الأزمة، حيث بينت إحصاءات أمريكية أنه في نهاية 2006 كان حوالي 98 % من حجم التعاملات في سوق المشتقات المالية بيد خمس مؤسسات فقط، وهذا يتنافى طبعا مع المبدأ الذي قامت عليه المشتقات وهو توزيع الأخطار على كافة السوق.

مما تقدم نستنتج أن كثرة صفقات المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة جعل منها أحد أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، لأنها بذلك بدلا من أن تكون أداة تحافظ على استقرار الأسواق المالية من خلال توزيعها للمخاطر على كافة المتعاملين، كلا حسب قدرته على تحملها، أصبحت أداة تساعد على تركيز المخاطر التي تسببت في إحداث الخطر النظامي الذي أدى إلى

(1) بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية و المصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، مرجع سبق ذكره، ص.16.

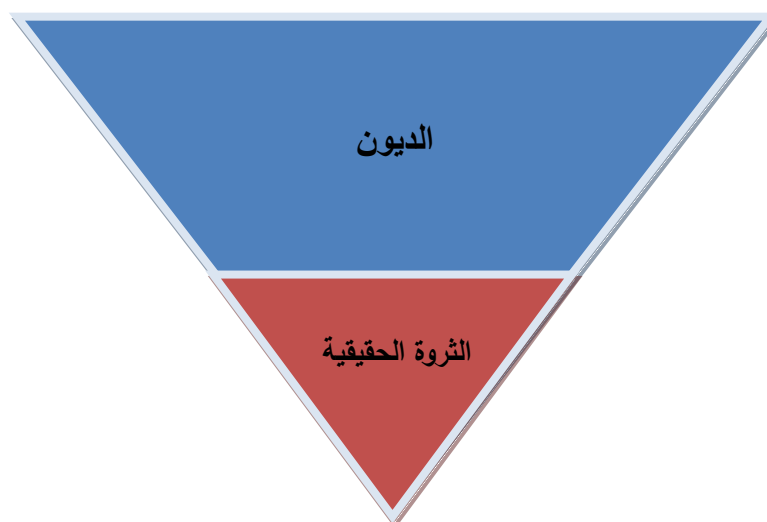
انهيار الأسواق المالية بشكل خاص و النظام المالي بشكل عام فوجعت الأزمة المالية العالمية 2008 بفعل انتقال العدوى المالية.

المطلب الثاني: تقنية التوريق و علاقتها بالأزمة المالية لسنة 2008

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

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

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



شكل رقم 16: الهرم المقلوب

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: وزارة المالية العراقية، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاد العراقي، ص. 16، 11. من الموقع الإلكتروني: www.shebacss.com/docs/economy.pdf، يوم: 2011/12/3.

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⁽¹⁾.

و ما 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 واللاوعي 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.

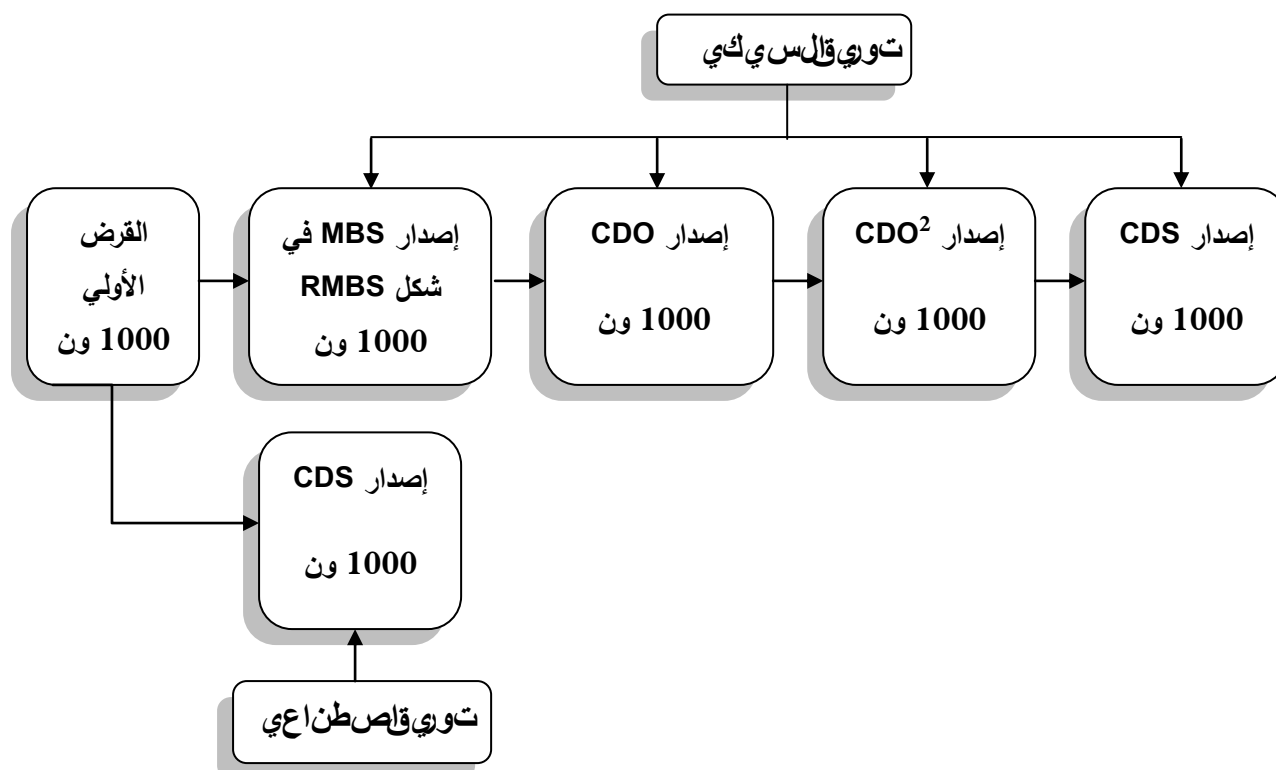
(1) وزارة المالية العراقية، مرجع سبق ذكره، ص. 7.

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

وكما أشير إليه سابقاً، فإن قطاع العقارات في أمريكا أصبح أكبر مصدر للإقراض والاقتراض، ولذلك فقد توسعت البنوك في منح القروض العقارية لمختلف فئات المجتمع الأمريكي بما فيها فئة ذوي المداخل المحدودة، و ذلك مقابل رهن العقار. كما استخدمت تقنية التوريق لتوليد مصادر تمويل جديدة من خلال تسهيل قروضها، فعندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه 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 الرهون العقارية.

وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، و هذا الأخير يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، و المقترض 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 و تصدر أوراق مالية جديد بضمانها و هي RMBS، و هكذا تستمر العملية موجة بعد موجة، بحيث يولد العقار طبقات متتابعة من الديون بأسماء المؤسسات المالية الواحدة بعد الأخرى⁽¹⁾، و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

(1) صبري عبد العزيز إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص.9.



ون: وحدة نقدية.

شكل رقم 17: مساهمة التوريق في خلق سلسلة من الديون على أصل حقيقي واحد.

المصدر: من إعداد الطالبة

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 على أساسه تساوي 5000 وحدة نقدية، وهي عبارة عن ديون قيمتها قابلة للزيادة نتيجة لإمكانية اشتقاق وإصدار أوراق مالية أخرى أكثر تعقيدا وأكثر خطورة.

و هكذا فإن التوريق ساهم في:

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

- زيادة تعقيد المنتجات المالية خاصة مع ظهور المنتجات المهيكلة.
- الخ.

و كل هذا حدث نتيجة لضعف الرقابة على المؤسسات المالية و الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية، مما هدد أحد أهم عناصر القطاع المالي وهو "الثقة"، و ذلك نتيجة لتفشي المخاطر و انتشارها خاصة بعد أن توقف بعض المقترضين عن السداد، مما أدى إلى انهيار بعض المؤسسات المالية و نتيجة ترابط المؤسسات المالية و بفعل العدوى المالية انهارت بقية المؤسسات والأسواق المالية و وقعت الأزمة.

المطلب الثالث: تأثير المشتقات المالية و تقنية التوريق على المؤسسات المالية العالمية خلال

الأزمة المالية المعاصرة مع التركيز على حالة بنك Lehman Brothers

لقد لعب كلا من المشتقات المالية و تقنية التوريق دورا أساسيا في تفجير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، و ذلك لاعتماد معظم المؤسسات المالية العالمية عليهما، لأن كلا منهما يوفر منتجات عديدة و متنوعة تحقق أغراض مختلفة، و لكنها في نفس الوقت تتضمن مخاطر كبيرة تجهله أغلب الأطراف التي تتعامل بها من بنوك، مؤسسات تأمين، مؤسسات ضمان... الخ، و ذلك راجع لعقيدها من جهة، و نقصان الشفافية في الأسواق الخاصة بها من جهة أخرى.

و من خلال هذا المطلب سنحاول عرض أشهر حالة من حالات الإفلاس التي شهدتها المؤسسات المالية العالمية خلال الأزمة المالية العالمية 2008 و هي حالة بنك Lehman Brothers، و ذلك نتيجة لتعامله بالأصول المالية الناتجة عن توريق و اشتقاق 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، و نمت 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⁽¹⁾.

1) من الموقع الإلكتروني: أزمة الدر من العقاري/ www.ar.wikipedia.org/wiki، يوم: 2011/12/5 >

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 دولارا للسهم، وذلك لأنه كان لاعبا رئيسيا في سوق القروض العقارية من الدرجة الثانية Subprime، وأنه كغيره من المؤسسات المالية واجه المخاطر التي ترتبت على الخسائر الكبيرة الناجمة عن سوء تقدير درجات المخاطرة في المعاملات المعقدة المرتبطة بهذا النوع من الإقراض.

وعندما بدأت الأزمة تتعمق في أواخر عام 2007 وأوائل عام 2008، قاوم البنك التوقعات بإفلاسه أكثر من مرة، كما حاول تجنب مصير Bear Stearns⁽¹⁾، الذي تم شراؤه من قبل J P Morgan⁽²⁾ بسعر منخفض تحت ضغط تهديد الإفلاس في مارس 2008. ولكن في صيف 2008 بدأت تقلبات أوضاع البنك، حيث قام البنك بسلسلة من عمليات شطب الديون التي رافقتها عروض جديدة لزيادة رأس المال بهدف تعزيز موارده المالية، لئلا يواجه مشاكل كبيرة ناجمة عن عمليات بيع واسع النطاق لأسهمه، لدرجة أنه اتهم البائعين بأنهم يحاولون الضغط على الأسعار لكي تنخفض من خلال ترويج شائعات 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.

ومع مرور الوقت وتزايد حجم خسائر البنك، أعلن هذا الأخير عن تحقيق خسارة في الربع الثاني من العام بنحو 2.8 مليار دولار، وهي خسارة أعلى بكثير من توقعات المحللين في ذلك الوقت. وقالت الشركة إنها ستسعى لجمع مبلغ ستة مليارات دولار في صورة رؤوس أموال جديدة من المستثمرين، ولكن هذه الجهود تعثرت، وبدأ موقف البنك يزداد حرجا، بصفة خاصة يوم 8 سبتمبر 2008 عندما أعلنت الحكومة الاستحواذ على عملاقي التمويل العقاري "فاني ماي" و"فريدي ماك" و تعهدت بدعمها بمبلغ

1) Bear Stearns: واحد من أكبر البنوك الاستثمارية وشركات المضاربة في الولايات المتحدة والعالم، تأسس عام 1923 برأسمال 500 ألف دولار أمريكي، أعلن إفلاسه و الاستحواذ عليه من قبل J P Morgan في شهر مارس 2008 مقابل سعر زهيد للغاية 10 دولارات للسهم بعد أن كان JPMorgan قد عرض 2 دولار للسهم، لكن المساهمين في Bear Stearns رفضوا بعد أن كان سعر السهم 133 دولار، وقد افلس البنك بسبب أزمة الرهن العقاري وتفاقمها، لأنه كان يملك الكثير من الأصول الناتجة عن توريق القروض العقارية الخطيرة من نوع Subprime، وقد منحت الحكومة الأمريكية قرضا للشركة لحمايتها من الانهيار لكن وضع الشركة كان حرجا للغاية مما أدى إلى انهيارها وتجاهل خطط إنقاذها.

2) J P Morgan: هو واحد من أكبر البنوك في الولايات المتحدة حاليا، تأسس عام 1799، يقع في نيويورك في وول ستريت، بلغ عدد موظفيه عام 2008 حوالي 230,000 موظف، القيمة السوقية للبنك فاقت 145 مليار دولار سنة 2007، وقد كان من المؤسسات القليلة التي استطاعت تجنب الأزمة، وكان له دور فعال في إنقاذ مؤسسات مالية ضخمة من الانهيار كما فعل حين اشترى بنك Bear Stearns أكبر بنك استثماري في الولايات المتحدة والذي كان يعاني من شدة الخسائر بسبب أزمة الرهن العقاري.

يصل إلى 200 مليار دولار، وكلما هوت أسعار أسهم البنك في الأسواق تزايد التساؤل عما إذا كان هذا التحرك لإنقاذ شركتي الرهون العقارية العملاقين قد جعل من غير المرجح أن يكون "ليمان" على قائمة الإنقاذ.

يوم الأحد 14 سبتمبر 2008 أكدت الأخبار عن أن بنك Lehman Brothers على حافة الإفلاس، وأنه يسعى في البحث عن مشتري و لكنه لم يجد المشتري المناسب و أن الإفلاس ربما أصبح أمراً حتمياً. وكان Bank of America⁽¹⁾ وبنك Barclays⁽²⁾ يبحثان جدياً في شراء البنك، إلا أن التقارير الآتية من بورصة وول ستريت كانت تشير إلى أن مخاطر الاستحواذ على البنك تعد ضخمة جداً، حيث أن حجم القروض العقارية التي يملكها البنك يمكن أن تكون مصدراً مستقبلياً 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 وقتاً طويلاً، قدر بين ثلاث وخمس سنوات، فإنه إذا ما تعمقت أزمة العقار فإن عملية شراء البنك ربما تمثل خطأ كبيراً 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 بدلاً من الاستحواذ على Lehman Brothers غير وجهته وأعلن عن

1) Bank of America: هو ثاني أكبر البنوك التجارية في الولايات المتحدة الأمريكية من حيث القيمة السوقية. كما أنه أكبر بنك أمريكي يقدم الخدمات المالية وأكبرها من حيث الممتلكات. قبل عام 1998 كانت مؤسسة Bank of America تعرف بـ NationsBank، وقبل ذلك كانت تعرف بـ North Carolina National Bank (NCNB). في عام 1998 استولى NationsBank على BankAmerica ومقره آنذاك سان فرانسيسكو، و قام بتسمية المؤسسة بـ Bank of America، و يقع مقرها الرئيسي في كوابرات سنتر" في شمال كارولينا. سنة 2007 بلغ عدد موظفي البنك 210,000 موظف، في حين بلغت قيمة دخل البنك الإجمالية 119,190.0 مليار دولار أمريكي، و بلغ صافي الدخل 14,980.0 مليار دولار أمريكي. أما قيمة موجودات الأصول فبلغت في ذات العام 1,720.0 تريليون دولار أمريكي.

2) Barclays: هي مؤسسة عالمية تقوم بتقديم الخدمات البنكية على مستوى العالم، وعبارة عن شركة قابضة في كلا من لندن، نيويورك وطوكيو. معاملات هذه المؤسسة تكون عن طريق بنوك Barclays الفرعية المنتشرة على مستوى العالم. و هي تعتبر رابع أكبر مؤسسة من حيث تقديم الخدمات المالية على مستوى العالم وثالث أكبر بنك في بريطانيا. يقع مقرها الأساسي في لندن.

دفع 50 مليار دولار للاستحواذ على Merrill Lynch⁽¹⁾ في صفقة سنوودي إلى ولادة أكبر مؤسسة مالية في العالم. و بعد ساعات فقط من ظهور التقارير الخاصة بأن Bank of America قطع المحادثات لشراء Lehman Brothers ، وأنه يستعد لشراء Merrill Lynch ارتفعت أسهم هذا الأخير بنسبة 33% مباشرة، في حين تراجع سهم أن Bank of America بنسبة 13%. وكما هو الحال بالنسبة لبنك Lehman Brothers فإن شركة Merrill Lynch كانت تعاني أيضا من جراء تعاملات الكبيرة في الراهونات 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 أن ها 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 شيوخ القلق في سوق المال، وانخفضت 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 بلنقاذ البنك الذي كان يوما من الأيام من أكبر بنوك الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية، و زاد الذعر في الأسواق الأمريكية و أصبح من الواضح أنه ليس هناك أي أمل في إنقاذ البنك، ولذلك تم تكليف مجلس إدارة البنك بتقديم التماس في إطار إشهار إفلاس من أجل حماية أصوله وتعظيم قيمتها. وأعلنت شركة Lehman Brothers القابضة أنها تعتزم تقديم عريضة وفقا لقانون الإفلاس في الولايات المتحدة في محكمة الإفلاس لمنطقة جنوبي نيويورك، وأن عملاء سماسرة Lehman Brothers يمكنهم أن يستمروا في التجارة أو اتخاذ إجراءات أخرى فيما يتعلق بحساباتهم.

(1) Merrill Lynch: هي شركة خدمات تمويلية عالمية و تعتبر ثالث أكبر بنك استثماري في أمريكا، تقوم الشركة من خلال شبكة شركاتها التابعة والحليفة بتقديم خدمات عديدة مثل: خدمات سوق رأس المال ، الاستثمار، الاستشارات، إدارة الثروة، إدارة الأصول، التأمين البنكي بالإضافة إلى خدمات مالية أخرى. تم تأسيسها سنة 1914، يقع مقر الرئيسي في مدينة نيويورك ، و كانت أول شركة في وول ستريت تنشر تقرير مالي سنوي خاص بها و ذلك في سنة 1941. في 14 سبتمبر 2008 قام Bank of America بالإعلان عن خطته للاستحواذ على Merrill Lynch، بشرط موافقة مشرعي ومساهمي كلا الشركتين و ذلك مع تقديم عرض شراء بـ 29 دولار أمريكي للسهم، مما يجعل القيمة الكلية 50 مليار دولار أمريكي.

و 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. و الشيء المؤكد أن السماح بإفلاس Lehman Brothers كان خطأ كبيرا 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) محمد إبراهيم السقا، عام على الأزمة: رحلة إفلاس بنك ليمان براذرز، مقالة منقولة من الموقع الإلكتروني: http://www.aleqt.com/2009/09/28/article_280414.html، يوم: 2011/12/5.

خلاصة الفصل الثالث

إن الأزمة العالمية التي بدأت بوادها في صيف 2007 مع انفجار أزمة قروض الرهن العقاري أو أزمة **Subprimes** التي جاءت كنتيجة للخسائر الفادحة التي منيت بها البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية بسبب توسعها في منح هذا النوع من القروض العقارية الخطرة تحولت في سبتمبر 2008م إلى أزمة مالية عالمية، أي أزمة نظامية، تجسدت في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى من بنوك، شركات تأمين، شركات التمويل العقاري، صناديق استثمار... الخ.

و قد كان لهذه الأزمة الكثير من الأسباب، مباشرة و غير مباشرة، إلا أنه قد كان للمشتقات

المالية و تقنية التوريق دورا واضحا و كبيرا في إحداثها و تعميقها.

فبالنسبة للمشتقات المالية، فقد ساهمت في إحداث هذه الأزمة نتيجة لاعتمادها على التوقعات واستخدامها لأغراض المضاربة و لكثرة صفقاتها في الأسواق غير المنظمة ، و بذلك بدلا من أن تكون أداة تحافظ على استقرار الأسواق المالية من خلال توزيعها للمخاطر على كافة المتعاملين، كلا حسب قدرته على تحملها، أصبحت أداة تساعد على تركيز المخاطر التي تسببت في إحداث الخطر النظامي الذي أدى إلى انهيار الأسواق المالية بشكل خاص و النظام المالي بشكل عام بفعل انتقال العدوى المالية. أما بالنسبة لتقنية التوريق فإن سوء استخدامها و التمادي في تشر منتجاتها و عدم دراية المتعاملين بمدى تعقدها و خطورتها جعلها تساهم بشكل كبير في تغيير سلم الخطر من خلال مساهمتها في زيادة الفجوة بين الاقتصاد المالي و الاقتصاد الحقيقي ، مما جعلها من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في تفجير الأزمة العقارية التي تمثل البداية الأولى لهذه الأزمة.

و كمثال عن حالة من حالات الإفلاس التي شهدتها المؤسسات المالية العالمية خلال الأزمة

المالية العالمية 2008 بفعل المشتقات المالية و تقنية التوريق نجد حالة بنك Lehman Brothers، التي تعتبر من أشد حالات الإفلاس تأثيرا على القطاع المالي و التي زادت من حدة و عمق هذه الأزمة.

الخاتمة

توصلنا من خلال هذا البحث إلى أن الهدف الأساسي من خلق المشتقات المالية و تقنية التوريق كان حماية البنوك و المؤسسات المالية و تنظيم نشاطها والتخفيف من المخاطر التي تتعرض لها، إضافة إلى الحفاظ على استقرار الأسواق المالية و تسهيل التعاملات فيها.

فالمشتقات المالية و التي هي عبارة عن عقود مالية يمكن من خلالها شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، وقيمتها من 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...إلخ. أما تقنية التوريق التي تعتبر من أهم تقنيات الهندسة المالية و تساهم في خلق مشتقات مالية جديدة و متنوعة، و التي هي عبارة عن ميكانيزم مالي تستطيع بموجبه المؤسسات المالية سحب جزء من أصولها غير القابلة للتداول من ميزانيتها، و التنازل 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، تجنب الاقتراض المباشر....الخ.

لكن و بالرغم من كثرة الفوائد التي تحقنها هذه المنتجات للمؤسسات المالية بشكل خاص و للأسواق المالية بشكل عام فقد أثبت الواقع أنها تتضمن مخاطر كبيرة من شأنها تدمير النظام المالي العالمي بكامله، و خير دليل على ذلك ما حدث في السوق المالية الأمريكية و الذي تسبب في إحداث الأزمة المالية العالمية سنة 2008، و التي أثرت على مختلف القطاعات الاقتصادية العالمية مما تسبب في إحداث أزمة نظامية. فبالرغم من تعدد أسباب هذه الأزمة إلا أن المشتقات المالية و تقنية التوريق قد لعبا دور واضحا و كبيرا في إحداثها و تعميقها.

فبالنسبة للمشتقات المالية، فقد ساهمت في إحداث هذه الأزمة نتيجة لاعتمادها على التوقعات واستخدامها لأغراض المضاربة أكثر من استخدامها للتحوط و الترحيح، 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 من سنة 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 وتعريض النظام المالي للانحيار 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، كلاس قدرته على تحملها، أصبحت أداة تساعد على تركيز المخاطر التي تسببت في إحداث الخطر النظامي الذي أدى إلى انهيار الأسواق المالية بشكل خاص و النظام 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 بناء على أصول مالية موجودة، إضافة إلى تمادي المؤسسات المالية في استخدامها و نشر منتجاتها و عدم دراية المتعاملين بمدى تعقدها و خطورتها من جهة أخرى، خاصة تلك الناتجة عن التوريق الاصطناعي Synthetic Securitisation والتي لا يتم من خلالها إخراج القروض و ضماناتها من ميزانية المؤسسة البادئة بالتوريق، و إنما يتم تحويل المخاطر المرتبطة بها فقط إلى شركة التوريق مما يجعلها أكثر خطورة من المنتجات الأخرى. و بهذا أصبحت تقنية التوريق أداة تساهم بشكل كبير في زيادة المخاطر و تفاقمها و تركيزها مما جعلها من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في تفجير الأزمة العقارية التي تمثل البداية الأولى للأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

- وعليه فمن النتائج المستخلصة و التي تمثل إجابة على التساؤل الأساسي لهذا البحث نذكر:
- لقد أدى التطور الكبير في حجم المشتقات المالية والاستخدام الواسع لتقنية التوريق إلى قطع الصلة بين الاقتصاد المالي و الاقتصاد العيني و تضخيم الاقتصاد الوهمي، مما جعل الاقتصاد العالمي في حالة من اللاتوازن.
 - لقد ساهمت المشتقات المالية و تقنية التوريق بشكل كبير في زيادة حجم المخاطر و تركيزها مما أدى إلى إحداث الخطر النظامي.
 - لقد أدى الاستخدام الكبير لهذه المنتجات في أغراض المضاربة إلى نقص الشفافية التي تعتبر من أهم عوامل نجاح الأسواق المالية مما أدى إلى أزمة الثقة.

- إن سوء استخدام هذه المنتجات و عدم دراية المتعاملين بمدى تعقدتها جعلها من أهم و أبرز الأسباب التي أدت إلى إحداث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.
- عدم ملائمة النموذج المستخدم لتقييم الأخطار المرتبطة بالأصول المالية الناتجة عن توريق القروض العقارية من قبل وكالات التقييط .
- و بناء على جملة النتائج المستخلصة يمكن أن نقدم بعض التوصيات كمحاولة منا للمساهمة و لو بشكل بسير في الحد من مخاطر هذه المنتحات:
- تحميل البنوك تكاليف إضافية إذا زاد حجم قروضها لقطاع معين أو لطرف محدد عن سقف تحدده السلطة الرقابية، أو إجبارها على رفع نسبة الحد الأدنى للأموال الخاصة مقابل الاستخدامات إذ تم تجاوز هذا السقف حتى في حالة توريق القروض الممنوحة، إذ أن مثل هذا الإجراء سيقلل من اندفاع البنوك إلى توريق القروض ويحول دون تكوين فقاعات مضاربة حول القطاع المستهدف.
- إجبار البنوك التي تقوم بتوريق قروضها على الاحتفاظ في ميزانياتها بجزء من الأوراق المالية المسندة لهذه القروض، أي عدم إخراج الخطر كلياً والإبقاء على جزء منه داخل البنك، ففي مثل هذه الظروف ستضطر البنوك إلى تحري السمة الائتمانية للمقترضين لأنها معنية مباشرة بالخطر الذي يمثلونه، الأمر الذي من شأنه تحسين نوعية القروض والأوراق المالية التي تسند إليها عند توريقها مما يؤدي إلى تخفيض حجم المخاطر في السوق.
- رفع كفاءة المراقبين في البنوك التجارية لتمكينهم من اكتشاف مواطن الخلل بسرعة ومعالجتها في حينها، كما يجب تدعيم مركزهم بمنحهم المزيد من السلطة والاستقلالية لزيادة كفاءة أنظمة الرقابة الداخلية و الحد من ظهور الخطر التشغيلي.
- إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية و الحد من الصفقات المبرمة في الأسواق غير المنظمة لما تتمتع به من عدم الشفافية وغياب الرقابة.
- الفصل بين مهمة التقييط أو التقييم و مهمة الاستشارة التي تقدمها و كالات التقييط، وكذلك كسر الاحتكار الذي تمارسه كبريات هذه الوكالات على هذا النشاط بفتح المجال للمنافسة و تسهيل إجراءات الحصول على الاعتماد لوكالات جديدة، لتمكين السوق من معاقبة الوكالات التي تخفق في أداء مهمتها من خلال فقدانها زبائنها أو حصتها في السوق، أي بعبارة أخرى جعل الوكالة مسؤولة عن النقطة التي تمنحها.

- الفصل بين سلم النقاط الممنوحة للمنتجات المهيكلة وغيرها من الأصول المالية الأخرى بإعطائها رموز مميزة حرصا على رفع اللبس و حفاظا على مصالح المستثمرين.
- إعادة النظر في النماذج الإحصائية المستعملة من قبل البنوك في تقييم الأخطار في ضوء ما أفرزته الأزمة الحالية وتحسين أنظمة المعلومات بحيث تكون قادرة على تزويد إدارة البنك في وقت قصير بكل المعلومات حول حصيلة الأخطار التي يتعرض لها البنك.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

- 1) إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009 .
- 2) أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 3) أسعد رياض، الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، إتحاد المصارف العربية، بيروت 1999، 1998.
- 4) حبش محمد محمود، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، تطبيقات عملية، الطبعة الأولى، عمان، 1998.
- 5) حسين فتحي عثمان، التوريق المصرفي للديون الممارسة والاطار القانوني، كلية الحقوق - جامعة طنطا، اتحاد المصارف العربية، 2002.
- 6) خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر و الطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2008.
- 7) خريوش حسني و آخرون، الاستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق، دار زهران، عمان، 1999.
- 8) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، عمان، 2005.
- 9) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، الإسكندرية، 2005.
- 10) سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية والفورية والآجلة من الوجة القانونية، دار النهضة العربية، 2001.
- 11) شعبان محمد إسلام البروارى، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة نقدية تحليلية، دار الفكر، دمشق، 2002.
- 12) ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية الراهنة، ديوان المطبوعات الجامعية، 2010.
- 13) طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 14) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، عين شمس، 2003.

- (15) عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة، الأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- (16) عمر حسين، " الموسوعة الاقتصادية"، دار الفكر العربي، القاهرة، الطبعة 1992.
- (17) عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة، الأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- (18) قدرى علي عبد المجيد، اتصالات الأزمة و إدارة الأزمات، دار الجامعة الجديدة، الأزاريطة، 2007.
- (19) ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية و العملات الأجنبية و المشتقات المالية، الطبعة الأولى، عمان، 2004.
- (20) مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار الكنوز للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الرياض، 2005
- (21) محمد بن أبي بكر الرازي، مختار الصحاح، بيروت، طباعة دار الكتاب العربي، 1981.
- (22) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، دار الجامعة ، الإسكندرية، 2001.
- (23) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- (24) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، 2004.
- (25) مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للنشر، القاهرة، 2001.
- (26) منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات المالية، ج2، منشأة المعارف الإسكندرية، 2003.
- (27) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.
- (28) منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر: الخيارات المالية ج3، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2008.
- (29) هشام فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.

رسائل التخرج:

- (30) شيماء إبراهيم محمد نواره، الإفصاح عن توريق الديون في البنوك التجارية المصرية في ضوء معايير المحاسبة الدولية (دراسة ميدانية)، رسالة مقدمة للحصول علي درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة قناة السويس، 2007.

(31) هشام حمزة، إدارة الأخبار في القنوات التلفزيونية في أوقات الأزمات، مشروع بحث لنيل درجة الماجستير، الجامعة الافتراضية الدولية، كلية إدارة الأعمال، 2007، منقولة من الموقع الإلكتروني: http://www.abahe.co.uk/Research-Papers/abahe_04.pdf، يوم: 2011/09/18.

المدخلات

(32) مداخلات من الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، بجامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20 - 21 أكتوبر 2009.

- بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها.

- بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008.

- سحنون محمود، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات.

- علقمة مليكة، كتاف شافية، التمويل المهيكل و أدواته المالية الحديثة و دورها في تفاقم الأزمة المالية الراهنة.

- بوعافية سمير، مصطفى قريد، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية.

(33) مداخلات من الملتقى الدولي حول : الأزمة المالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، نوفمبر 2009.

- بن نعمون حمادو، دور تقنية التوريق و صناديق التحوط في أزمة 2008.

- بوعروج لمياء، الأزمة المالية العالمية : دراسة لأدوار الحكومة ،المؤسسات المالية والأفراد المدينين في تشكيل الأزمة، و حلولها.

- بوعشة مبارك، الأزمات الاقتصادية- مقارنة تحليلية للرأسمالية المتهاكة.

- بحري هشام، تفسير ميكانيزم الأزمة المالية من خلال ظاهرة الفقاعات المضاربية.

- باديسي فهيمة، الأزمة المالية العالمية: الأسباب الظاهرة و الخفية.

(34) مداخلات من الملتقى الدولي حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك

الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 2009.

- بزاز حليلة، هدى بن محمد، المشتقات المالية ومخاطرها.
 - بن نعمون حمادو، أزمة الرهن العقاري، أسبابها وتداعياتها.
- (35) مداخلات من الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي في الشارقة، أيام 26-30 أبريل 2009، من الموقع الإلكتروني: www.ahlalhdeth.com/vb/attachment.php? ، يوم: 2011/08/20.
- محمد عبد الحلیم عمر، دراسة حول الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها و تداولها.
 - علي محي الدين القرة داغي، دراسة حول الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها و تداولها.
 - محمد علي القري بن عيد، دراسة حول الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها و تداولها.
 - فؤاد محمد أحمد حسين، الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها.
- عجیل جاسم النشمي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما
- (36) مداخلات من المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول "الجانب القانونية و الاقتصادية للأزمة المالية" لكلية الحقوق -جامعة المنصورة- في الفترة ما بين 1-2 أبريل 2009.
- صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق و أثره في وقوع الأزمة المالية في ضوء الفكر الإسلامي.
 - فتحية إسماعيل محمد مشعل، التوريق و علاقته بالأزمة المالية، رؤية فقهية معالجة.
- (37) مداخلات من الملتقى الدولي الثاني بالمركز الجامعي بخميس مليانة حول: الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، يومي 5-6 ماي 2009.
- يوسفات علي، بوزيان رحمانى هاجر، التوريق و الأزمة المالية العالمية.
 - يوسف أبوفارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008.
- (38) عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مداخلة منقولة من الموقع الإلكتروني: www.islamfin.go-forum.net، يوم 2011/02/25.
- (39) عبد الحميد محمود البعلی، المشتقات المالية في الممارسة العلمية وفي الرؤية الشرعية، مداخلة منقولة من الموقع الإلكتروني : www.badlah.com، يوم 2011/02/18.
- (40) شوقي جباري، دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، مداخلة منقولة من الموقع الإلكتروني : www.iefpedia.com، يوم 2011/01/16.

- 41) بلحسن فيصل، عبو هدة، عبو عمر، مخاطر المشتقات المالية، مداخلة منقولة من الموقع الإلكتروني: <http://iefpedia.com/arab/?p=22400> ، يوم 2011/02/22.
- 42) محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، مداخلة من المؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، 2009، من الموقع الإلكتروني: www.jinan.edu.lb/Conf/Money/4/Dr-zidane.pdf
- 43) لحول عبد القادر، إشكالية تدويل الخطر المالي ومخلفاتها على الأسواق المالية في الدول النامية، مداخلة من الملتقى الدولي الثاني حول: متطلبات التنمية في أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية، جامعة بشار يومي 28-29 أبريل 2010.

المقالات:

- 44) إبراهيم علوش، نحو فهم منهجي للأزمة المالية العالمية، مقالة منقولة من الموقع الإلكتروني: <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/81912FE8-CA6C-4B4A-8FBD-C7A0EF377F6F.htm> ، يوم: 2011/10/25.
- 45) الجلي أبو زر محمد أحمد، الهندسة المالية الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي، مجلة المقصد، العدد السابع عشر، 2005، من: www.eljelly.f25.com ، يوم 2009/08/26.
- 46) علي محي الدين القره داغي، الإختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، الجزء الأول، 1992.
- 47) عبد الرحيم عبد الرحمان الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المجلد 11، 1999.
- 48) عمر طالب، عبد الحميد غوفي، إعادة التمويل الرهني وأثره على المنظومة المالية والمصرفية، من مجلة الأكاديمية العربية المفتوحة، العدد الثاني، الدنمارك، من الموقع الإلكتروني: www.almaktabah.net/vb/showthread.php?t=78318 - في: 2011/09/11.
- 49) عبد الباري محمد الطاهر، عبد العزيز علي مرزوق، مدخل لتحسين إدارة خدمات الحج، مقالة منقولة من الموقع الإلكتروني: www.minshawi.com/other/altaher.htm ، يوم 2011/10/20.

- (50) سعيد عبد الخالق، توريق الحقوق المالية، دليل المحاسبين، مقالة منقولة من الموقع الإلكتروني: http://www.jps-dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=432، يوم 2011/09/02.
- (51) محمد إبراهيم السقا، عام على الأزمة: رحلة إفلاس بنك ليمان براذرز، مقالة منقولة من الموقع الإلكتروني: http://www.aleqt.com/2009/09/28/article_280414.html، يوم: 2011/12/5.
- (52) وزارة المالية العراقية، الأزمة المالية العالمية و أثرها على الاقتصاد العراقي، ص. 11، 16. من الموقع الإلكتروني: www.shebacss.com/docs/economy.pdf، يوم: 2011/12/3.

المراجع باللغة الأجنبية:

- 53) Cairo & Alexandria stok exchanges, Asset Backed Securities, depuis le site web : www.egx.com.eg/pdf/Asset_Backed_Securities.pdf , en : 22/09/2011.
- 54) Conseil Déontologique Des Valeurs mobilières, La Titrisation, janvier 2011.
- 55) Fabozy F.J, Bon Markets : Analysis and strategies ,3rd, prentice –hall international, N.Y, 1996.
- 56) François Leroux, La titrisation, Note pédagogique, MIC no 16, depuis le site web : neumann.hec.ca/.../francois.leroux/Note%20pedagogique%20MIC16, en : 03/09/2011.
- 57) Jane Borrows, Sidley & Austin, Legal and Regulatory Consideration, Euromeny/DC Gardner Work Book, Euromoney Pub. Plc , 1996.
- 58) J.boissonnade,les option : compcept et applications, edition ESKA, paris,1997.
- 59) Georges H.Hempel, Donald G Simonson, Alan B.Coleman: Bank Management, Text and Cases. Fourth Edition, Canada, 1994.
- 60) Lorraine Miramond, Titrisation et Crise Financiere, Mémoire de Master 2 de Droit des Produits et des Marchés Financiers, Faculté de Droit de Sceaux, Paris.

- 61) MONDHER BELLALAH et YVES SIMON ,Option, contras à terme et gestion de risque, 2^{eme} edition , economica, Paris, 2003.
- 62) Nomura Fixed Income Research, CDOs–Squared Demystified, New Yorkde puis le site web : www.securitization.net/.../CDO–Squared_4Feb05, en : 10/09/2011.
- 63) Olivier Cousseran, Iméne Rahmouni: Le marché des CDO: modalités de Fonctionnement et implications en termes de stabilité financière, Banque de France, Revue de la stabilité financière, No6, Juin 2005.
- 64) Rebert Hudson, Alan colley, Mark largan, The capital markets & financial management in banking, securitization and loan transfers.
- 65) Richard Portes, An Analysis of Financial Crisis, de puis le web sit: <http://faculty.london.edu/rportes/research/crisesfrbchi.pdf>, en : 18/10/2011.
- 66) R.Robinson and D.Wrightasman, Financial Markets : the accumulation and allocation of wealth, Mc Graw–hall, N.Y, 1988.
- 67) Sophie Guémené, Vincent Ade, Les enjeux de la titrisation, Mémoire de fin d’études, CNAM– Dess Finance D’entreprise, Paris, 2002/2004, p.7, depuis le site web : http://aficnam.cluster002.ovh.net/V2/documentspdf/MemFE04_04_–_Enjeux_de_la_titrisation.pdf.
- 68) Standard & Poor’s, Structured Finance – Glossaire des termes de Titrisation, Depuis le site web: www2.standardandpoors.com/spf/pdf/.../SF_French_Glossary.pdf, en: 15/09/11.
- 69) Thierry Granier & Corynne Jaffeux, La Titrisation aspects juridique et financier, 2e edition, Paris, 2004.

مواقع الإنترنت:

70) http://ar.wikipedia.org/ The_history_of_Options , en 14/05/2011.

71) www.bis.org/press/p080609_fr.pdf. en : 30/09/2011.

- 72) http://en.wikipedia.org/wiki/Collateralized_debt_obligation, en :
15/09/2011.
- 73) http://fr.wikipedia.org/wiki/Crise_%C3%A9conomique. En: 15/10/2011.
- 74) http://www.fr.wikipedia.org/wiki/Crise_un_concept_polys.C3.A9mique, en
25/10/2011.
- 75) <http://www.lesdefinitions.fr/crise-economique>, en 20/10/2011.

الملخص باللغة الإنجليزية

The constant change in our economic, financial and investive environment led to an inevitable search for new tools with high revenues and less costs and risks. In fact; this was successfully full filled through the financial engineering which was able to create new methods and techniques such as financial derivatives and securitization. These latters have got many advantages. The most crucial is the coverage against risks to prevent bankruptcy and crises.

However, what happened during the global financial crisis wich is started in summer 2007 with the explosion of the subprimes crisis wich were the result of the catastrophic losses of the American banks and financial institutions because of their extensive use of such high risky mortgage loans, proved that financial derivatives and securitization have played an important and clear role in making the crisis. This created a lot of doubts concerning these techniques and to what extent they can protect financial institutions and keep the stability of financial markets.

Research in this field has proved that the mis–use of such products, the ignorance of their dangerous aspects and the use of them in speculation as well have transformed them from keeping financial stability and protection into a tool which widens the gap between the financial economy and the real economy .

All that has made these techniques one of the most important reasons for the explosion of the the subprimes crisis wich was the first step toward the global crisis which led to the fall of the financial markets specifically and finance system generally due to the financial contagion.

Keywords: financial derivatives, technology securitization, credit derivatives, structured products, 2008 global financial crisis, real economy, financial economy, virtual economy, Risk.

المُلخَص بِاللُّغَةِ الْعَرَبِيَّةِ

إن التغير المستمر في البيئة الاقتصادية و المالية و الاستثمارية أدى إلى ضرورة البحث عن أدوات و منتجات مالية جديدة أقل تكلفة و أدنى مخاطر و أعلى عائد، و قد تحقق ذلك من خلال الهندسة المالية التي مكنت من ابتكار مجموعة من الأدوات و التقنيات، و التي من أهمها المشتقات المالية و تقنية التوريق. هذه المبتكرات تحقق العديد من المزايا و الفوائد للمؤسسات المالية و من أهمها التحوط و التغطية ضد المخاطر لتجنب الوقوع في حالات الإفلاس و بالتالي الحد من الأزمات.

لكن، ما حدث في الأزمة المالية العالمية التي بدأت بوادرها في صيف 2007 مع انفجار أزمة قروض الرهن العقاري أو أزمة **Subprimes**، و التي جاءت كنتيجة للخسائر الفادحة التي منيت بها البنوك و المؤسسات المالية الأمريكية بسبب توسعها في منح هذا النوع من القروض العقارية الخطرة، أثبت أن المشتقات المالية و تقنية التوريق قد لعبا دورا واضحا و كبيرا في إحداثها و تعميقها، مما أثار شكوكا كثيرة حول هذه المنتجات و مدى قدرتها على توفير الحماية للمؤسسات المالية و الحفاظ على استقرار الأسواق المالية.

و من خلال البحث تم التوصل إلى أن سوء استخدام هذه المنتجات و التمادي في نشرها و عدم دراية المتعاملين بمدى تعقدها و خطورتها إضافة إلى استخدامها لأغراض المضاربة جعلها بدلا من أن تكون أدوات تحافظ على استقرار الأسواق المالية من خلال توزيعها للمخاطر على كافة المتعاملين، كلا حسب قدرته على تحملها أصبحت أداة تساعد على تركيز المخاطر و تساهم بشكل كبير في زيادة الفجوة بين الاقتصاد المالي و الاقتصاد الحقيقي، مما جعلها من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في تفجير الأزمة العقارية التي تمثل البداية الأولى لهذه الأزمة و التي أدت إلى انهيار الأسواق المالية بشكل خاص و النظام المالي بشكل عام بفعل انتقال العدوى المالية.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، تقنية التوريق، المشتقات الإئتمانية، المنتجات المهيكلة،

الأزمة المالية العالمية 2008، الاقتصاد الحقيقي، الاقتصاد المالي، الاقتصاد الوهمي، المخاطر.

ملخص البحث

لقد شهدت الأسواق المالية ابتداء من سبعينات القرن الماضي تطورات كبيرة أدت إلى توسع حجم النشاط في الأسواق المالية و تنوع و تعدد المنتجات المالية المتداولة فيه بالإضافة إلى تعاضم المخاطر نتيجة للتحرر المالي الذي أصبحت تتمتع به المؤسسات المالية بشكل خاص و النظام المالي بشكل عام، كخطر عدم الدفع، خطر سعر الفائدة، خطر سعر الصرف، خطر التقلبات الحادة في أسعار المواد الأولية و الأصول المالية...إلخ، فظهرت الحاجة إلى ابتكار وسائل الحماية و التغطية ضد مختلف المخاطر مما أدى إلى ظهور ما يعرف بالمبتكرات المالية الناتجة عن الهندسة المالية و على رأسها المشتقات المالية و تقنية التوريق.

فالمشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد ، و قد ظهرت في البداية لإدارة خطر سعر الفائدة و خطر سعر الصرف، فكانت أول هذه المنتجات هي عقود الموافقة بالتراضي Forward والمتمثلة في عمليات الصرف الأجل يتم تداولها في أسواق غير منظمة، تلتها فيما بعد العقود الآجلة على العملات وهي عقود نموذجية تسمى بالعقود المستقبلية Futures يتم تداولها في نوع آخر من الأسواق هي الأسواق المنظمة، و بعد ذلك ظهرت مشتقات مالية أخرى سميت بعقود المبادلة Swaps ، و أخيرا ظهرت عقود الخيار Les contrats optionnels.

وقد شملت هذه العقود بالإضافة للعملات العديد من الأصول التحتية منها المواد الأولية، أسعار الفائدة و السندات، المؤشرات و الأسهم، كما أصبحت عقود المبادلة تستخدم كذلك لتغطية خطر عدم الدفع وأصبحت تعرف ب CDS (Crédit Default Swap). و هكذا فإن استعمال المشتقات المالية كان بهدف تمكين المؤسسات من إدارة المخاطر التي تواجهها 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...إلخ.

لكن التطور الكبير الذي شهدته هذه الأدوات، و سرعة انتشارها و استخدامها بهدف المضاربة في الأسواق المالية من طرف مختلف المتعاملين، أدى إلى تزايد وتنوع المخاطر الناتجة عن التعامل بها، مما دفع بالبنوك و المؤسسات المالية الأخرى إلى استعمال تقنية أخرى من تقنيات الهندسة المالية و هي التوريق، خاصة و أن هذه التقنية تحقق لها الكثير من المزايا منها: التخلص من المخاطر التي تحملها

القروض بإخراجها من ميزانيتها، إعادة التمويل لمواصلة عمليات الإقراض وزيادة العائد، التقليل من الحاجة للأموال الخاصة والتخلص من القيود القانونية... الخ.

وتعتبر تقنية التوريق من أهم تقنيات الهندسة المالية التي ساهمت في زيادة حجم التعاملات والأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية، فهي عبارة عن ميكانيزم مالي تستطيع بموجبه البنوك سحب جزء من أصولها المالية غير القابلة للتداول (القروض) من ميزانيتها، والتنازل عنها لمؤسسة مالية منشأة لهذا الغرض تسمى بمؤسسة التوريق (SPV Special purpose Vehicle)، تقوم بتحويل تلك الأصول إلى أوراق مالية مسندة لأصول مالية منها (MBS, ABS...) إضافة إلى المشتقات الائتمانية (CDO Collateralised Debt Obligation) التي تعتبر من منتجات التوريق الاصطناعي و أداة تربط بين المشتقات المالية و تقنية التوريق، يتم تداول كل هذه الأصول في الأسواق المالية الثانوية بهدف توزيع الأخطار المرتبطة بتلك القروض بشكل متساوي على كافة المتعاملين لتجنب الوقوع في الأزمات.

لكن وبالرغم من كثرة الفوائد التي تحققتها هذه المنتجات للمؤسسات المالية بشكل خاص وللأسواق المالية بشكل عام فقد أثبت الواقع أنها تتضمن مخاطر كبيرة من شأنها تدمير النظام المالي العالمي بكامله، و خير دليل على ذلك ما حدث في السوق المالية الأمريكية و الذي تسبب في إحداث الأزمة المالية العالمية سنة 2008، و التي أثرت على مختلف القطاعات الاقتصادية العالمية مما تسبب في إحداث أزمة نظامية. فبالرغم من تعدد أسباب هذه الأزمة إلا أن المشتقات المالية و تقنية التوريق قد لعبا دورا واضحا و كبيرا في إحداثها و تعميقها.

فبالنسبة للمشتقات المالية، فقد ساهمت في إحداث هذه الأزمة نتيجة لاعتمادها على التوقعات واستخدامها لأغراض المضاربة أكثر من استخدامها للتحوط و الترحيح، 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 من سنة 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 للانهيار دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك، كون الصفقات ثنائية غير معلنة مسجلة خارج الميزانية، وبذلك فبدلا من أن تكون المشتقات المالية أداة تحافظ على استقرار الأسواق المالية من خلال توزيعها للمخاطر على كافة المتعاملين، كلا حسب قدرته على تحملها، أصبحت أداة تساعد على تركيز المخاطر التي تسببت في إحداث الخطر النظامي الذي أدى إلى انهيار الأسواق المالية بشكل خاص و النظام 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 بناء على أصول مالية موجودة مما أدى إلى قطع الصلة بين الاقتصاد المالي و الاقتصاد العيني و تضخيم الاقتصاد الوهمي فأصبح الاقتصاد العالمي في حالة من اللاتوازن ، بالإضافة إلى تمادي المؤسسات المالية في استخدام هذه التقنية و نشر منتجاتها و عدم دراية المتعاملين بمدى تعقدها و خطورتها من جهة أخرى، خاصة تلك الناتجة عن التوريق الاصطناعي Synthtic Securitisation والتي لا يتم من خلالها إخراج القروض وضماناتها من ميزانية المؤسسة البادئة بالتوريق، و إنما يتم تحويل المخاطر المرتبطة بها فقط إلى شركة التوريق مما يجعلها أكثر خطورة من المنتجات الأخرى. و بهذا أصبحت تقنية التوريق أداة تساهم بشكل كبير في زيادة المخاطر و تفاقمها وتركزها مما جعلها من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في تفجير الأزمة العقارية التي تمثل البداية الأولى للأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

و بناء على ما تقدم يمكن أن نقترح بعض التوصيات للحد و لو بشكل يسير من مخاطر هذه المنتجات:

- تحميل البنوك تكاليف إضافية إذا زاد حجم قروضها لقطاع معين أو لطرف محدد عن سقف تحدده السلطة الرقابية، مما سيقلل من اندفاعها إلى توريق القروض ويحول دون تكوين فقاعات مضاربة حول القطاع المستهدف.
- إجبار البنوك التي تقوم بتوريق قروضها على الاحتفاظ في ميزانياتها بجزء من الأوراق المالية المسندة لهذه القروض، مما يجعلها أكثر حذرا و بالتالي ينخفض حجم المخاطر في السوق.
- رفع كفاءة المراقبين في البنوك التجارية لتمكينهم من اكتشاف مواطن الخلل بسرعة ومعالجتها في حينها.
- إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية و الحد من الصفقات المبرمة في الأسواق غير المنظمة لما تتمتع به من عدم الشفافية وغياب الرقابة.
- الفصل بين مهمة التنقيط أو التقييم و مهمة الاستشارة التي تقدمها و كالات التنقيط، وكذلك كسر الاحتكار الذي تمارسه كبريات هذه الوكالات على هذا النشاط بفتح المجال للمنافسة.
- الفصل بين سلم النقاط الممنوحة للمنتجات المهيكلة وغيرها من الأصول المالية الأخرى.
- إعادة النظر في النماذج الإحصائية المستعملة من قبل البنوك في تقييم الأخطار وتحسين أنظمة المعلومات فيها.

Résumé de la recherche

Les marchés financiers ont témoigné à partir des années 70 du siècle précédent des développements importants qui ont mené à l'expansion du volume d'activité dans les marchés financiers et la variété, la pluralité des produits financiers utilisés, de plus l'augmentation des risques résulte de la libération financière appréciée par les institutions financières d'une façon spécifique et le système financiers d'une façon générale.

Comme le risque de non-paiement, le risque de taux d'intérêt, le risque de cours de change, le risque de fortes fluctuations dans les prix des matières premières et les actifs financiers...etc. De ce fait a apparu le besoin de la création des moyens de protection et la couverture contre les différents dangers résultant l'apparition de ce qui est connu comme innovations financière résultées de l'ingénierie financière surtout les dérivés financiers et la technique de titrisation.

Les dérivés financiers sont des contrats financiers, leur valeur est dérivée de la valeur originale de l'objet du contrat. Les premiers produits étaient l'approbation des contrats par consentement mutuel forward, c'est des opérations de change de terme négociées dans les marchés non-organisés, suivies par les contrats des futurs échanges qui sont des contrats exemplaires dans les marchés organisés, et juste après sont apparues d'autres dérivés financiers appelées les contrats de swap, et finalement sont apparus les contrats optionnels.

Ces contrats sont inclus à côté des monnaies, plusieurs actifs d'infrastructure compris les matières premières, les taux d'intérêt et les obligations, les indicateurs et la bourse. De plus les contrats de swap utilisent aussi pour couvrir le risque de non-paiement est devenue comme CDS (crédit default swap).

Ainsi l'utilisation des dérivés financiers était dans le but de permettre aux organisations de gérer les risques encourus en les réduisant ou les rassemblant au même les échangeant la gestion de la liquidité par le biais de la conversion des engagements à court terme ou vice versa. En plus de fournir une variété de sources de financement...etc.

Mais le grand développement exprimé par ces outils, et la rapidité de leur diffusion et leur utilisation dans le but de la spéculation dans les marchés financiers par différents revendeurs, a conduit à l'augmentation, ce qui pousse les banques et d'autres organisations

financières à utiliser une autre technique parmi les techniques de l'ingénierie financière qui est la titrisation, surtout que cette technique réalise plusieurs avantages, citons:

La disposition des risques des prêts en les sortant de son budget, refinancement de continuer à prêter et augmenter le rendement, la réduction du besoin de fonds privés la disposition des restrictions légales...etc.

La technique de la litrisation est considérée comme la technique la plus importante parmi les techniques d'ingénierie financière qui ont participé dans l'augmentation du volume des transactions et des actifs financières à terme négociés dans les marchés financières. Ces actifs financières sont considérés comme un mécanisme financière qui permet aux banques de retirer une partie de ses actifs financières non négociable (prêts) parmi ses avantages, et les affecter à une institution financière à cet effet, elle est appelée institution de titrisation (SVP). Elle transforme ces actifs à des valeurs mobilières attribuées à des actifs financières comme (ABS,MBS) en plus de produits financières dérivées (CDO) considérés comme des produits de titrisation synthétique et outil de liaison entre les dérivées financières et la technique de titrisation, tous ces actifs sont négociés dans les marchés financières secondaires dans le bute de distribuer les risques liés avec les prêts de meme pour tous les concessionnaires afin d'éviter les crises.

Mais les bénéfices apportés par ces produits aux institutions financières en particulier et les marchés faïenciers d'une manière générale. En réalité, elles possèdent beaucoup de risques afin de détruire entièrement le système financier, la preuve, ce qui est passé au marche financier américain ce qui a causé les événements de la crise financière mondiale en 2008 a qui a in fluence sur les différents secteurs économiques mondiales en causant la crise systemique, malgré la pluralité des causes de cette crise, les dérives financières et la technique de titrisation ont jour un grand rôle bien clair pour l'effectuer et l'approfondir.

Pour les dérives financières, elle ont participe pour effectuer cette crise des raisons de spéculation plus que son utilisation pour la couverture et la pondération, en outre le nombre important de transactions au niveau des marches non organisés, ce qui signifie l'augmentation des risques et cela pour une seule partie parce que les transactions dans les marché des contrats par consentement mutuel abandonnés comme le négociation entre

les acteurs ce qui pose plusieurs problèmes comme le manque de transparence qui entoure les offres qui encourage certains à surprendre les risques et exposer le système financier pour la distraction sans que l'autorité réglementaire puisse intervenir pour le défendre, comme les offres secondaires non déclarées sont enregistrées extra budgétaires donc pour les dérives financières au lieu d'être un outil conservateur de la stabilité des marchés financiers à travers leur Distribution des risques sur tous les concessionnaires. Tous selon leur capacité les supporter, sont devenues un outil qui aide à concentrer les risques qui causent les risques systémiques qui a conduit à l'effondrement des marchés financiers en particulier et le système financier en général à cause de la transmission de la contamination financière quant à la technique de titrisation, elle a participé à la contribution de cette crise grâce à sa participation dans l'augmentation du volume des dérivés financiers d'une part, comme elles sont considérées comme opération de dérivation, de nombreux actifs financiers à partir des actifs financiers disponibles, ce qui mène à la rupture des liens entre l'économie financière et l'économie réelle et l'inflation de l'économie virtuelle, de ce fait l'économie mondiale est devenue instable, la persistance des institutions financières dans l'utilisation de cette technique et la diffusion de ses produits et le manque de sensibilisation des clients de sa complication et son risque d'une autre part ; surtout ceux résultent de la titrisation artificielle (synthétique sécurisation) ce qui défend les prêts et leurs garanties du budget de l'institution qui commence par la titrisation mais, on transforme ses risques à la société de la titrisation ce qui les rends plus dangereux que d'autres produits. C'est pour cela la technique de titrisation est devenue un outil qui contribue d'une grande manière à l'augmentation, la centralisation et l'aggravation des crises, et elles sont devenues parmi les raisons fondamentales qui contribuent à l'explosion de la crise immobilière qui représente le premier début de la crise mondiale en 2008.

En conclusion, nous pouvons proposer quelques recommandations afin de stopper en quelque sorte les risques de ces produits :

- Charger les banques de coûts supplémentaires, en plus, si le volume de ses prêts augmente pour un secteur particulier ou pour une partie spécifique sur un taux précis par l'autorité réglementaire, ce qui réduit son éruption vers la titrisation des prêts, et est transmis sans les bulles spéculatives sur le secteur cible.

- Forcer les banques qui titrisent ses prêts à conserver dans leurs budgets, une partie de ses valeurs mobilières attribuées à ses prêts, afin de limiter le volume des risques dans le marché.
- Augmenter l'efficacité des observateurs dans les banques commerciales afin de découvrir rapidement les points de défaut et essayer de les traiter en même temps.
- Réorganiser les marchés des dérivés financiers et limiter les transactions conclues dans les marchés non organisés pour le manque de transparence et le manque de censure qui les caractérisent.
- Séparer la tâche de pointage et la tâche de counseling fournies par les agences de pointage, aussi casser le monopole pratiqué par ces agences afin d'ouvrir le domaine de la concurrence.
- Séparer le barème de pointage offert aux produits structurés et d'autres, aussi les autres actifs financiers.
- Rétablir la modalisation statique utilisée par les banques dans l'évaluation des risques et l'amélioration de ses systèmes d'information.

Mots-clés : les produits financiers dérivés, titrisation de la technologie, les dérivés de crédit, les produits structurés, 2008 crise financière mondiale, l'économie réelle, l'économie financier, l'économie virtuelle, risque.

Research resume:

From the beginning of the 70's of the last century, the financial markets have witnessed crucial development. This latter led to a vital increase and diversity of the financial products. Moreover, there was also an increase in risks due to financial liberalization of the financial institutions in particular and the financial system in general. Here, we have for example the risk of non-payment, interest rate, rate of exchange, Sharpe fluctuations in prices of raw materials and the financial assets...etc.

Consequently, a need to creating protecting means against the different risks appeared. The latter led to emergence of what is known as financial innovations which was the result of financial engineering and at the head of this financial derivatives and securitisation technology which are financial contracts derive their value from the value of the original subjects of the contracts. These first appeared to control the risk of interest rate risk and the risk of rate of exchange. So, the first of these products were approval contracts by which there were exchange transactions that were traded in non-organized markets. These were followed by futures which are future contracts traded in another kind of markets; the organized markets. After that, a different kind of financial derivatives appeared. These were called swaps which were followed by optional contracts.

In addition to currency, these contracts covered a lot of under roots including raw materials, interest rates and indices and stocks. Moreover, swap contracts became used also to cover the risk of non-payment, and they became known as CDS.

Following this, the use of financial derivatives were used to allow the institutions to manage the risks that may face them through minimizing, collecting or even exchanging them through liquidity management also through turning long-term obligations into short-term ones or the reverse . . . etc.

But the huge development that these tools witnessed, their rapid spread and their use for speculation in financial markets led to an increase and diversity in the appearing risks due to dealing with them. This pushed the banks and financial institutions to use one of the techniques of financial engineering which was securitisation. Especially that this technique

has a lot of features including the elimination of the already mentioned risks through taking them out of their budget, refinancing and decreasing the need to private money . . Etc.

Securitisation technology is considered as one of the most important techniques of financial engineering that contributed to increasing the value of transactions dealt with in financial markets.

It is a financial mechanism which banks can use it to take part of the loans from it's and waive ring it to a financial institution found to this goal. This is called special purpose vehicle (SPV). This transforms those financial assets into securities evidence to financial assets such as (ABS, MBS . . .), in addition to collateralised debt obligation which is considered as one of the industrial securitisation products and a tool that links between financial derivatives and securitisation technology. All that is deals with in marginal financial markets in order to distribute the risks related to those loans in an equal way on all dealers in order to Arad crisis.

In spite of the increase of the advantages of these products to the financial institutions in particular and the financial shops in general. Reality proved that it contains big risks that can destroy the whole word financial system, and the best argument is what happened in the American financial market and which led to the world financial crisis. Al though many things contributed to this crisis, financial derivatives and securitisation technology have played a crucial role in widening it .In fact, financial derivatives contributed thanks to its independence on guessing and using it in speculation more that weighting and the great number of deals in the non-organized markets,This means an increase in risks .This led to cut the bridge between the economic financing and the real economy and amplifying the virtual economy . This transformed the world economy into an unbalanced way .In addition to the persistence of the financial institutions in using this technique and spreading their products and the ignorance of its traders of its complexity and danger. Especially that one derived from synthetic securitisation from where we have no out loans and no guarantee for the institution responsible of securitisation. What is done here is just transforming the related risks into the securitisation institution which made it more risky like this, securitisation technology became a tool that increased and centralized risks.

This made it one of the major reasons that led to the explosion of the real estate crisis which was the first step toward the world financial crisis of the year 2008.

Following the already mentioned information, we propose the coming recommendation to decrease the risks of such products:

- Downloading additional costs if the banks increased their loan size for a particular sector on the ceiling determined by the regulatory authority.
- Forcing the banks that securitize their loans to retain a portion of the securities assigned to these loans. This will make them more careful and consequently decrease the degree of risks in the market.
- Raising the efficiency of the observers in the business banks to enable them to find the weak points quickly and treat them.
- Reorganizing financial derivatives markets to put an end to the chaos of deals in the non-organized markets due to its absence of control.
- Distinguishing between the task of punctuations and the task of counselling and stopping monopoly and allowing competition.
- Distinguishing between ladder points awarded for structured products and the other financial assets.
- Reviewing the statistical models used by banks to evaluate risks and improving information systems in them.

Keywords: financial derivatives, technology securitization, credit derivatives, structured products, 2008 global financial crisis, real economy, financial economy, virtual economy, Risk.

ملخص مذكرة حول

دور المشتقات المالية و تقنية التوريق في أزمة 2008

- دراسة تحليلية -

تحت إشراف الأستاذة:

بديسي فهيمة

من إعداد الطالبة:

سرارمة مريم

لقد شهدت الأسواق المالية ابتداء من سبعينات القرن الماضي تطورات كبيرة أدت إلى توسع حجم النشاط في الأسواق المالية و تنوع و تعدد المنتجات المالية المتداولة فيه بالإضافة إلى تعاظم المخاطر نتيجة لتحرر المالي الذي أصبحت تتمتع به المؤسسات المالية بشكل خاص و النظام المالي بشكل عام، كخطر عدم الدفع، خطر سعر الفائدة، خطر سعر الصرف، خطر التقلبات الحادة في أسعار المواد الأولية و الأصول المالية... الخ، فظهرت الحاجة إلى ابتكار وسائل الحماية و التغطية ضد مختلف المخاطر مما أدى إلى ظهور ما يعرف بالمبتكرات المالية الناتجة عن الهندسة المالية و على رأسها المشتقات المالية و تقنية التوريق.

فالمشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد، فكانت أول هذه المنتجات هي عقود الموافقة بالتراضي Forward و المتمثلة في عمليات الصرف الأجل يتم تداولها في أسواق غير منظمة، تلتها فيما بعد العقود الآجلة على العملات و هي عقود نموذجية تسمى بالعقود المستقبلية Futures يتم تداولها في نوع آخر من الأسواق هي الأسواق المنظمة، و بعد ذلك ظهرت مشتقات مالية أخرى سميت بعقود المبادلة Swaps ، و أخيرا ظهرت عقود الخيار les contrats optionnels ، و قد شملت هذه العقود بالإضافة للعملات العديد من الأصول التحتية منها المواد الأولية، أسعار الفائدة و السندات، المؤشرات و الأسهم، و قد كانت تستخدم في البداية لإدارة خطر سعر الفائدة وخطر سعر الصرف ثم أصبحت تستخدم كذلك لتغطية خطر عدم الدفع و أصبحت تعرف ب CDS.

وهكذا فإن استعمال المشتقات المالية كان يهدف تمكين المؤسسات من إدارة المخاطر التي تواجهها 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... إلخ.

لكن النظور الكبير الذي شهدته هذه الأدوات، و سرعة انتشارها و استخدامها بهدف المضاربة في الأسواق المالية من طرف مختلف المتعاملين، أدى إلى تزايد و تنوع المخاطر الناتجة عن التعامل بها، مما دفع بالبنوك و المؤسسات المالية الأخرى إلى استعمال تقنية أخرى من تقنيات الهندسة المالية و هي التوريق، خاصة و أن هذه التقنية تحقق لها الكثير من المزايا منها: التخلص من المخاطر التي تحملها

القروض بإخراجها من ميزانيتها، إعادة التمويل لمواصلة عمليات الإقراض وزيادة العائد، التقليل من الحاجة للأموال الخاصة والتخلص من القيود القانونية... الخ.

وتعتبر تقنية التوريق من أهم تقنيات الهندسة المالية التي ساهمت في زيادة حجم التعاملات والأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية، فهي عبارة عن ميكانيزم مالي تستطيع بموجبه البنوك سحب جزء من أصولها المالية غير القابلة للتداول (القروض) من ميزانيتها، والتنازل عنها لمؤسسة مالية منشأة لهذا الغرض تسمى بمؤسسة التوريق SPV، تقوم بتحويل تلك الأصول إلى أوراق مالية مسندة لأصول مالية منها (ABS, MBS...) إضافة إلى المشتقات الائتمانية CDO التي تعتبر من منتجات التوريق الاصطناعي و أداة تربط بين المشتقات المالية و تقنية التوريق، يتم تداول كل هذه الأصول في الأسواق المالية الثانوية بهدف توزيع الأخطار المرتبطة بتلك القروض بشكل متساوي على كافة المتعاملين لتجنب الوقوع في الأزمات.

لكن وبالرغم من كثرة الفوائد التي تحققت هذه المنتجات للمؤسسات المالية بشكل خاص وللأسواق المالية بشكل عام فقد أثبت الواقع أنها تتضمن مخاطر كبيرة من شأنها تدمير النظام المالي العالمي بكامله، و خير دليل على ذلك ما حدث في السوق المالية الأمريكية و الذي تسبب في إحداث الأزمة المالية العالمية سنة 2008، و التي أثرت على مختلف القطاعات الاقتصادية العالمية مما تسبب في إحداث أزمة نظامية. فبالرغم من تعدد أسباب هذه الأزمة إلا أن المشتقات المالية و تقنية التوريق قد لعبا دورا واضحا و كبيرا في إحداثها و تعميقها.

فبالنسبة للمشتقات المالية، فقد ساهمت في إحداث هذه الأزمة نتيجة لاعتمادها على التوقعات واستخدامها لأغراض المضاربة أكثر من استخدامها للتحوط و الترحيح، إضافة إلى كثرة صفقاتها في الأسواق غير المنظمة أو أسواق عقود المفاوضة بالتراضي 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 وتعريض النظام المالي للانهدام دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك، كون الصفقات ثنائية غير معلنة مسجلة خارج الميزانية، وبذلك فبدلا من أن تكون المشتقات المالية أداة تحافظ على استقرار الأسواق المالية من خلال توزيعها للمخاطر على كافة المتعاملين، كلا حسب قدرته على تحملها، أصبحت أداة تساعد على تركيز المخاطر التي تسببت في إحداث الخطر النظامي الذي أدى إلى انهيار الأسواق المالية بشكل خاص و النظام 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 بناء على أصول مالية

موجودة مما أدى إلى قطع الصلة بين الاقتصاد المالي و الاقتصاد العيني و تضخيم الاقتصاد الوهمي فأصبح الاقتصاد العالمي في حالة من اللاتوازن، بالإضافة إلى تمادي المؤسسات المالية في استخدام هذه التقنية و نشر منتجاتها و عدم دراية المتعاملين بمدى تعقدها و خطورتها من جهة أخرى، خاصة تلك الناتجة عن التوريق الاصطناعي Synthtic Securitisation والتي لا يتم من خلالها إخراج القروض وضماناتها من ميزانية المؤسسة البادئة بالتوريق، و إنما يتم تحويل المخاطر المرتبطة بها فقط إلى شركة التوريق مما يجعلها أكثر خطورة من المنتجات الأخرى. و بهذا أصبحت تقنية التوريق أداة تساهم بشكل كبير في زيادة المخاطر و تفاقمها وتركزها مما جعلها من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في تفجير الأزمة العقارية التي تمثل البداية الأولى للأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

و بناء على ما تقدم يمكن أن نقترح بعض التوصيات للحد و لو بشكل بسير من مخاطر هذه

المنتجات:

- تحميل البنوك تكاليف إضافية إذا زاد حجم قروضها لقطاع معين أو لطرف محدد عن سقف تحدده السلطة الرقابية، مما سيقال من اندفاعها إلى توريق القروض ويحول دون تكوين فقاعات مضاربة حول القطاع المستهدف.
- إجبار البنوك التي تقوم بتوريق قروضها على الاحتفاظ في ميزانياتها بجزء من الأوراق المالية المسندة لهذه القروض، مما يجعلها أكثر حذرا و بالتالي ينخفض حجم المخاطر في السوق.
- رفع كفاءة المراقبين في البنوك التجارية لتمكينهم من اكتشاف مواطن الخلل بسرعة ومعالجتها في حينها.
- إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية و الحد من الصفقات المبرمة في الأسواق غير المنظمة لما تتمتع به من عدم الشفافية وغياب الرقابة.
- الفصل بين مهمة التنقيط أو التقييم و مهمة الاستشارة التي تقدمها و كالات التنقيط، وكذلك كسر الاحتكار الذي تمارسه كبريات هذه الوكالات على هذا النشاط بفتح المجال للمنافسة.
- الفصل بين سلم النقاط الممنوحة للمنتجات المهيكلة وغيرها من الأصول المالية الأخرى.
- إعادة النظر في النماذج الإحصائية المستعملة من قبل البنوك في تقييم الأخطار وتحسين أنظمة المعلومات فيها.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، تقنية التوريق، المشتقات الإئتمانية، المنتجات المهيكلة، الأزمة

المالية العالمية 2008، الاقتصاد الحقيقي، الاقتصاد المالي، الاقتصاد الوهمي، المخاطر.