

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

المركز الجامعي - ميله -

معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

ميدان العلوم الاقتصادية ، التجارية و علوم التسيير

شعبة علوم التسيير

تخصص : مالية

المشتقات المالية و تداعيات أزمة الرهن العقاري

مذكرة مكملة لنيل شهادة ليسانس LMD

تحت

" حمزة داودي "

من إعداد الطالبات :

إشراف الأستاذ :

- صارة بلعابد

- عفاف هواين

- يمينة بوقاطح

السنة الجامعية : 2010 / 2011 .

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

السَّلَامُ عَلَيْكُمْ وَرَحْمَةُ اللَّهِ وَبَرَكَاتُهُ

دعاء

اللهم اجعل نطقنا ذكرا ... و صمتنا فكرا
و نظرنا عبرا ... و لا تجعلنا ممن أطال الأمل ...
و أساء العمل ... و أكثر الجدل ... و اجعلنا ممن سمع
الحكمة

فوعى .. و سمع القرآن فدنا ... و اتبع الصراط فنجا
يا سميع الدعاء ... يا مجيب الدعاء ... نسألك عيش السعداء
و موت الشهداء ... و الرضا بالقضاء ... و الشكر على
النعماء ...

و الصبر على البلاء ... و الفوز يوم اللقاء ... و مرافقة
الأيام

و النصر على الأعداء نعود بك يا ربنا من عضال
الداء ...

و درك الشفاء و شماتة الأعداء و السلب بعد
العطاء

و نعود بك من كيد السفهاء .

إهداء

في البداية أحمد و أشكر الله على ما أنا عليه

• إلى من ربنتي و أنارت دربي و أعاننتني بالصلوات و الدعوات

• إلى أغلى إنسانة في هذا الوجود أمي الحبيبة .

• إلى من عمل بكد في سبيلي و علمني معنى الكفاح

و أوصلني إلى ما أنا عليه أبي الكريم أدامه الله لي .

• إلى إخوتي و أخواتي و زوجة أخي و فايز .

• إلى جميع الأقرباء .

إلى كل صديقتاتي : سناء ، خميسة - ، مريم ، عايدة

وسام ، مديحة ، صليحة ، رانيا ، شهرزاد قريبع

شهرزاد بورطل ، ريبة .

إلى صديقتاي في الانجاز .

"يمينة"

إهداء

الحمد لله الذي أعاننا على أداء هذا الواجب و وفقنا في

إنجاز هذا العمل

• إلى من علمني العطاء بدون انتظار إلى من أحمل اسمه

بكل افتخار أرجو من الله أن يمد في عمرك و تبقى كلماتك نجوى أهتدي بها اليوم و
في الغد و إلى الأبد و الذي العزيز .

• إلى ملاكي في الحياة إلى معنى الحب و الحنان إلى بسمة الحياة

• إلى من كانت دعائم سر نجاحي و حنانها بلسم جراحي إلى أغلى الحبايب أُمي
الحببية .

• إلى كل من إخوتي كمال ، فاتح ، عبد الله ، فارس ، عصام

• إلى أختي سامية

• إلى أختي عقيلة و زوجها عبد الحميد و أولادهما وصال و خلود

إلى عمي الذي هو بمثابة أبي

مريم

إلى كل من صديقتي : سناء ، خمسية ، رانيا ، صليحة

، لمياء ، نعيمة .

إلى صديقتاي في العمل .

" صارة "

إهداء

أحمد الله الذي أنار دربي بالعلم و المعرفة
إلى من لا يمكن للكلمات أن توفي حقهما
إلى من لا يمكن للأرقام أن تحصي فضائلهما
إلى أمي العزيزة و إلى روح أبي الطاهرة رحمه الله
إلى إخوتي و أخواتي كل واحد باسمه
إلى عمتي و أعمامي و أولادهم ، و جدي و جدتي
إلى أخوالي و خالتي و أزواجهم و أولادهم
إلى جميع الأصدقاء و الصديقات : سناء ، مريم
رانيا ، صليحة
شهرزاد ، عايدة ، أميرة و ليلى
إلى صديقتاي في العمل .
إلى كل من يعرفني من قريب أو من بعيد .

" عفاف "

شكر وعرفان



ز و جل فيء رلة تعود بمتمة الأمر

كما أنه لا بد من قول كلمة شكر إلى الأستاذ المشرف

" داودي حمزة "

الذي وقف إلى جانبنا و لم يبخل علينا بتوجيهاته

و نصائحه و معلوماته القيمة التي كانت عوناً لنا في إتمام

هذا العمل و لم يبخل علينا بوقته ، بالإضافة إلى صبره علينا

من دون كلل ، فلا توجد الكلمات و لا العبارات التي تعبر

عن مدى شكرنا له .

فله نسأل الله الأجر و الثبات

إلى أساتذة المركز الجامعي و بالأخص أساتذة

معهد العلوم الاقتصادية و التسير و التجارة

و إلى من ساعدنا في إيجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد.



الفهرس

.....مقدمة

.....الفصل الأول : المشتقات المالية

13تمهيد

14المبحث الأول : مفاهيم حول المشتقات المالية

14المطلب الأول : تعريف المشتقات المالية و المتعاملون بها

16المطلب الثاني : خصائص و أهمية المشتقات المالية

18المبحث الثاني : مزايا و مخاطر المشتقات المالية

18المطلب الأول : مزايا المشتقات المالية

18المطلب الثاني : مخاطر المشتقات المالية

21المبحث الثالث : أنواع المشتقات المالية

21المطلب الأول : العقود الآجلة و العقود المستقبلية

26المطلب الثاني : عقود الخيارات و عقود المبادلات

34خلاصة الفصل

.....الفصل الثاني : أزمة الرهن العقاري

36تمهيد

37المبحث الأول : دراسة عامة حول أزمة الرهن العقاري

37المطلب الأول : نشأة وتعريف أزمة الرهن العقاري

39	.....المطلب الثاني : مراحل أزمة الرهن العقاري و خصائصها.....
42	.....المبحث الثاني : أسباب و آثار أزمة الرهن العقاري
42	.....المطلب الأول : أسباب أزمة الرهن العقاري
47	.....المطلب الثاني : الآثار الناجمة عن أزمة الرهن العقاري
52	.....المبحث الثالث : دور المشتقات المالية في أزمة الرهن العقاري و الإجراءات المتخذة لحلها.....
52	.....المطلب الأول : دور المشتقات المالية في أزمة الرهن العقاري
54	.....المطلب الثاني: الإجراءات المتخذة لحل أزمة الرهن العقاري
59	..... خلاصة الفصل
	..... خاتمة
	..... قائمة الجداول و الإشكال
	..... قائمة المصادر و المراجع.....

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
49	معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي لبعض الدول %	01
50	معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية و أكبر القطاعات المتضررة في أهم الدول سنة 2008	02

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
28	أنواع الخيار	01
43	دور القروض في أزمة الرهن العقاري	02
45	مراحل عمليات التوريق	03
53	دور المشتقات المالية في أزمة الرهن العقاري	04

مقدمة

أولاً : إشكالية الدراسة :

يعرف العالم اليوم تطوراً ملحوظاً في جميع ميادينه خاصة الميدان الإقتصادي الذي أصبح من أولى اهتمامات دول العالم، وقد أظهر هذا الإقتصاد الذي شهد تطوراً كبيراً في جميع مجالاته حاجة ملحة إلى السيولة التي أصبح البحث عنها أهم ما يشغل الإقتصاديين و المهنيين، فأنشأت الأسواق المالية من أجل تلبية الحاجة لتلك السيولة، وكان التعامل في الأوراق المالية بمختلف أنواعها أهم ما يميز تلك الأسواق، ثم ظهر إمتداد جديد للتعامل في تلك الأوراق عرف بالمشترقات المالية، والتي إزدهر التعامل بها بشكل كبير إلى درجة إستقلالها بأسواق خاصة بها على غرار سوق شيكاغو، ونمت سوقها نمواً هائلاً حيث بلغ حجمها الإجمالي أكثر من 90 تريليون دولار أمريكي (منذ سنة 2000) إلا أن ظهور الأزمات المالية في السنوات الأخيرة وعلى رأسها أزمة الرهن العقاري طرحت جدلاً كبيراً حول دور المشتقات المالية في تلك الأزمات، ويعود ذلك الجدل إلى المخاطر التي تحيط بهذه المشتقات والمفاجآت التي تميز أسواقها والسؤال الذي يبقى مطروحاً :

ما مدى مساهمة المشتقات المالية في ظهور أزمة الرهن العقاري ؟ .

ومن أجل الإجابة على هذه الإشكالية سنحاول الإجابة عن الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما هي أهم المخاطر التي تميز التعامل في المشتقات المالية؟

2. ما علاقة تلك المخاطر بظهور الأزمة؟

ومن أجل الوصول إلى إجابات واضحة سندرج الفرضيات التالية:

1- تحول التعامل بالمشتقات المالية من أداة لتغطية المخاطر إلى أداة للمضاربات.

2- توسع التعامل بالمشتقات أعطى دفع لأزمة الرهن العقاري.

ثانياً : الهدف من الدراسة :

إن القيام بهذه الدراسة جاء من أجل الوقوف على النقاط التالية:

- المخاطر التي تميز التعامل بالمشتقات المالية.

- الأسباب الكامنة وراء حدوث أزمة الرهن العقاري.

- العلاقة بين المشتقات المالية وأزمة الرهن العقاري.

- إستعراض تداعيات أزمة الرهن العقاري على العالم .

- الإجراءات المتخذة لعلاج أزمة الرهن العقاري .

- من أجل تقديم عمل يساعد الباحثين والمهتمين بالمشتقات المالية وأزمة الرهن العقاري في

دراساتهم بالإضافة إلى الهدف العلمي المتمثل في إثراء المكتبة .

ثالثا : أهمية الدراسة :

تكمن أهمية دراسة المشتقات المالية والدور الذي لعبته في أزمة الرهن العقاري في معرفة هذه الأداة المالية التي أصبحت تحتل مكانة كبيرة في الأسواق المالية، وتوسع استخدامها بشكل ملفت في جميع الدول والإقتصاديات هذا من جهة، ومن جهة أخرى معرفة مدى مساهمة المشتقات المالية في أزمة الرهن العقاري من أجل تفاديها مستقبلا و إيجاد بديل أو البدائل لهذه المشتقات .

رابعا : صعوبات البحث :

إن صعوبة البحث تتجسد كغيره من البحوث في قلة المراجع المتوفرة في مكتبتنا وقلة المساعدة من طرف الجامعات الأخرى بالإضافة إلى عدم تناول موضوع المشتقات المالية من طرف الباحثين هذا ما زادنا صعوبة البحث ودفعنا إلى الاعتماد على الأنترنت كثيرا للوصول إلى معلومات غالبا ما يصعب تأكيدها و الوثوق في صحتها .

خامسا : دراسات سابقة :

إن دراسة المشتقات المالية وتدايعات أزمة الرهن العقاري لا تعتبر هي الأولى من نوعها فقد سبقتها إلى ذلك بعض الكتابات و الدراسات سواء من حيث المشتقات المالية أو من حيث أزمة الرهن العقاري غير أنها إتسمت بالندرة من حيث الربط بين هذين الموضوعين خاصة كون الموضوع ظهر حديثا لهذا فهذه الدراسة جاءت لإعطاء ولو فكرة بسيطة عن الدور الذي لعبته المشتقات المالية في أزمة الرهن العقاري .

سادسا : منهجية البحث :

من أجل التعرف على مخاطر التعامل بالمشتقات المالية و العلاقة بينها و بين أزمة الرهن العقاري ، و استعراض تدايعات هذه الأخيرة و الإجراءات المتخذة لعلاجها ، إستخدمنا في دراستنا هذه التزاوج بين المنهج الوصفي التحليلي للإطار النظري الخاص بالمشتقات المالية و أزمة الرهن العقاري .

و رأينا أن نتناول الموضوع في فصلين تم تقسيمهما كما يلي :

الفصل الأول :

و هو عبارة عن مدخل لدراسة المشتقات المالية والمفاهيم النظرية المتعلقة بها، كما سنتطرق إلى المتعاملين في سوق المشتقات المالية ، كما سنتناول مزايا ومخاطر هذه الأخيرة ، بعدها سنخص عقود هذه المشتقات كل واحد على حدى .

الفصل الثاني :

وهو لب الموضوع من خلاله سنحاول التعرف على أزمة الرهن العقاري من حيث المفاهيم العامة لها ونقف على الأسباب التي أدت إلى نشوبها و الآثار التي خلفتها ، إضافة إلى الدور الذي لعبته المشتقات المالية في الأزمة و الإجراءات المتخذة لمواجهتها .

الفصل الأول

المشتقات المالية

تمهيد :

ظهرت المشتقات المالية على أساس ما يسمى بالهندسة المالية التي تقوم بخلق و ابتكار أدوات مالية جديدة ، فالمشتقات أصبحت من الأدوات المهمة في الإقتصاد المالي و في أسواق البورصة فقد شهدت نموا في الأعوام الأخيرة إنتقل بها من بدايات متواضعة في مجال العقود الآجلة الخاصة بالسلع و العملات الأجنبية إلى صناعة ببلايين الدولارات و يجرى إبتكار مشتقات مالية جديدة بمعدلات مذهلة للإستجابة إلى الحاجات السوقية المتعددة و ذلك من أجل إستخدامها للحد من المخاطر و التقلبات في معدلات العائد و أسعار الصرف و أسعار السلع .

وسنحاول في هذا الفصل التعرض إلى المفاهيم المتعلقة بالمشتقات المالية ، والمتعاملين في أسواقها وسنتطرق إلى إبراز مزايا و عيوب المشتقات المالية ، وفي الأخير سنبرز أنواع عقود المشتقات .

المبحث الأول : مفاهيم حول المشتقات المالية :

نشأة المشتقات المالية في القرن 19 وجاء تنظيمها نتيجة العرض والطلب على السلع الزراعية وما يترتب عنها من تقلبات في الأسعار و قد شهدت المشتقات المالية توسعا كبيرا في السنوات الأخيرة تعاضم تأثيرها على الأسواق المالية عموما .

المطلب الأول : تعريف المشتقات المالية و المتعاملون بها .**أولا : تعريف المشتقات المالية :**

لقد تناول العديد من الكتاب تعريف المشتقات المالية و نذكر منها :

التعريف الأول : " الأدوات المالية المشتقة هي نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليها الأصل الأساسي أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع " (1).

التعريف الثاني: " عبارة عن عقود فرعية تسن أو تشتق من عقود أساسية لأدوات إستثمارية (أوراق مالية ، عملات أجنبية ، سلع ...) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات إستثمارية مشتقة و ذلك في نطاق ما أصطلح عليه بالهندسة المالية " (2) .

التعريف الثالث : " هي عبارة عن أدوات للتحوط مشتقة قيمتها من قيمة واحدة أو أكثر من الأصول السلعية أو المالية أو سعر الفائدة أو مؤشرات الأسهم المرتبطة بها " (3) .

التعريف الرابع : " تمثل المشتقات أدوات ترتب إلزاما أو إختيار الشراء أو بيع أصل مالي ، و تشتق تلك الأدوات قيمتها من أسعار الأدوات المالية الأصلية ، (قد تكون أسهم أو سندات أو مجموعة من الأسهم و السندات) و تعد المشتقات أحد أهم ملامح التطور في أسواق المال (4) .

من خلال التعاريف السابقة نتوصل إلى المشتقات المالية هي نوع من العقود المالية أو عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية كما أنها أدوات للتحوط ، و تشتق تلك الأدوات قيمتها من أسعار الأدوات المالية الأصلية (قد تكون أوراق مالية أو عملات أجنبية أو أسهم و سندات ...) فتنشأ أدوات إستثمارية مشتقة .

(1) أحمد صلاح عطية ، أفاق جديدة لمسؤوليات مراجع الحسابات في بيئة العولمة ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008 ص 518.

(2) - محمد مطر ، أدوات الاستثمار ، مؤسسة الورق ، عمان ، الأردن ، ص 262 .

(3) - محمد محمود العجلوني ، البنوك الإسلامية أحكامها و مبادئها و تطبيقاتها المصرفية ، الطبعة الأولى ، دار الميسرة، 2008 ص 447 .

(4) - عاطف وليم أندراوس ، أسواق الأوراق المالية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2007 ، ص 83

ثانياً : المتعاملون في المشتقات المالية :

هناك مجموعة من المتعاملين الذين يتعاملون في المشتقات المالية يمكن تصنيفهم إلى :

- المتحوطون
- المضاربون
- المراجحون

1- المتحوطون : هي عبارة عن أطراف معرضة للمخاطر بسبب سلعة أو أصل ما مما يعني أنهم معرضون للتغيرات السعرية فهم يشترون أو يبيعون نوعاً من أنواع العقود من أجل تقيدي هذه المخاطر ففئة المتحوطون تتعامل فعلياً في السلعة أو الأوراق المالية المحددة في العقد كما يخططون لخفض أعباء التقلبات السعرية المعاكسة⁽¹⁾.

2- المضاربون : إن المتحوطون يريدون أن يتفادوا التعرض للتقلبات و التحركات السعرية الخاصة بأصل معين في حين يرغب المضاربون في إتخاذ مركز في السوق و هم إما يراهنون على أن السعر سيرتفع أو يراهنون على أن السعر سينخفض و يمكن إستخدام العقود الآجلة للمضاربة و المستثمر الذي يعتقد أن قيمة الإسترليني مثلاً سترتفع بالنسبة للدولار الأمريكي يمكن أن يضارب عن طريق إتخاذ مركز طويل في عقد آجل مدته 90 يوم للإسترليني و يوجد فرق مهم بين المضاربة باستخدام الأسواق الآجلة و المضاربة عن طريق شراء الأصل و في هذه الحالة الأصل هو العملة في السوق الفورية و هو أن شراء قدر معين في السوق الفورية يتطلب دفعة نقدية مبدئية مساوية للقيمة الكلية لما يتم شرائه ، أما الدخول في عقد آجل بنفس مقدار الأصل فإنه لا يتطلب أي دفعة نقدية مبدئية⁽²⁾ .

3- المراجحون : في هذا النوع من المضاربة يتم تقييم أو تثبيت ربح عديم المخاطرة عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات في سوق أو أكثر ، حيث تكون المضاربة ممكنة عندما يصبح هناك عدم توافق (عدم توازن) بين سعر عمليات التسليم الآجل لأصل ما و السعر النقدي .

و يمكن القول بأن مجرد وجود المراجحون يعني أن عدد قليل جداً هو الذي يجد فرصة المراجعة ملحوظة في الأسعار المسجلة في معظم الأسواق المالية .

و يمكن توضيح مفهوم المراجعة من خلال المثال التالي :

نفترض أن سهم معين يتم تداوله في برصات الأسهم في لندن و نيويورك ، و نفترض أن سعر السهم 1.72 دولار في نيويورك ، 100 جنيه إسترليني في لندن في الوقت الذي كان فيه سعر الصرف 1.75 دولار للجنيه الإسترليني الواحد ، و هكذا يستطيع الشخص الذي يمارس عملية

(1) <http://racha.rigala.Net/T3-topic-date-03/04/2011-heure-17:54>

(2) <http://forum.Kooora.com/f.aspsc?t=27400127-date-10/04/2011-heure-13:30>

المراجعة أن يشتري 100 من أسهم هذه الشركة في نيويورك وبيعها في سوق لندن ، ويحصل على بذلك على ربح عديم المخاطرة هو :

$$(1.75 \times 100) - (1.72 \times 100) = 300 \text{ دولار .}$$

أي ربح قدره 300 دولار و ذلك في ظل غياب تكلفة المعاملات ، مع ملاحظة أن تكاليف المعاملات من شأنها أن تقضي على الربح بالنسبة للمستثمر الصغير و مع ذلك فبيوت الاستثمار الكبرى تواجه تكاليف معاملات صغيرة جدا في كل من سوق الأسهم و سوق الصرف الأجنبي، و لذلك فإنها تجد فرصة المراجعة جذابة جدا ، و تحاول استغلالها إلى أقصى درجة ممكنة (1) .

المطلب الثاني : خصائص و أهمية المشتقات المالية :

أولا : خصائص المشتقات المالية : تتسم المشتقات المالية بالعديد من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى و من بينها ما يلي :

1- طبيعة العمليات خارج الميزانية : جرى التطبيق العلمي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم و السندات داخل الميزانية كأصول و خصوم و من ثم يكون من السهل التعرف على أرصدها المثبتة وتتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة ، و هذا ما يجعل المجال مفتوحا للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها (2) .

2- التعقيد : نظرا لأنه غالبا ما يتم تصميمها للوفاء بأغراض خاصة للمستخدم النهائي لها لدى ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية إستخدام أداة بعينها ، و كيفية تقييمها ، و كيفية المحاسبة عنها ، و هل يمكنها تحقيق الأغراض الاقتصادية أم لا ؟ من ناحية أخرى قد تتعرض المؤسسة لمخاطر فهم شروط و آثار مشتقات خاصة مما يعرضها إلى نتائج وخيمة (3) .

3- السيولة : بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الإستحقاق المحدد أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية إلا أنه في الوقت نفسه قد يصعب أحيانا تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواقها مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها و المراكز المرتبطة به (4) .

4- عدم وضوح القواعد المحاسبية : حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات و يرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع و النمو المتلاحق في مجال ابتكار و استخدام الأدوات المالية المشتقة و الذي لا يواكبه استجابة محاسبية مماثلة و سريعة من أجل المحاسبة عن تأثيرات تلك الأنشطة بحيث يمكن ملاحظة وجود فجوة واسعة

(1) - طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية (المفاهيم ، إدارة المخاطر ، المحاسبة) ، الدار الجامعية 2001، ص ص ، 32-33 .
(2) - بن رجم محمد خميسي ، المنتجات المالية المشتقة أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعاتها ، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، أكتوبر 2009 ، جامعة سطيف ، ص 04 .

(3) - المرجع نفسه ، ص 04 .

(4) - المرجع نفسه ، ص 04 .

- بين الواقع الإقتصادي التي تمارس فيه تلك الأنشطة و بين الاستجابة المحاسبية اتجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها (1) .
- 5- المخاطر الناشئة عن التعامل في عقود المشتقات : يترتب على التعامل في عقود المشتقات ضرورة الأخذ في الحسبان وجود عدة مخاطر (سوف نتطرق إليها بالتفصيل في المبحث الثالث) .
- ثانياً : أهمية المشتقات المالية :** تتجلى أهمية المشتقات المالية فيما يلي (2) :
- 1- التعامل بالمشتقات المالية أو ما يسمى بأدوات الهندسة المالية يكون أقل كلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم و السندات .
 - 2- يمكن للمؤسسات المالية و المصرفية و المستثمرين عموماً التحوط من المخاطر المحتملة و ذلك باستخدام أموال أقل مما لو اقتنت موجودات تظهر في الميزانية .
 - 3- تقليل التكاليف للمصدرين و المستثمرين و ترفع من العوائد و توسع مجموعة بدائل التمويل و الاستثمار و تقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها .
 - 4- تدعيم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية و المصرفية لربائنها و تساهم في بناء محافظ مالية أكثر نوعاً .
 - 5- أداة للتنبؤ بالأسعار المتوقعة حيث يتزود المتعاملون في المشتقات المالية بالمعلومات حول أسعار الأوراق المالية المتعاقد عليها في السوق الحاضر في تاريخ التسليم .
 - 6- تخطيط التدفقات النقدية .
 - 7- تأمين أفضل الفرص للمضاربة .
 - 8- تسيير و تنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد .
 - 9- السرعة في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية و هي تؤدي إلى تحقيق مستوى عال من الكفاءة في سوق المال .

(1) - أحمد صلاح عطية ، مرجع سابق ، ص 522

(2) - هامش فوزي دباس العبادي ، الهندسة المالية و أدواتها ، مؤسسة الوراق ، عمان ، الأردن 2008 ص 110 .

المبحث الثاني : مزايا و مخاطر المشتقات المالية :

للمشتقات المالية مزايا عديدة تميزها عن باقي الأدوات المالية إلا أنها لا تخلو من مخاطر .

المطلب الأول : مزايا المشتقات المالية :

للمشتقات المالية مزايا عديدة نذكر منها :⁽¹⁾

- 1- تستخدم من قبل المؤسسات المصرفية و المالية الأخرى كوسيلة لإدارة المخاطر .
- 2- إتاحة فرصة للمؤسسات المالية و المصارف في تحديد مخاطر السوق ذات الصلة بالعقود المالية و كذلك عزل هذه المخاطر بشكل منفرد و من تم إدارة كل مخاطرة على حدى .
- 3- المشتقات المالية يمكن إستخدامها لتخفيض تكاليف التمويل و لزيادة عوائد بعض الموجودات أو الأدوات .
- 4- الأدوات المشتقة مصدرا مباشرا و منتظما لإيرادات العديد من المؤسسات المصرفية و المالية الأخرى و ذلك من جراء قيام هذه المؤسسات بنشاطات عدة في مجال صناعة الأسواق أي الدخول في صفقات مع العملاء و غيرهم من المتعاملين في الأسواق مع الإحتفاظ دوما بمراكز متوازنة للمحافظ المالية للإستفادة من إيرادات الرسوم الناجمة عن عروض مواتية للأسعار و كذلك في مجال تكوين المراكز المالية بالإستناد إلى توقعات خاصة لتحركات الأسعار و أخيرا في مجال مبادلة المخاطر تبعا لمحاولة الإستفادة ماليا من فروقات الأسعار لأدوات مماثلة في أسواق مختلفة .
- 5- تداول المشتقات في البورصات المنظمة أو في الأسواق الموازية .
- 6- الرفع المالي و ذلك عن طريق إستخدام ما يعرف بالهامش مع العلم أن الرفع المالي هو سلاح ذو حدين بحسب ارتفاع أو انخفاض الأسعار ، و إذا زاد الرفع المالي يؤدي ذلك إلى زيادة الربحية للسهم الواحد و العكس صحيح .

7- ميزة التحوط ضد مخاطر التقلبات العنيفة في أسعار الأدوات المالية عن طريق توزيع المخاطر (التنوع) أي توزيع مبلغ الإستثمار المبدئي على أكثر من أصل .

المطلب الثاني : المخاطر الناشئة عن التعامل في عقود المشتقات المالية : يترتب على التعامل في عقود المشتقات ضرورة الأخذ في الحسبان وجود عدة مخاطر يجب العمل على تجنبها أو التقليل من آثارها بقدر المستطاع و يمكن القول بوجود مجموعتين من المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات المالية هما :

- 1- **المجموعة الأولى :** تتمثل في المخاطر التي تتعرض لها الجهات المصدرة أو البائعة لعقود المشتقات (كالبنوك و المؤسسات المالية) و المتمثلة في إمكانية تحمل مثل تلك الجهات لخسائر حادة نتيجة أن معظم عقود المشتقات ترتب إلزام مستقبلي على الجهة المصدرة لها سواء بالبيع أو الشراء و مع حدوث أي تقلبات إقتصادية معاكسة قد تتحمل الجهة المصدرة خسائر كبيرة نتيجة لهذا الإلتزام

(1) - إسماعيل عبد الرحيم شلبي ، الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية و موقف المنهج الإسلامي منها ، شركة ناس للطباعة ، مصر ، القاهرة ، يناير 2010 ، ص ص 121 - 122 .

هذا بالإضافة إلى الخسائر الناتجة عن تأثير المنافسة بين الجهات المصدرة لتلك الأدوات على السوق الذي تعمل فيه و تكاد البنوك تكون صاحبة جهة الإصدار الرئيسية للأدوات المالية المشتقة ، بدليل أن البنوك التسعة الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية تنفرد بإصدار حوالي 94 % من جملة عقود المشتقات المتعامل فيها خلال عام 1995⁽¹⁾.

2- المجموعة الثانية : تتمثل في المخاطر التي يتعرض لها مشتري عقود المشتقات (بالأخص المنشآت الغير مالية) و هي تنقسم إلى أربعة أنواع من المخاطر هي :

2-1- مخاطر الائتمان : ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الاقتصادية التي سيتكبدها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف الآخر في العقد أي الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها في العقد ، و تقوم المنشآت في الغالب بإجراء حصر كمي لمخاطرة الخسارة هذه باعتبارها تكلفة استبدال الأداة المشتقة ، و يخفف الإشتراط الخاص بقيام المشاركين بتسوية التغيرات في قيمة مراكزهم يوميا من المخاطرة الائتمانية المرتبطة ببعض الأدوات المالية المشتقة (مثل العقود المستقبلية) تتم هذه التسوية وفقا لقواعد محددة من خلال بورصة منظمة ، و مخاطر التسوية ترتبط باحتمال فشل الطرف المقابل في الأداء بموجب عقد ما بعد أن يكون المستخدم النهائي قد سلم أموالا أو أصول وفقا لالتزاماته المنصوص عليها في العقد ، و يستطيع المستخدمون النهائيون أن يقللوا مخاطرة التسوية من خلال إتفاقيات تصفية رئيسية أما مخاطرة الطرف المقابل فتعني إمكانية التعرض لمخاطرة إئتمانية كلية نابعة من كل المعاملات المؤداة مع طرف مقابل واحد⁽²⁾.

2-2- المخاطر القانونية : ترتبط هذه المخاطرة بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقا لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة ، مثل هذه المخاطرة يمكن أن تنشأ مثلا : من عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس أو إدخال تغيرات عكسية في قوانين الضرائب ، أو وجود قوانين تحظر على منشآت الإستثمار أنواع معينة من الأدوات المالية⁽³⁾.

2-3- المخاطر الرقابية : ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الناتجة عن فشل (أو غياب) ضوابط الرقابة الداخلية في منع أو إكتشاف المشكلات (مثل الخطأ البشري ، الغش ، التزوير ، أو قصور النظم) و هو ما يؤدي إلى إعاقه مستخدم المشتقات من تحقيق أهدافه التشغيلية أو تلك المتصلة بإعداد التقارير المالية أو الإلتزام .

و مثل هذا الإخفاق يمكن أن ينتج عنه مثلا فشل مستخدم نهائي ما في فهم الخصائص الاقتصادية لعقد ما ، كذلك فإن إنعدام الرقابة الكافية يمكن أن يؤثر على ما إذا كانت المعلومات المالية المنشورة على

(1) - أحمد صلاح عطية ، مرجع سابق ، ص 523

(2) - طارق عبد العال ، مرجع سابق ، ص 264 .

(3) - المرجع نفسه ، ص 265 .

المشتقات قد أعدت بشكل موثوق يعتمد عليه ، و عدم فهم المشتقات المستخدمة قد يؤدي إلى عدم كفاية تصميم ضوابط الرقابة على استخدامها (1)

2-4- مخاطر السوق : تتعلق هذه المخاطر أساسا بالتقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات و التي ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد ، كما قد تتجم تلك المخاطر من نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى تدهور أسعار بعض الأصول ، و عدم إمكانية إبرام عقود مشتقات للاحتياط ضد احتمال إستمرار هذا التدهور .

إلى جانب ذلك هناك مخاطر التسوية ، فقد تصل الأصول المتعاقد عليها إلى حدها الأدنى يوم التسوية الذي قد يشهد تقلبات حادة ، مما يؤثر على القيمة التي تتم على أساسها التسوية .

و يزيد احتمال التعرض لمخاطر السوق كلما كان هناك إحتكارية من صانعي السوق حيث يقومون بعمليات الشراء و البيع على نطاق واسع ، و لذلك يمكنهم التأثير بدرجة أكبر على أسعار الأوراق المالية و على توقعات المتعاملين بشأن الإتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار الأمر الذي قد يقضي إلى تقلب أسعار بعض تلك الأوراق بشكل حاد ، و مما يزيد من هذه المخاطر ترابط الأسواق المالية بدرجة كبيرة و سهولة إنتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى (2) .

2-5- المخاطر التنظيمية : تتمثل هذه المخاطر في حدوث خلل في المركز المالي لمؤسسة مصرفية أو مالية تتعامل في سوق المشتقات ، مما قد يسبب بالتالي خلافاً مالياً في مؤسسات أخرى داخل الجهاز المصرفي أو المالي ، و قد يسبب خلافاً مالياً في الجهاز ذاته ، أو في أجزاء أخرى من أسواق مالية مرتبطة بسوق المشتقات ، و هناك العديد من العوامل و المخاطر الأخرى في أسواق المشتقات التي تؤثر في المخاطر التنظيمية منها :

- حجم أسواق المشتقات .
- درجة تركيز المؤسسات العاملة في تلك الأسواق .
- توافر السيولة و الإرتباط بين الأسواق و المخاطر الإئتمانية و مخاطر السيولة (3) .

(1) - طارق عبد العال ، المرجع السابق ، ص 266 - 267 .
 (2) - سحنون محمود ، مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات ، ورقة بحثية .
 (3) فرج عبد العزيز عزت ، اقتصاديات البنوك (الصناعة المصرفية و المالية الحديثة) ، لبيان مصر ، ص 47 .

المبحث الثالث : أنواع المشتقات المالية :

من خلال هذا المبحث سنتعرض إلى أنواع المشتقات المالية و هي :

المطلب الأول : العقود الآجلة و العقود المستقبلية :

أولا : العقود الآجلة :

1 - تعريف العقود الآجلة : و يمكن تعريفها كما يلي :

التعريف الأول : " هي مشتقة بسيطة أي أنها إتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي مقابل سعر معين محدد مسبقا و يكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية و أحد عملائها من المنشآت ، و لا يتم تداولها في البورصات عادة و يتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزا طويلا و يوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد الإتفاق عليه أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا و يوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر و سوف يشار للسعر المحدد في العقد الآجل باسمه سعر التسليم و وقت الدخول في العقد يتم إختيار سعرالتسليم بحيث تكون قيمة العقد الآجل صفر بالنسبة للطرفين و يعني ذلك أن إتخاذ مركز طويل أو قصير لا يكلف شكلا " (1) .

التعريف الثاني : " تعطي العقود الآجلة لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا حيث يتم التسليم في تاريخ لاحق " (2) .

من خلال التعاريف السابقة نتوصل إلى أن العقود الآجلة إتفاق مبرم بين طرفين على شراء أو بيع أصل معين ، وذلك بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم لاحقا .

2 - تصنيف العقود الآجلة : و يتم تصنيفها كما يلي : (3)

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

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

(1) <http://www.elanin.com/vb/showthread.Php?p=19080&date=04/04/2011&heure=14:00>

(2) - عاطف وليم اندراوس ، مرجع سابق ، ص 83 .

(3) http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/01/date_04/04/2011/heure_15:00

ثانياً : العقود المستقبلية :

1- **تعريف العقود المستقبلية :** لقد تعددت تعريف العقود المستقبلية ونذكر منها :

التعريف الأول : " هو إتفاق بين البائع و المشتري يتم بموجبه تحديد السعر بحيث أن البائع و المشتري سينفدان العقد دون دفع أي نقدية ، بحيث إن السعر المستقبلي يتم تحديده لجعل القيمة السوقية الحالية للعقد تساوي صفر و القيمة السوقية للعقد الآجل يصبح لها و على التتابع بأن تصبح موجبة أو سالبة كلما تغير سعر السلعة ارتفاعاً أو انخفاضاً و يتم تعديله بشكل يومي للمحافظة على القيمة السوقية للعقد المساوية للصفر ، و جانب العقد الذي يتم تعديله هو السعر المستقبلي و الآلية المستخدمة تسمى التسعيرة حسب السوق ، آلية التسعيرة حسب السوق تعد ميزة مهمة تميز العقود المستقبلية عن الآجلة لمشاهدة آلية العمل (1) .

التعريف الثاني: " هو إتفاق بين مستثمر و مؤسسة تقاص لشراء أو بيع لأصل معين في وقت لاحق و سعر محدد سلفاً إلا أن عملية تسليم الأصل من قبل البائع و دفع الثمن من قبل المشتري لا تتم إلا في التاريخ المحدد في الإتفاقية (2) .

من خلال ما سابق نستنتج أن العقود المستقبلية هي عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة ما ، بسعر متفق عليه في تاريخ التعاقد ، أما التسليم فيتم في تاريخ مستقبلي محدد .

2- **عملاء سوق العقود المستقبلية :** يوجد نوعين لعملاء سوق العقود المستقبلية هما المتحوظون و المضاربون :

1-2- **المتحوظون :** إن الهدف الرئيسي لسوق العقود المستقبلية هو ضمان آلية كفاءة و فعالة لإدارة مخاطر تقلبات الأسعار. فعقود الشراء و البيع المستقبلية تحدد مستوى أسعار الأصول المتعامل بها الآن و يكون تسليمها و استلامها في وقت لاحق ، و هذا يتيح للأفراد و الشركات تحديد و تأمين مستوى الكلفة لديهم بغض النظر عن تقلبات الأسعار .

فإذا كان على أحد الأطراف أو الشركات تسديد مبلغ مليون يورو تستحق الدفع بعد ستة أشهر و رغب هؤلاء بتثبيت كلفة اليورو من الآن تخوفاً من ارتفاع سعر اليورو خلال الفترة المذكورة بإمكانهم شراء عقود يورو مجموع قيمتها مليون يورو تستحق بعد ستة أشهر ، فإذا ارتفع سعر اليورو و كما كان متوقفاً سوف يغطي ربح العقود الكلفة الإضافية أما إذا ما انخفض سعر اليورو فسوف تعادل خسارة العقود المستقبلية الإنخفاض الناتج في الكلفة أي أن الكلفة تبقى ثابتة في جميع الأحوال .

و تظهر الحاجة إلى التحوط في جميع أنواع التجارة و الأعمال فالمقترض الكبير بحاجة لحماية نفسه من ارتفاع أسعار الفائدة ، و المستثمر أو المقرض بحاجة لحماية نفسه من انخفاض أسعار الفائدة و أسعار الأسهم .

(1) دريد كامل آل شبيب ، إدارة المحافظ الإستثمارية ، الطبعة الأولى ، دار الميسرة عمان 2010 - ص 110 .
(2) زياد رمضان محفوظ جودة ، الإتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك ، الطبعة الأولى ، دار وائل ، الأردن 2006 ص 287 .

و باتخاذ قرار التحوط يتنازل المتحوط مسبقا عن إمكانية إستفادته من حركة الأسعار المريرة له فهو يستطيع أن يحمي كلفته و هامش ربحه فقط و بهذه الحالة لا يتحمل أي مخاطر غير عادية (1) .

2-2- المضاربون : أما المستثمرون المضاربون فيسعون إلى حمل المخاطر التي يرغب المتحوطون تلافيها فلا يهتمهم إستلام و تسليم الأصول المتعاقد عليها و ينصب جل إهتمامهم على الإستفادة من تقلبات الأسعار خلال أقصر فترة ممكنة فيعملون على شراء الأصول المتوقع ارتفاع أسعارها و بيع تلك المتوقع أن تنخفض أسعارها ، و بالنظر لكون العقود المستقبلية بطبيعتها تتميز بدرجة عالية جدا من الرفع المالي حيث قد تتجاوز نسبة الواقع أكثر من 50 ضعف رأس مال المستثمر به في بعض الأحيان و الحالات فإنه يترتب على ذلك ارتفاع حاد في العلاقة بين العائد و المخاطر إذ قد يحقق مستثمر عائد قد يصل إلى 100% من قيمة رأس ماله المستثمر في أقل من أسبوع إذا ما إتجهت الأسعار في اتجاه توقعاته و هذا يجعل من العقود المستقبلية لأغراض المضاربة أداة إستثمار شديدة المخاطرة لا يقربها إلا من لديه نزعة للمخاطرة أو من يستطيع الحصول على كم إضافي من المعلومات عن طريق التحليل و المتابعة المستمرة للسوق ، و هم المعروفون بالخبراء و مدراء الإستثمار و مستشاري الإستثمار في العقود المستقبلية (2) .

3- المضاربة في العقود المستقبلية : إن من أهم وظائف العقود المستقبلية تحويل المخاطر من أطراف لا ترغب في تحمل مخاطر عالية إلى أطراف قد ترغب في تحمل هذه المخاطر أملا في تحقيق أرباح عالية فيما لو سارت الأمور على ما يرام و إتجهت الأسعار بشكل مواتي ، و يوجد أنواع للمضاربيين و هم : (3)

3-1- مضاربوا الأرباح الصغيرة : وهم المضاربون الذين يشترون في أوقات قصيرة جدا بهدف الإستفادة من تدديبات الأسعار في السوق ، فالمضارب يشتري عقد مستقبلي و بعد لحظات قد يبيع عقد مستقبلي آخر.

3-2 - المضاربون اليوميون : هؤلاء المضاربون بعيدو النظر مقارنة بمضاربي الأرباح الصغيرة حيث يحتفظوا بالعقود لفترة أطول ، لكن هذه الفترة لا تتعدى يوم واحد عادة .

3-3 - مضاربوا المراكز : هؤلاء المضاربون يحتفظون بمراكز قد تستمر لعدة أيام أو أسابيع أو ربما أكثر من ذلك ، و هناك عدة أصناف من هذا النوع من المضاربيين فمنهم من يبيع أو يشتري عقود مستقبلية تستحق كلها في يوم واحد حيث يكون مستوى المخاطرة عالي جدا و منهم من يقوم بتوزيع

(1) - ماهر كنج شكري ، مروان عوض ، المالية الدولية و المشتقات المالية بين النظرية و التطبيق ، الطبعة الأولى ، عمان ، دار الحامد 2004 ، ص ، ص ، 313 - 314 .

(2) - ، المرجع نفسه ، ص ، 314 - 315 .

(3) - حسني على خربوش و آخرون ، الأسواق المالية (بورصة الأسهم و السندات المالية) ، الطبعة الأولى دار زهرة ، عمان 2010 ، ص 179 - 181 .

المخاطرة بين عدة تواريخ إستحقاق أو بين عدة أنواع من السلع أو الأوراق المالية ، و مهما يكن نوع المضارب في أسواق العقود المستقبلية إلا أنه يجب أن يعترف له بالدور المميز في زيادة سيولة السوق بالإضافة إلى دوره في تحمل المخاطر في هذا المجال .

4- خصائص عقود المستقبليات :

تتسم عقود المستقبليات بخصائص عديدة نذكر منها :⁽¹⁾

- إن لعقود المستقبليات طرفين يقبل أحدهما بموقع المشتري أو المستلم للأصل الإستثماري و الآخر بموقع البائع أو المسلم للأصل الإستثماري و بالتالي فإن ما يكسبه الطرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني في الموقع المعاكس .

- إن طرفي هذه العقود غالبا ما لا يعرف أحدهما الآخر و بالتالي لا يدخل هذان الطرفان التبادل مع بعضيهما البعض مباشرة ، و لكن من خلال بيوت التصفية التي تعمل كمشتريّة أو كبائعة دون أن تتنافس أي من المشتريين أو الباعين ، و هي تمارس وظائفها الأساسية في توازن الحسابات و دفع الأرباح و تجميع المدفوعات و تحقيق الإستقرار و تجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين و ضمان إنجاز العقود بكفاءة .

- إن عقود المستقبليات عقود معيارية تنظم حسب أنماط محددة و يفترض منظموها مخاطر الفشل المتوقعة مسبقا ، و يمكن للمالك الأصلي للسلعة أو الأداة تعديل هذه العقود أو إلغائها بسهولة و قبل وقت التسليم ، و قد تبين في إحدى الدراسات أن أقل من (2 %) من العقود المذكورة تستمر حتى وقت التسليم دون تعديل أو إلغاء .

و يمكن إضافة بعض الخصائص لهذه العقود نذكر منها :⁽²⁾

- فيما يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقا في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد و بذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلبات الأسعار و تغييرها إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ و الذي قد يكون مرتفعا .

- لضمان تنفيذ الإلتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري و البائع) يلزم كل منها عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشا معيناً تتراوح عادة قيمته بين 5 % إلى 15 % من القيمة الإجمالية للعقد و لا يتم إسترداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد ، و يقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد

(1) - هوشيار معروف ، الاستثمارات و الأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، دار صفاء ، عمان 2003 ، ص 153

(2) - أحمد صلاح عطية مشاكل المراجعة في أسواق المال ، دار الجامعة ، 2003 ، ص 234 .

5- الفرق بين العقود المستقبلية و العقود الآجلة :

تتشابه عقود المستقبلية مع العقود الآجلة في أنهما تهتمان بتعاملات تنفذ في وقت مستقبلي و تتضمنان تحديد كل من الأصل المنفق عليه و سعره و كميته و وقت تسليمه غير أن هناك أوجه كثيرة للإختلاف بينهما تتضح فيما يلي :⁽¹⁾

5-1- من حيث نوع العقد :

- العقود الآجلة هي عقود شخصية يتم التوصل إليها من التفاوض بين أطراف التعاقد و نادرا ما يتم تداول العقود الآجلة في البورصة.
- العقود المستقبلية هي عقود منظمة من قبل البورصة .

5-2- من حيث ضمانات تنفيذ العقد :

- العقود الآجلة نوايا الأطراف المتعاقدة و الملاءة التي يتمتعون بها هي التي تمثل الضمان بالنسبة إلى تنفيذ العقود الآجلة .
- العقود المستقبلية غرفة المقاصة في البورصة هي الضمان لتنفيذ العقد .

5-3- من حيث العيوب :

- التعامل في العقود الآجلة يؤدي إلى التعرض لمخاطر الائتمان لأنها تعتمد بشكل أساسي على الملاءة و التي هي نسبة الديون إلى حقوق الملكية فإذا كبرت هذه النسبة فإن هذا يؤدي إلى وجود خطر مالي (خطر الائتمان) .
- العقود المستقبلية هي عقود نمطية لا يمكن تطويعها لرغبات المتعاقدين .

5-4- إنهاء العقد :⁽²⁾

- العقود الآجلة غير ممكن إنهاؤها إلا من خلال الطرف المقابل .
- العقود المستقبلية ممكن إنهاؤها بشراء أو بيع عقد مقابل في نفس موعد الاستحقاق .

⁽¹⁾ http : // w w w . asca – sy . com / files / 69 pdf date 05/04/2011 heure 17 : 15

⁽²⁾ - ماهر كنج شكري ، مروان عوض، مرجع سابق، ص 327 .

المطلب الثاني : عقود الخيارات و عقود المبادلات :

أولاً : عقود الخيارات : لقد بدأ التعامل بعقود الخيارات في الولايات المتحدة الأمريكية في أوائل السبعينات ، و كانت بدايات عقود الخيارات عقود مباشرة بين طرفي التعاقد أما الآن فقد أصبحت عقود الخيارات أكثر تنظيماً .

1- تعريف عقود الخيارات : يمكن إعطاء التعاريف التالية لها :

التعريف الأول: " هي عبارة عن إتفاقية تتم اليوم و لكن لا تشكل إلزام على مالك الخيار ، و التي تسمح بشراء أو بيع خيار طلب مباشر محدد لأوراق مالية " (1) .

التعريف الثاني : " الخيار هو عقد يخول حامله شراء أو بيع أصل معين (ورقة مالية) بسعر محدد وقت الإتفاق و يتم التسليم في وقت محدد في المستقبل ، و هذا العقد يتم بين الذي يريد شراء أو بيع الورقة المالية و الطرف البائع لهذا الخيار و لهذا يتقاضى البائع علاوة (كلفة) عند إبرام العقد (2) . من هذه التعاريف نجد أنها إتفاق بين طرفين بائع الخيار و مشتري الخيار يحق لحامله شراء أو بيع أصل معين ، بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، و يتقاضى البائع علاوة عند إبرام العقد .

2- مفهوم التعامل بحقوق الخيار : يعرف حق الإختيار بأنه إتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية (و ربما العملات أو السلع أو المؤشرات ... الخ) من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدماً . على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال المدة التي تنقضي بين تاريخ إبرام العقد و تاريخ الإنهاء أو أن التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد . (3)

3- أنواع عقود الخيار : يوجد لعقود الخيارات عدة تصنيفات أهمها :**3 - 1 - التصنيف على أساس نوع الصفقة : تصنف إلى :**

- **خيار الشراء :** يعطي لصاحبه الحق في الشراء ، و ليس الإلتزام بالشراء إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه و بالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد فإن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقاً للسعر المحدد السابق للإتفاق عليه إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة ، و على العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق في أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق للإتفاق عليه . (4)

- **خيار البيع :** يكون العقد خيار بيع إذا ما أعطى للطرف الأول أي المشتري الحق في أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني أي محرر الخيار أصلاً معنياً بكمية و سعر معين و في تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الإتفاق و ذلك حصول المحرر من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد .

(1) - خالد وهيب الراوي ، إدارة المخاطر الطبعة الأولى ، دار الميسرة ، عمان ، 2009 ص 75 .

(2) - موسى سعيد مطر و آخرون ، التمويل الدولي ، الطبعة الأولى ، دار صفاء ، عمان ، 2008، ص 111 .

(3) - محمد صالح الحناوي و آخرون ، الإستثمار في الأسهم و السندات ،الدار الجامعة ، الإسكندرية 2003 ، 2004 ، ص 245 .

(4) - حسن عطا غنيم ، المشتقات المالية ملتقى حول تنظيم و إدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ مصر ، مارس 2005 ، المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، ص 55 - 56 .

و بهذا المفهوم يصبح محرر خيار البيع ملزماً هنا بأن يشتري من مشتري الخيار الأصل محل العقد و وفق الشروط التي يتضمنها و ذلك ما إذا رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد .⁽¹⁾

3-2- التصنيف حسب تنفيذ العقد : تقسم حسب هذا التصنيف إلى :

- عقود الخيار الأمريكي : هي عقود يسمح فيها لمشتري العقد بأن يمارس حقه في الخيار و ذلك بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد .

- عقود الخيار الأوروبي : هي عقود يكون فيها لمشتري العقد الحق في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ إنتهاء صلاحية العقد .

3-3- التصنيف حسب ملكية الأوراق المالية : و يمكن تقسيمها إلى :⁽²⁾

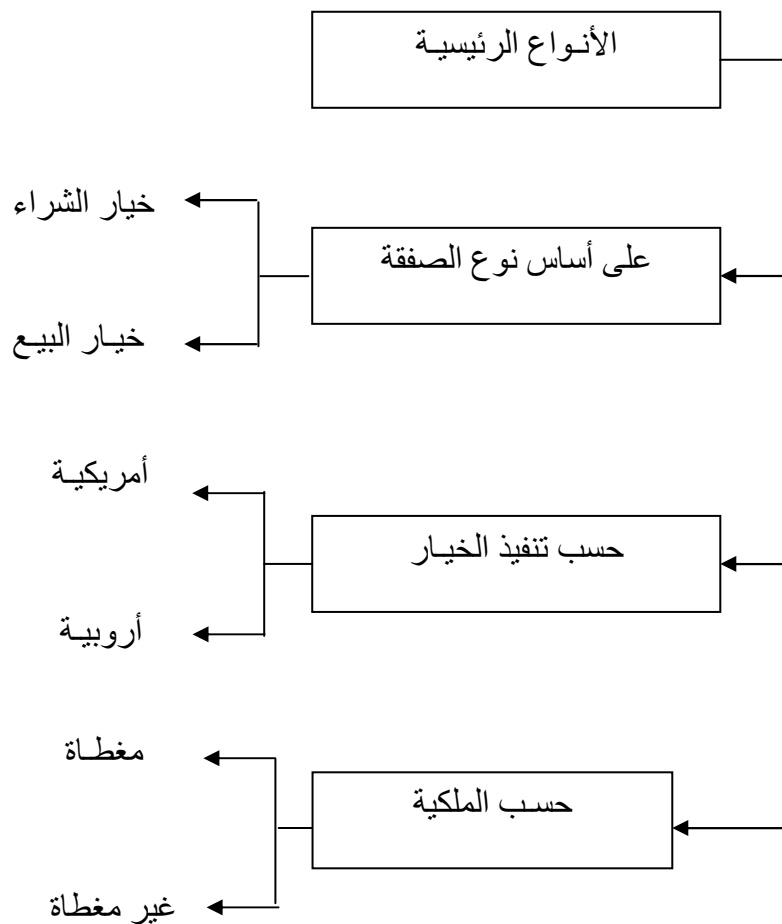
- الخيار المغطى : هو خيار (شراء أو بيع أو هما معا) يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها .

- الخيار غير المغطى : هو خيار (شراء أو بيع أو هما معا) لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها .

⁽¹⁾ - توفيق عبد الرحيم يوسف حسن ، الإدارة المالية الدولية و التعامل بالعملات الأجنبية ، الطبعة الأولى ، دار صفاء ، عمان 2010 ص

⁽²⁾ [http : // w w w . world – acc . net / vb / showthread . P h p ? t = 10 35](http://www.world-acc.net/vb/showthread.Php?t=1035)

الشكل رقم (01) يوضح أنواع الخيار



4- مميزات عقود الخيار : تتميز هذه العقود بما يلي :

- أنها مبنية على أسعار تثبت آنيا على أساس التسليم (التنفيذ) مستقبلا .
 - أنها تعطي أحد الطرفين المتعاملين خيار الإلتزام بالعقد الموقع ليكون الطرف الآخر هو الملزم بالتنفيذ (1) .
 - تحقيق العوائد من فروقات الأسعار عند تقلبها في فترات قصيرة .
 - التحوط من تقلبات السوق و بالتالي تستخدم الخيارات لتجاوز أو لتخفيف مخاطر السوق .
- و مما يضمن هذا الهدف إستمرار أسعار الخيارات محددة و عندها يتم البيع و الشراء و تقوم مؤسسات متخصصة في الأسواق المالية بدور صمام الأمان للعقود المعنية في الولايات المتحدة الأمريكية التي تضم أهم أسواق الخيارات العالمية ، و هناك مؤسسة تصفية الخيارات التي تتوسط في إنجاز مهمات السوق الثانوية لخيارات الشراء و البيع حيث يقوم ممثلوا المستثمرين و البائعين بعد التفاوض مع السماسرة بالتعامل المباشر مع مؤسسة تصفية الخيارات لاستلام أو تسليم حصص الأسهم و لإنجاز النشاطات الأخرى المتعلقة بتنفيذ العقود المنفق عليها (2) .

5- العوامل المؤثرة في أسعار عقود الخيار : تتوقف أسعار عقود الخيار على قيمة العلاوة التي تفرض

من قبل البائع على المشتري و من أهم العوامل التي تؤثر على حجم هذه العلاوة ما يلي : (3)

5-1- مدة العقد : يعتمد حجم العلاوة (علاوة حق الخيار) على مدة سريان العقد فتميل العلاوة للزيادة كلما طالت المدة و للنقصان كلما قصرت .

5-2- توزيع الأرباح : بعد إجراء توزيع للأرباح في نهاية العام ، فإن القيم السوقية للاختيار لا بد

أن تتخفف في حالة إختيار الشراء و ذلك بسبب انخفاض القيمة السوقية للسهم نفسه ، فانخفاض القيمة السوقية للسهم يؤدي إلى انخفاض احتمالات تنفيذ عقود الخيار في هذا المجال .

5-3- سعر التنفيذ لشراء أو بيع السهم : إن العلاقة بين سعر البيع و سعر السهم الجاري تأثير مباشر

على علاوة حق الخيار التي يطلبها مشتري حق خيار الشراء فلو فرضنا السعر الجاري للسهم 10 دينار ، فإن خيار الشراء إذا كان بسعر تنفيذ 9 دينار تكون قيمته السوقية بلا شك أعلى من خيار شراء بسعر تنفيذ 12 دينار ، فإذا كان سعر التنفيذ مرتفعا أكثر من القيمة السوقية للسهم فإن معنى ذلك أن القيمة السوقية للاختيار تكون منخفضة (4) .

5-4- السعر المتوقع للسهم : إن لتوقعات ارتفاع أو انخفاض سعر السهم في المستقبل لها أثر كبير

على تحديد القيمة السوقية للخيار ، فلو كانت هذه التوقعات تشير إلى ارتفاع سعر سهم ما في

(1) - مصطفى كمال طه ، شريف مصطفى كمال طه ، بورصة الأوراق المالية ، الطبعة الأولى ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2009 ص 44 .

(2) - هو شيان معروف ، مرجع سابق ، ص ص 160 - 161 .

(3) - حسني علي خربوش و آخرون ، مرجع سابق ، ص ص 174 - 175 .

(4) - المرجع نفسه ، ص 174 .

المستقبل فإن سعر خيار الشراء سوف يتجه إلى الصعود بينما يتجه سعر خيار البيع إلى الإنخفاض (1) .

5-5- القيمة العادلة : حيث يتأثر حجم العلاوة بالعلاقة بين السعر المنوي تثبيته في العقد و السعر السوقي للعقد أو السعر المتداول له فإذا كان السعر المنوي تثبيته أقل من السعر المتداول في السوق مال حجم العلاوة للارتفاع ، أما إذا كان السعر المنوي تثبيته أكبر من السعر المتداول في السوق مال حجم العلاوة للإنخفاض (2) .

5-6- أسعار الفوائد : بما أن عمليات حقوق الخيار هي عمليات آجلة فإن تحديد أسعار العملات و الأسهم و التي تشملها هذه العقود تتأثر بأسعار الفوائد على هذه العملات و الأسهم و كما يبين سابقا فإن تحديد أسعار هذه العملات و الأسهم له علاقة في تحديد حجم العلاوة (3) .

5-7- العرض و الطلب : كما هو الحال في كل الأسواق فإن أسعار هذه العقود تتأثر باقتصاديات العرض و الطلب فتتخفف إذا زاد العرض على الطلب و ترتفع إذا زاد الطلب على العرض (4) .

6- الفرق بين العقود المستقبلية و عقود الخيارات : رغم أن جميعها تندرج ضمن عقود المشتقات إلا أن هناك اختلافات عديدة نذكر منها : (5) .

ينصب العقد المستقبلي على صفقة شراء أو بيع فعلية بين طرفان و لكنها مؤجلة ، أما عقد الخيار فينصب على (حق) شراء أو بيع أصل معين بشروط معينة و على هذا فالأول ملزم لطرفيه بالتنفيذ على عكس عقد الخيار .

في العقد المستقبلي يدفع كل من طرفي العقد للوسيط (بيت التسوية) هامشا ماليا معيناً نسبة معينة من القيمة الإجمالية للعقد و ذلك لتأمين الوفاء بالتزامات الطرفين و يدخل في التسوية عند إنتهاء أجل العقد أما في عقد الخيار فإن العلاوة أو المكافأة التي يدفعها مشتري حق الخيار للمحرر عند التعاقد تعتبر بمثابة ثمن أو مقابل عقد الخيار و لا تسترد .

في عقود الخيار تقتصر خسارة المشتري على قيمة المكافأة المدفوعة بينما في العقود المستقبلية قد تمتد الخسارة لتشمل القيمة الكلية أو الإجمالية للعقد .

-بيت التسوية (غرفة المقاصة) : هي عبارة عن هيئة منفصلة عن كل بورصة و لكن مرتبطة بها و تلعب دوراً هاماً في كل معاملة عمليات آجلة ، و لأن كل العمليات الآجلة يتم تصنيفها بواسطة بيت التسوية ففي كل يوم عمل فإنه يجب أن يكون أعضاء البورصة إما أعضاء في بيت التسوية أو يدفعوا

(1) - حسني علي خربوش ، المرجع السابق ، ص 175 .

(2) - توفيق عبد الرحيم يوسف حسن ، مرجع سابق ، ص 191 .

(3) - المرجع نفسه ، ص 191 .

(4) - توفيق عبد الرحيم يوسف حسن ، المرجع السابق ، ص 192 .

(5) - عبد الحميد محمود البعلي ، الديوان الميري الكويت ، ديسمبر 1999 ، ص 31 .

لأحد الأعضاء مقابل هذه الخدمة ، و تتطلب عضوية هذا البيت الإضطلاع على مهام و مسؤوليات أكبر من عضوية البورصة (1) .

ثانيا : عقود المبادلات : يمكن إرجاع نشأة عقود المبادلات إلى عام 1970 عندما طور التجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية .

1- تعريف عقود المبادلات : و يمكن تعريفها كما يلي :

التعريف الأول : " تعرف المبادلات بأنها التزام تعاقدي بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين في التدفق النقدي (أو أصل معين) يمتلكه أحد الطرفين مقابل تدفق نقدي أو أصل يمتلكه الطرف الآخر بالسعر الحالي و بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد ، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق " (2) .

التعريف الثاني : " تدعى عقود المبادلة أيضا بالمقايضات و هي التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد " (3) .

2- أنواع عقود المبادلات : إن عقود المبادلة تضم الأقسام التالية .

2-1- مبادلات أسعار الفائدة : في هذه العقود فإن أحد الأطراف الداخلة في المبادلة يوافق على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة و في نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة (أو المتغيرة) ، و في المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة على إستلام سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة مقابل دفع سلسلة من معدلات الفائدة العائمة (المتغيرة) (4) .

2-2- مبادلات الإحلال : و هي ترتبط بتوقعات العوائد المتولدة خلال فترات قصيرة الأجل بالمخاطر المترتبة على تحقيق هذه التوقعات ، و تعمل المبادلات المعنية على توزيع الإختلالات (قصيرة الأجل) على الأصول ذات التعويض أو الإحلال الكامل لبعضها البعض من حيث النوعية و فترة التسديد باستثناء سعر السند الذي يحصل عليه أحد الطرفين بأقل من قيمته الاسمية و ذلك كأسلوب لتجاوز الإختلالات المذكورة . و هنا تعتمد مكاسب رأس المال على التحول نحو سند بعائد أكبر من خلال الإستفادة من بعض الإستثناءات المؤقتة في السوق بالنسبة للعائد الموزع بين أصول متعادلة (من حيث النوعية و فترة التسديد) (5) .

2-3- مبادلات الضرائب : إن هذه المبادلات تمارس لغرض تقليل بعض الإلتزامات الضريبية المترتبة على عوائد رأسمالية متحققة من الإستثمار في أصول معينة و خاصة السندات ، حيث تبين بأن أفضل

(1) - طارق عبد العال حماد ، مرجع سابق ، ص 132 .

(2) مجلة الدراسات المالية و المصرفية ، المشتقات هي الدواء الشافي المعاصر و جهة النظر الدولية ، المجلد الثاني ، العدد الأول ، سنة 1994 ص

16 .

(3) هاشم فوزي دباس العبادي ، مرجع سابق ص 86 .

(4) - http : islamfin .go.forum.net/t 52 topic date 06/04/2011 heure 13 :23

(5) - هو شيار معروف ، المرجع السابق ، ص 172 .

طريقة لتخفيف العبء الضريبي على هذه العوائد هو تبادل السندات المعنية بسندات مقارنة طويلة الأجل تعاني من خسائر معادلة في رأسمالها (1) .

2-4- تبادل السلع : حيث يقوم طرف بتبديل كمية من سلعة ما مثل الذهب بسعر ثابت مع الطرف الآخر الذي يتعهد بدفع سعر السوق المتقلب .

2-5- عمليات تبادل حقوق الملكية : حيث يقوم الطرف الأول بدفع العائد على مؤشر سوق محدد مثل $p = 500\$$ مقابل قيام الطرف الثاني بدفع العائد على مؤشر سوق آخر مثل العائد على سندات الخزينة الأمريكية و تسهل هذه العمليات لمدراء المحافظ تنويع مخاطر محافظهم دون الإضرار لبيع مكوناتها من أسهم سوق معينة .

2-6- تبادل العملات : يتكون مبادلة عملة بعملة أخرى فعلى سبيل المثال يقوم متداول العملات في البنك ببيع دولار آني مقابل يورو وإعادة شرائه بعد أسبوع بسعر الدولار الآجل لمدة أسبوع و ذلك لتغطية إحتياجاته لليورو لمدة أسبوع بدلا من إقتراضه مباشرة من السوق (2)

3- الأغراض التي تقف وراء قيام البنوك بعمليات التبادل : هناك أغراض مختلفة تدفع بالبنوك للقيام بعمليات التبادل و أهم هذه الأغراض هي :

3-1- تحويل العملة من عملة إلى أخرى : من خلال عمليات التبادل يستطيع تحويل عملة إلى عملة أخرى بشكل مؤقت و بدون إحتفاظ بأي وضع من العملات الأجنبية المتعامل بها و تقوم البنوك بذلك لتغطية أوضاعها و لمواجهة إلتزاماتها المختلفة و خاصة فيما يتعلق بتأمين السيولة اللازمة من هذه العملات .

3-2- تعتبر كجزء من عمليات الإستثمار و إدارة الأموال : بهدف الحصول على الأرباح و تحقيق إدارة أفضل للموجودات (3) .

3-3- تخطيط السيولة اللازمة للجهاز المصرفي : يمكن أن نستعمل عمليات التبادل بواسطة السلع النقدية و المالية في ظروف معينة لتوفير السيولة المناسبة المحلية للجهاز المصرفي بحيث تقوم البنوك المركزية بتوفير السيولة عن طريق شراء عملة أجنبية _ بيع عملة محلية آنيا و بيع عملة أجنبية _ شراء عملة محلية على أساس التسليم آجلا في نفس الوقت و في المقابل قد تقوم بسحب السيولة الفائضة من الجهاز المصرفي بشكل مؤقت و يكون ذلك عن طريق بيع عملة أجنبية مقابل شراء عملة محلية آنيا و شراء عملة أجنبية - بيع عملة محلية آجلا في نفس الوقت .

(1) - هوشيار معروف ، المرجع سابق ، ص 172 .

(2) - ماهر كنج شكري ، مروان عوض ، مرجع سابق ص ص 53 ، 54 .

(3) - موسى سعيد مطر و آخرون ، المرجع السابق ، ص 131 .

3-4- لخلق وضع آجل مقابل وضع آجل : و ذلك كبيع إسترليني / دولار تسليم آجل (3) أشهر و شراء إسترليني مقابل دولار تسليم آجل 45 يوم و ذلك لتوقع تغيير اتجاه فرق العملة لصالح المتعامل و لإغلاق الفجوة (1) .

4- مقارنة بين عقود المبادلات و عقود المستقبليات : من خلال مقارنة عقود المبادلات مع عقود المستقبليات نجد : (2)

- إن سوق المبادلات أقل تعقيدا من سوق المستقبليات و بالتالي فإن إتفاقياتها لا تستلزم متابعة يومية كما هو الحال مع إتفاقيات المستقبليات .
- إن المبادلات تمارس عادة بمرونة عالية أثناء التفاوض على كل المبلغ الأصلي و فترة التسديد في المقابل تتسم عقود المستقبليات بتحوط أسهل و أقل تكلفة مقارنة بعقود المبادلات .
- إن فترات التسديد في عقود المبادلات تمتد من بضعة أسابيع إلى ثلاثين عاما بينما في عقود المستقبليات نضيف عادة سنة و نصف و سنتين .
- إن تكاليف المبادلات عبارة عن رسوم السماسرة (أو المتاجرين) بينما في المقابل تتركز تكاليف المستقبليات في الهامش و العملات .
- إن المبلغ الأساسي في عقود المبادلات يحدد غالبا بمليون دولار و أكثر بينما يجري الإتفاق على هذا المبلغ في عقود المستقبليات بقيم نمطية.

(1) - توفيق عبد الرحيم يوسف حسن ، مرجع سابق ص 200 .

(2) - هوشيار معروف مرجع سابق ، ص 177 .

خلاصة:

شهدت صناعة المشتقات المالية خلال السنوات الماضية نموا كبيرا و متتاليا سواء على صعيد تجارة هذه الأدوات الجديدة أو على صعيد تنوع هذه الأدوات بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية و السلع و غيرها من الموجودات الأخرى ، و كذلك على صعيد توسع قاعدة المشاركين في أسواقها هذه الموجودات الأخرى ، و كذلك على صعيد توسع قاعدة المشاركين في أسواقها . هذه المشتقات التي تتميز بخصائص على غيرها من الأوراق المالية إلا أنه و بالرغم من الأهمية البالغة لها في تغطية المخاطر و بسبب إنعدام الرقابة على المتعاملين بها و كذلك بسبب الطمع و الشجع للمضاربين إنقلبت الموازيين و أصبحت هذه المشتقات بدلا من تقليل هذه المخاطر زادات أكثر تفاقما و هذا ما أدى إلى ظهور أزمة مالية تدعى باسم أزمة الرهن العقاري .

تمهيد :

عرف العالم في بداية عام 2007 أزمة مالية بدأت في أكبر دولة في العالم و هي الولايات المتحدة الأمريكية و التي إعتبرها الإقتصاديون من أكبر الأزمات على الإطلاق بعد أزمة الكساد 1929 هذه الأزمة التي عرفت بأزمة الرهن العقاري و ذلك نسبة للقطاع الذي نشأت منه و هو العقار فقد نشأت هذه الأزمة بسبب القروض العقارية التي منحها البنوك و المؤسسات المالية للأمريكيين من أجل شراء العقارات على اختلاف أنواعها ، هذه القروض التي تتميز بالمخاطر العالية لعدم وجود تدفقات نقدية متوقعة للمفترضين ، غير أن البنوك قامت برفع أسعار الفائدة من أجل زيادة العائد لتغطية المخاطر الناجمة عن هذه القروض هذا ما جعل المقترضون يعجزون عن دفع أقساط القرض في مواعيد استحقاقها فاضطروا إلى عرض عقاراتهم إلى البيع و بدأت تنخفض أسعار العقارات بسبب ارتفاع العرض مقارنة مع الطلب و بدأت تحدث الأزمة في هذه العقارات لتنتقل إلى إفلاس البنوك و المؤسسات المالية ، وهذه الأزمة سرعان ما إنتقلت إلى دول العالم .

و سنحاول في هذا الفصل التعرض إلى أزمة الرهن العقاري حيث سنتطرق في البداية إلى نشأة الأزمة ، و سنقدم بعض المفاهيم العامة حول الأزمة و مراحلها ، و الخصائص التي تميز هذه الأزمة عن غيرها من الأزمات كما سنتطرق إلى أسباب هذه الأزمة ، و سنحاول إبراز بعض الآثار المترتبة عن الأزمة و في الأخير سنتطرق إلى دور المشتقات المالية في إحداث الأزمة و كيفية معالجتها .

المبحث الأول : دراسة عامة حول أزمة الرهن العقاري :

المطلب الأول : نشأة و تعريف أزمة الرهن العقاري :

أولاً : نشأة أزمة الرهن العقاري (1) :

بدأت أزمة الرهن العقاري في بداية عام 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية حين قامت البنوك و المؤسسات المالية بمنح قروض عقارية بشكل كبير ، بهدف تمويل حاجة المقترضين لشراء عقارات على إختلاف أنواعها و يتميز هذا النوع من القروض بالمخاطرة العالية لعدم وجود تدفقات نقدية متوقعة سواء للمقترض أو المشرع الممول، يمكن للبنك الإعتماد عليها كمصدر لسداد القرض ، لهذا السبب قامت البنوك برفع سعر الفائدة على هذا النوع من القروض ، من أجل تحقيق أعلى عائد ممكن من القرض و ذلك من أجل تغطية جزء من المخاطر التي تتدرج تحت هذا النوع من القروض .

و مع مرور الوقت و كنتيجة لإستحقاق سداد هذه القروض ، بدأ المقترضون في مواجهة مشكلة عدم القدرة على السداد بسبب ارتفاع قيمة إلتزاماتهم للبنوك ، و يعود سبب ارتفاع هذه الإلتزامات إلى سعر الفائدة المرتفع بشكل رئيسي ، مما دفع جزء كبير منهم إلى عرض عقاراتهم للبيع من أجل سداد ديونهم و خلال هذه الفترة ارتفعت نسبة العقارات المعروضة للبيع إلى حدود غير مسبوقة ، و كنتيجة طبيعية للعرض الزائد دون زيادة مقابلة في الطلب بدأت أسعار العقار بالإنخفاض .

إن الدور الأساسي و التقليدي لأي بنك هو قبول الودائع و منح القروض حيث يقوم البنك باستقطاب الأموال من الجهات التي لديها فائض و توجيهها للأطراف التي لديها عجز لهذا فإن المصدر الرئيسي لأموال البنك هي ودائع الأطراف التي لديها فائض و التي تحصل على عائد مقابل إيداع أموالها في البنك و الإستخدام الرئيسي لهذه الأموال هو القروض و قد أدى هذا إلى :

- بداية أزمة الرهن العقاري واجهت البنوك مشكلة سيولة بسبب عجز المقترضين عن سداد ديونهم و التي هي بالأساس أموال مودعين .
- إقبال المودعين على سحب ودائعهم لضمان إسترداد أموالهم مما عمق مشكلة السيولة لدى البنك و أدى إلى إنهيار بعضها مثل بنك (ليبرمان برذرز) و الذي يعد رابع أكبر بنك إستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية و الذي يبلغ من العمر 150 عام و هذه كانت بداية رمزية خطيرة للأزمة ، لأن هذه المؤسسة العريقة كانت من الشركات القليلة التي نجت من الكساد الكبير في عام 1929 و تعتبر من أقدم المؤسسات المالية الأمريكية التي تأسست في القرن التاسع عشر .

(1) - حبشي فتيحة ، الأزمة المالية الحالية و انعكاساتها على الاقتصاد العالمي ، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي و بديل البنوك الإسلامية ، قسنطينة ، ص ، ص 3 - 4 .

- باعت البنوك جزء من ديونها على شكل سندات إلى مؤسسات إستثمارية و مستثمرين مما ساهم في زيادة عدد المتضررين من هذه الأزمة سواء على مستوى الشركات أو الأفراد .
- إن انخفاض قيمة العقارات التي قامت البنوك بتمويلها زاد من حجم المشكلة حيث أن قيمة العقار أصبحت أقل من قيمة القرض الممنوح.
- إن هذه الظروف مجتمعة ساهمت بشكل كبير بتخفيض مقدرة البنوك على الإقراض ، مما أدى إلى انخفاض كبير في مستوى الإنفاق الإستهلاكي و الإستثماري مما زاد من إحتمالية حدوث كساد إن لم يتم معالجة الأمر سريعا .

ثانيا : تعريف أزمة الرهن العقاري : يوجد عدة تعاريف للأزمة نذكر منها :

التعريف الأول : هي أزمة مالية خطيرة ظهرت على السطح فجأة ، فجرها في البداية تهافت البنوك على منح قروض عالية المخاطر و بدأت الأزمة تكبر ككرة الثلج لتصل إلى تهديد قطاع العقارات في الولايات المتحدة ، ثم البنوك و الأسواق المالية العالمية لتشكل تهديد إلى الاقتصاد المالي العالمي (1) .

التعريف الثاني : هي أزمة مالية حالية سببها ارتفاع مفاجيء في أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية مما شكل عواقب بالغة الضرر في البنوك و الأسواق المالية و العالمية و التي تمتد بجذورها إلى نهايات القرن العشرين ، بدأت في الظهور في 2007 مبينة نقاط الضعف في الصناعة المالية و النظام المالي العالمي (2) .

التعريف الثالث : يمكن تعريفها على أنها أزمة إقتصادية ولدت أزمة سيولة في أسواق المال العالمية و النظام البنكي لعدم تقييم المخاطر الحقيقية في سوق القروض العقارية من الدرجة الثانية بالشكل المطلوب و الإستهانة بانعكاساتها تسبب في إحداث إنهيارات متوالية في أماكن مختلفة و التي أثرت على الإقتصاد العلمي ككل (3) .

- و من خلال التعاريف السابقة نستنتج أنها : أزمة مالية خطيرة ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية بدأت في قطاع الرهن العقاري و ذلك من خلال التوسع في منح القروض العقارية و سرعان ما إنتشرت إلى دول العالم لتصبح أزمة عالمية .

(1) علي حناشي ، تحليل ظاهرة الأزمة المالية الحالية أسبابها و تداعياتها ، بحوث و أوراق عمل الملتقى الاقتصادي الدولي الأول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية ، منشورات كلية الآداب و العلوم الإنسانية ماي 2009 جامعة الأمير عبد القادر . العلوم الإسلامية قسنطينة . ص 301 .

(2) <http://WWW.Sandiforum-us/vb/t55219.html> date 11-4-2011/ heure 14 :54

(3) <http://isegs.com/form/showthread.php?t=1527> date 11-4-2011 heure 13 :32

المطلب الثاني : مراحل أزمة الرهن العقاري و خصائصها :

أولاً : مراحل أزمة الرهن العقاري : مرت أزمة الرهن العقاري بعدة مراحل نوجزها فيما يلي :

1- من فيفري 2007 إلى ديسمبر 2007 :⁽¹⁾

- عدم سداد سلفيات الرهن العقاري الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد ،تكتف في الولايات المتحدة الأمريكية و سبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات متخصصة .
- البورصات تتدهور أمام مخاطر اتساع الأزمة و المصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة .
- عدة مصارف كبرى تعلن انخفاض كبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري .

2- من 22 جانفي 2008 إلى 30 ماي 2008 :⁽²⁾

- الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.5 % و هو إجراء ذو حجم إستثنائي ثم تخفيضه تدريجيا إلى 2 % بين جانفي و أبريل 2008 .
- الحكومة البريطانية تؤم بنك نورذرن روك .
- تضافر جهود المصارف المركزية مجددا لمعالجة سوق التسليفات .
- جي بي مورجان تشيز يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي " بير ستيرنز" بسعر متدني و مع المساعدة المالية للإحتياطي الفيدرالي .
- قام مصرف " يوبي إس " السويسري بنشر نتائج التحقيقات الداخلية حول الأسباب الحقيقية وراء خسارته الفادحة جراء هذه الأزمة و التي أدت إلى شطب 40 مليار دولار من أصوله في أكبر خسارة يتعرض لها أول مصرف سويسري و الصنف الثالث أوربيا ، و الأول عالميا في مجال إدارة الثروات الخاصة.
- قال مسؤول بوزارة الخزانة الأمريكية إن أزمة الرهن العقاري بدأت تخف بعد الجهود التي قام بها الإحتياطي الإتحادي و البنوك المركزية الأخرى لضخ الأموال في المؤسسات المالية و قال مساعد وزير الخزانة للشؤون الدولية إن الإحتياطي الإتحادي و البنوك الأخرى تتسق جهودها لحماية النظام المالي من الإضطراب بعدما ظهرت أزمة قروض الرهن العقاري سنة 2007 كما أشار هذا الأخير إلى أن المؤسسات المالية أبلغت عن خسائر زادت عن 300 مليار دولار بسبب الأزمة ، لكن تم تخفيف هذه المشكلة بتوفير 200 مليار دولار من البنوك المركزية مما ساعد البنوك في توفير القروض .

(1) - علي حناشي ، المرجع السابق ص 301 .

(2) - المرجع نفسه ، ص 103 .

3- من 7 سبتمبر إلى 29 سبتمبر 2008: (1)

- وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري "فريدي ماك" و"فاني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهم مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار .
- إعترف بنك الأعمال "ليمان برادرز" بإفلاسه بينما يعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية بنك أوف أمريكا ، شراء بنك آخر للأعمال في "ول ستريت" هو "ميريل لينش" ، و عشرة مصارف دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا في حين توافق المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف إلا أن ذلك لا يمنع تراجع البورصات العالمية .
- البنك البريطاني "لويد تي إس بي" يشتري منافسه "إتش بي أويس" المهتد بالإفلاس .
- السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع .
- الرئيس الأمريكي "جورج بوش" يوجه نداء إلى التحرك فورا حيال خطة لإنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة .
- الأزمة المالية تطغى على المناقشات خلال الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك .
- الأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية .
- إنهاء سعر سهم المجموعة المصرفية و التأمين البلجيكية الهولندية فورتيس في البورصة بسبب شكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها ، و في الولايات المتحدة ، يشتري بنك جي بي مورغان منافسة واشنطن ميوتشوال بمساعدة السلطات الفيدرالية .
- خطة الإنقاذ الأمريكية موضع إتفاق في "الكونجرس" ، و في أوروبا يجري تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا و هولندا و لوكسمبورج ، و في بريطانيا يجري تأمين بنك "براد فور" و "بينجلي" .
- مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ ، و بورصة "ول ستريت" تنهار ، كما تراجعت البورصات الأوروبية بقوة هي الأخرى و في وقت سابق خلال النهار ، و في اللحظة ذاتها واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها و قبل رفض الخطة أعلن بنك "سي تي جروب" الأمريكي أنه يشتري منافسه "واكوفيا"

(1) - عبد المطلب عبد الحميد ، الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المالية المصرفية العالمية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2009 ، ص ، ص ، 261 - 262 .

بمساعدة السلطات الفيدرالية ، و في البرازيل تم تعليق جلسة التداول في البورصة التي سجلت خسارة تفوق 10% .

ثانيا : خصائص أزمة الرهن العقاري : تتميز هذه الأزمة بعدة خصائص ميزتها عن باقي الأزمات المالية الأخرى نذكر منها :

- ظهرت هذه الأزمة في نظام الرهن العقاري .
- ظهورها في الولايات المتحدة الأمريكية على غير سابقتها .
- الإنتشار السريع في كافة أنحاء العالم في وقت قصير .
- الخسائر و الآثار الفادحة التي خلفتها هذه الأزمة .
- الإستعمال المفرط في منح القروض من الدرجة الثانية التي تتميز بكثرة خطورتها .
- ترابط الأسباب التي كانت وراء حدوثها .
- الإستعمال المفرط في المشتقات المالية و ارتفاع نشاط المضاربة.
- تحول هذه الأزمة من أزمة رهن عقاري إلى أزمة مالية عالمية .
- إنتقال هذه الأزمة إلى الأسواق المالية العالمية و شكلت تهديدا على الإقتصاد المالي العالمي .
- وضحت نقاط الضعف في الصناعة المالية و النظام المالي العالمي .

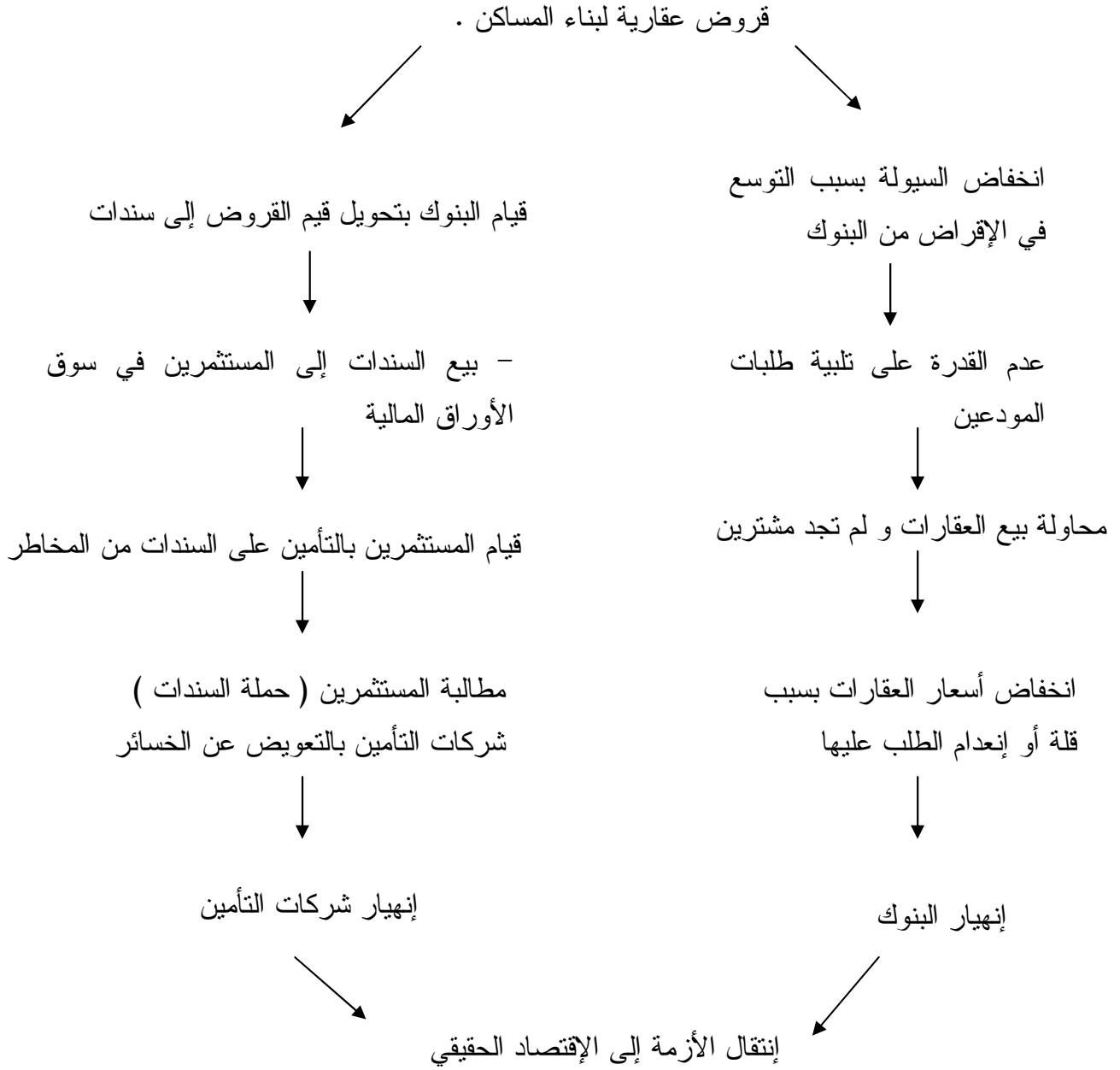
المبحث الثاني: أسباب و آثار أزمة الرهن العقاري .

المطلب الأول : أسباب أزمة الرهن العقاري : توجد عدة أسباب للأزمة نذكر منها :

1- القروض : تحركت الكثير من البنوك إتجاه استخدام مصدر إضافي لزيادة السيولة من خلال آلية إصدار السندات لغرض تمويل إضافي للرهن العقاري و هو ما يسمى sub prime model و الذي يتلخص في سندات إقراض عقاري تمويلها البنوك و التي بدورها تقدم القروض من المصدر الجديد إلى عملائها من الملاك الجدد للعقارات الذين بدورهم يقوموا بدفع أقساط السداد إلى البنك التي تقوم بدورها سداد سندات الإئتمان العقاري و هكذا يسعى مستثمرين آخرين شراء تلك السندات و هذا النموذج (sub prime model) أتاح زيادة هائلة في السيولة و وفرة غير مسبوقه فيما أطلق عليه الإقتصاد الجديد أو الإقتصاد الإقراضى مما أدى إلى شدة المنافسة بين البنوك لجذب العملاء الراغبين في شراء منزل لهم و استخدمت أساليب متعددة للدعاية و التسويق يتم إستيعاب السيولة الجديدة و قد تزامن ذلك مع سيادة إنطباع لدى الأسواق الأمريكية مفاده أن أسعار المنازل الأمريكية لن تنخفض في جميع أنحاء الدول ، و مما ساعد على ذلك تمتع النظام المالي الأمريكي خلال هذه السنوات بسيولة ضخمة ، ثم توجيه الجانب الأكبر منها نحو الإقراض العقاري في ظل إنتعاش هذا القطاع بصورة كبيرة متزامن مع تطبيق أسعار فائدة منخفضة في ذلك الحين ، كل ذلك أسهم في حدوث ارتفاعات متتالية و سريعة في أسعار العقارات ، و بدأت أعداد كبيرة من الأمريكيين في شراء المساكن و أصبحت الأوراق المالية المدعومة بالرهونات العقارية هي الوسيلة الأكثر رواجاً للإستثمار و لذلك دخلت فيها العديد من المؤسسات المالية (البنوك الإستثمارية و صناديق المعاشات و غيرها) و قد أدت العوامل السابقة إلى قيام البنوك الأمريكية ليس فقط بالتوسع في الإئتمان العقاري و لكن في تخفيض معاييرها أيضاً ، حيث منحت الإئتمان لأفراد و شركات لا يمتلكون سجلاً إئتمانياً ، أو ليس لديهم إمكانيات لإثبات قدرتهم على دفع الأقساط بانتظام ، و لا يتمتعون بملاءة مالية معقولة و ذلك على الرغم من أن القروض العقارية من القروض عالية المخاطر (1).

(1) - اسماعيل عبد الرحيم شلبي ، المرجع السابق ، ص ، 93 .

الشكل رقم (02) : يوضح دور القروض في أزمة الرهن العقاري: (1)



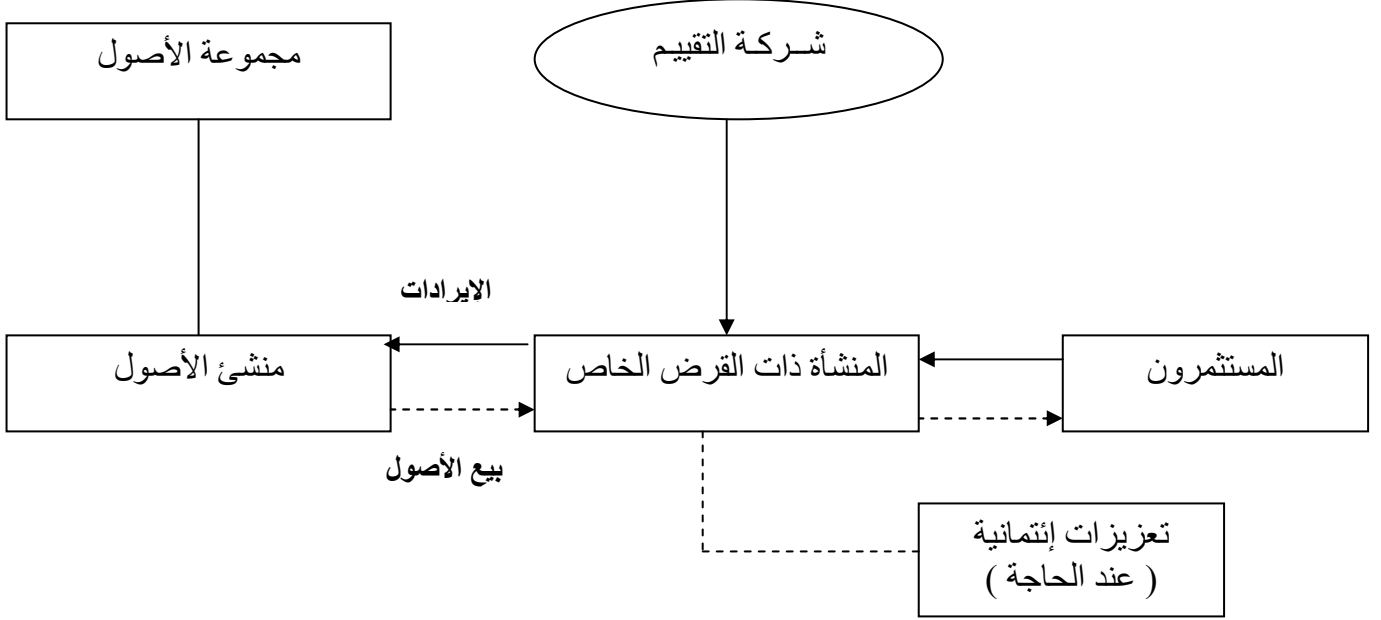
(1) - بوعشة مبارك ، الأزمة المالية : الجذور و الأسباب و الآفاق ، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية و الحوكمة العالمية ، أكتوبر 2009 ، جامعة سطيف ، ص 06 .

2- المضاربة : إن النمو المتعظم في حجم قطاع المضاربات لم يقابله حدوث نمو حقيقي مماثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدرة لهذه الأسهم لذلك فقد أجرت المضاربات في أسواق البورصات العالمية بصورة غير منضبطة و غير مستندة إلى أسس اقتصادية سليمة مما تسبب لاحقا حصول عرقلة في التسديد و حصول الأزمة ، إن توسع نشاط المضاربة في سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ناتج من الأرباح العالية الملتحقة فيه و من التسهيلات الائتمانية الواسعة التي قدمتها البنوك للمستثمرين بهذا القطاع ، كل ذلك شجع المستثمرين في التوسع الكبير للإستثمار في هذا القطاع و أدى إلى حدوث الفارق الكبير بين أسعارها الحقيقية و السوقية و عندما حدث تغير في المتغيرات المؤثرة على عوامل العرض و الطلب برز الخلل و ظهر للعيان و حصلت الأزمة التي سرعان ما إنتقلت إلى الأنشطة الأخرى أو الدول الأخرى المرتبطة معها بعلاقات بينية واسعة (1).

3- التسديد " التوريق " : الديون العقارية و بيعها في الأسواق المالية : عمدت الشركات العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية على الإقتراض من المؤسسات المالية لمنح قروض عقارية و ذلك عن طريق أدوات الهندسة المالية حيث قامت ببيع القروض العقارية المرهونة بالعقار و غيرها من القروض المتعثرة على شكل سندات مرهونة بالعقار لبنوك إستثمار و مؤسسات مالية أخرى و أجنبية حيث بلغت نسبة القروض عالية المخاطر التي تم تحويلها إلى سندات و بيعها إلى مستثمرين في الأسواق المالية بين 60 % - 80 % خلال الفترة 2001 إلى 2006 (2).

(1) - إسماعيل عبد الرحيم شلبي ، مرجع سابق ، ص ص ، 193 .
(2) - بوفليح نبيل و عبد الله الرتسي حميد ، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الاسلامية ، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الاسلامية ، أفريل 2009 ، ص 10

الشكل رقم (03) يوضح مراحل عمليات التوريق⁽¹⁾



(1) - بوعشة مبارك ، مرجع سابق ، ص . 07 .

4- ارتفاع حالات التخلف عن السداد و ارتفاع حالات الحجز على الرهونات العقارية : بدأت حالات التأخر عن السداد بالارتفاع منذ عام 2001 لمختلف أنواع القروض العقارية دون تمييز حيث وصلت إلى ما نسبته 16 % - 20 % لكافة أنواع القروض باستثناء القروض ذات أسعار الفائدة الثابتة التي سجلت نسبة أقل من 12 % خلال الفترة 2001 و 2006 و هو ما أدى إلى خسارة الشركات العقارية لأموالها و نتج عنه ارتفاع حالات الحجز على الرهونات عامي 2007 - 2008 (1) .

5- حدوث انفجار في فقاعة أسعار العقار : مع ازدياد حالات التخلف عن السداد وصلت حالة إنتعاش أسعار المنازل إلى نهايتها و بدأت أسعار المنازل بالإنخفاض السريع و مما زاد الأمر سوءاً أن انخفاض أسعار العقار تزامن مع إنتعاش عمليات بناء المنازل الجديدة فحصل فائض في العرض إستمر إلى غاية سنة 2007 ، و إن انخفاض أسعار المنازل رفع من نسبة التخلف عن السداد و زاد من خسائر الشركات المقرضة نتيجة عدم تغطية أسعار المنازل المحجوزة للقروض المقدمة للعائلات المتخلفة عن السداد (2) .

6- تراجع أسعار العقارات في السوق الأمريكي ، و ارتفاع أسعار الفائدة دفع العديد من العائلات الأمريكية إلى التوقف عن دفع مستحقات القروض ، و تقام خطر عدم الدفع أو الخطر الإئتماني و من تم إهيار مؤسسات التوريق و ضمان القروض و إنتقلت العدوى المالية إلى البنوك و الصناديق الإستثمارية التي إقتنت الأوراق المالية الناتجة عن توريق القروض العقارية ، فأغلقت معظم صناديق التحوط و واجهت البنوك أزمة سيولة خطيرة بفعل إنحصار نشاط السوق ما بين البنوك (3) .

7- تركيز المخاطر و التعامل بالمشتقات المالية : يعطي العقار لمالكه الحق في الإقتراض من البنك ، و البنك بدوره يعيد إستخدام نفس العقار للاقتراض بموجبه من المؤسسات المالية الأخرى فالبنك يستخدم محفظة الرهون العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة فيما يعرف بالتوريق إذ يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة و تستمر العملية بحيث يولد العقار طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى و هكذا أدى تركيز الإقراض في قطاع واحد (العقارات) إلى زيادة المخاطر ، و ساعدت الأدوات المالية الجديدة " المشتقات " على تقادم هذا الخطر بزيادة أحجام الإقراض و بما أن القروض العقارية أصل مالي يدر عائداً للبنك أو الصندوق الإستثماري الذي يملكها فإن أوراق الرهون العقارية هي بالتالي أصول مشتقة ، أي شكل من أشكال المشتقات المالية كما أن نمو أسعار العقارات أدى إلى تطوير هذه الهندسة المالية و زيادة الطلب على هذه المنتجات بعيد عن أي رقابة فمثلاً : تطور سوق Residential Mortgage Backed Securties : RMBS أو قروض الرهن العقاري للعائلات و ارتفعت قيمتها من 640 إلى 2000

(1) - بوفليخ نبيل و عبد الله الرتسي حميد ، المرجع السابق ، ص ص 10 - 11 .

(2) - المرجع نفسه ، ص 11 .

(3) - بن نعمون حماد ، أزمة الرهن العقاري ، أسبابها و تداعياتها ، ملتقى قسنطينة ، ص 15 .

مليار دولار بين سنتي 2000 و 2007 كما ارتفعت نصيب القروض العقارية الأقل جودة من 8% إلى 20% و نظرا لانخفاض أسعار الأسهم و السندات الصادرة من البنوك و الشركات الإستثمارية إنهارت قيمة هذه المشتقات و حدث دعر في الأسواق المالية نتيجة لتكالب الجميع على تصفية مراكزهم فانخفضت مؤشرات الأسواق انخفاضاً كبيراً أدى إلى شللها (1) .

8- نقص الرقابة و الإشراف : فالبنوك التجارية تخضع في معظم الدول لرقابة دقيقة من طرف البنوك المركزية و لكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تنعدم بالسنة لمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الإستثمار و سمسرة الرهون العقارية و الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الإئتمانية و صناديق التحوط و بالتالي تشجيع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية (2) .

المطلب الثاني : الآثار الناجمة عن أزمة الرهن العقاري :

عند حدوث أزمة ما يترتب عليها آثار في العديد من القطاعات و هذا ما حدث في هذه الأزمة و يمكن توضيح الآثار الناجمة عنها من خلال ما يلي :

1- تأثير الأزمة على ارتفاع نسبة البطالة : من الآثار الهامة و ذات التأثير الكبير لدى مواطني الدول عامة هو ارتفاع نسبة البطالة و إذا نظرنا إلى تلك الظاهرة التي خلقتها الأزمة المالية العالمية أن ظاهرة البطالة بدأت تزداد منذ تفجير الأزمة حيث فقد الكثير من المواطنين و وظائفهم في معظم دول العالم و منها الولايات المتحدة الأمريكية حيث بلغ مجمل من فقد وظائفهم حتى نهاية ديسمبر 2008 حوالي 2 مليون مواطن أمريكي و من تم فقد ارتفعت نسبة البطالة فيها إلى 7% و هذه تعتبر نسبة كبيرة للغاية فما بالك بما يحدث بعد ذلك من ارتفاع هذه النسبة نظراً لإشتداد هذه الأزمة (3) .

2- أثر الأزمة على قطاع البنوك و المصارف و المؤسسات المالية : لقد تعرض قطاع البنوك في العالم لخسائر كبيرة نتيجة لهذه الأزمة و قد نتج عن ذلك إفلاس عدد كبير منها مما ترتب عليه إختفاء بعض هذه المؤسسات و اندماج البعض الآخر فضلاً عن تدخل الحكومات لإنقاذ هذه المؤسسات و ذلك بوضع كميات كبيرة من النقود لسد حاجاتها المالية للسيولة (4) .

3- أثر الأزمة على البترول : فيما يخص أسعار البترول يمكن الإشارة إلى أن ارتفاع الأسعار في نهاية 2007 كان ينظر إليه من طرف الدول المنتجة و المصدرة (الأوبك) على أنه ناتج عن طلب متزايد في السوق و من طرف الدول الغربية المستهلكة على أنه نتيجة تخفيض العرض من طرف الأوبك.

(1) - الطاهر هارون ، العقون نادية ، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية ، ماي 2009 ، ص ص 10 - 11 .

(2) المرجع نفسه ، ص 11 .

(3) - اسماعيل عبد الرحيم شلبي ، مرجع سابق ، ص 217 .

(4) - المرجع نفسه ، ص ص ، 231 - 232 .

و تبين فيما بعد أن ارتفاع أسعار البترول في مرحلة أولى خلال سنة 2008 هو نتيجة إنتقال رؤوس الأموال المضاربة من العقارات إلى السوق البترولي ، و أن في مرحلة ثانية إنهيار رأس المال المضارب ، أدى إلى انخفاض أسعار البترول فورا نتيجة تراجع الإستثمارات و بداية دخول الإقتصاد العالمي في الركود (1).

4- أثر الأزمة على الدولار : يمكن الإشارة كذلك إلى أن انخفاض أسعار البترول قد ساهم مع عوامل أخرى في ارتفاع سعر صرف الدولار و هي العملة التي يتم بواسطتها تسديد إستيراد البترول حيث أدى هذا النقص في عرض الدولار لشراء البترول فارتفع سعره مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة (2) .

5 -انخفاض التجارة الدولية: كان للأزمة إنعكاسات و آثار كبيرة للغاية على التجارة العالمية العالمية ، فقد أعلنت منظمة التجارة العالمية بأن معدل تراجع التجارة الدولية كان كبيرا للغاية حيث انخفضت التجارة العالمية للمرة الأولى منذ عام 1982.

و لما لا فالإقتصاد الأمريكي المنهار يمثل ما لا يقل عن 30 % من الناتج المحلي الإجمالي العالمي و يؤثر مباشرة على ما يقل عن إقتصاديات 50 دولة تأثيرا مباشرا فإذا كان هذا الإقتصاد دخل في حالة ركود عام 2008 فإن التوقعات و المؤشرات كلها تشير إلى انخفاض الطلب لهذه السوق على المنتجات و السلع من الدول الأخرى بمعدلات كبيرة ، و هو ما انعكس على انخفاض الصادرات المتدفقة من الدول الأخرى على الإقتصاد الأمريكي و من ناحية أخرى انخفضت قدرة هذا الإقتصاد الأمريكي أيضا على الإستيراد و كذلك على التصدير.

أما تأثيرات أزمة الرهن العقاري على التجارة الدولية في باقي دول العالم فإننا نجد أن كثيرا من دول العالم التي كانت تحرك بقوة التجارة الدولية قد انخفضت قدرتها على ذلك فألمانيا وصلت إلى حالة ركود و معها معظم دول الإتحاد الأوروبي ، و كذلك اليابان و غيرها من الدول التي انخفضت قدرتها على الإستيراد و كذلك على التصدير لانخفاض الطلب العالمي عموما على السلع القابلة للتصدير و بالتالي مالت الأسعار العالمية إلى الإنخفاض (3) .

6/ تباطئ معدلات النمو الإقتصادي العالمي لسنة 2008 :

وصل معدل النمو الإقتصادي العالمي إلى 1.5 % إضافة إلى تراجع معدل الناتج المحلي الإجمالي لنفس السنة في معظم الدول و ذلك ما يوضحه الشكل التالي (4):

(1) - مولود لغرية ، الأسباب المباشرة و الغير المباشرة للأزمة الحالية و آليات إنتقالها ، ملتقى قسنطينة ، جامعة قسنطينة ، ص 6

7-

(2) - المرجع نفسه ، ص ، 7 .

(3) - عبد المطلب عبد الحميد ، المرجع السابق ص 328 .

(4) - بوعشة مبارك ، مرجع سابق ، ص 10 .

2008	2007	معدل نمو الناتج الوطني الخام الدول
1.8	2.1	فرنسا
1.9	2.6	ألمانيا
1.8	03	المملكة المتحدة
0.5	1.4	إيطاليا
1.7	2.6	منطقة اليورو
1.2	2.2	الولايات المتحدة الأمريكية
1.7	2.1	اليابان
4.8	5.4	البرازيل
10	11.9	الصين
7.8	8.7	الهند
7.5	8.1	روسيا

الجدول رقم (01) : معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لبعض الدول %

7- أثر الأزمة على أسواق رأس المال: إن أول تداعيات أزمة الرهن العقاري على البورصة الأمريكية تتجلى في انخفاض مؤشر "دوجونز" الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى من 9258 نقطة إلى 8579 نقطة أي بمقدار 679 نقطة و بمعدل 7.3% و قد إنتقلت الأزمة إلى معظم الأسواق المالية ، فبعد هبوط أسهم بورصة "وول ستريت" انخفض المؤشر العام في أهم البورصات العالمية وانخفاض في قيمة الأوراق المالية ، و الجدول التالي يوضح ذلك :⁽¹⁾ .

الدول	معدل الانخفاض	أكبر القطاعات المتضررة
الولايات المتحدة	36 %	قطاع البنوك و العقارات و السيارات
اليابان	46 %	قطاع السيارات و الصادرات
ألمانيا	41%	قطاع البنوك و السيارات و الدولة الثانية في العالم التي واجهت ركودا إقتصاديا
بريطانيا	34%	قطاع البنوك و العقارات و أول دولة تواجه ركودا في العالم
كندا	34%	العقارات وهي الدول الصناعية الوحيدة التي حققت نمو أثناء الأزمة
فرنسا	42%	قطاع البنوك و السيارات
الصين	50%	النشاط الصناعي ، و اضطرت الدولة إلى الإعلان منه بعد تكتم الإنخفاض الصادرات
الهند	50%	النشاط الصناعي ، رغم أنها استمرت في تحقيق معدلات نمو و لكن دون 7 %
إيطاليا	49%	قطاع الطيران
المكسيك	33%	قطاع البترول
روسيا	66%	قطاع البترول
اندونيسيا	50%	قطاع و تراجع معدلات نمو من 10 % إلى 6 %
كوريا الجنوبية	42%	قطاع القصير
تركيا	53%	و هي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها
السعودية	40%	قطاع البترول
جنوب إفريقيا	36%	و هي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها
استراليا	42%	قطاع الزراعة
البرازيل	44%	قطاعات المعادن و الأخشاب و السيارات
الأوجنتين	65%	سبب عدم تعافي اقتصادها بصفة كاملة من أزمة 2001

الجدول رقم (2) : يوضح معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية و أكبر القطاعات المتضررة في أهم الدول سنة 2008

(1) - ناصر مراد ، الأزمة المالية العالمية : الأسباب ، الآثار و سياسات مواجهتها الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الإقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، أكتوبر 2009 ، جامعة سطيف ، ص 06 .

8- أثر الأزمة على العالم العربي ⁽¹⁾ : بقيت أسواق الأسهم العربية بمنأى عما يحدث في الأسواق العالمية و شهدت في شهر سبتمبر 2007 تقلبات شبه طبيعية ، و السبب في ذلك يعود إلى أن غالبية اللاعبين في هذه الأسواق هم من المستثمرين الأفراد الذين ليس لهم تواجد يذكر على الساحة العالمية إضافة إلى قلة الترابط بين أسواقنا و الأسواق الدولية .

أما المستثمرون من بنوك و مؤسسات وشركات عالمية و الذين إستثمروا في السندات المغطاة بأصول عقارية فقد تأثروا بشكل مباشر بالأزمة المالية الراهنة و تعرضوا لخسائر يصعب تقديرها .

إنكشاف المصارف العربية على أزمة الرهن العقاري الأمريكي و أدواته المالية يعتبر محدودا ، فمعظم البنوك العربية لا تستثمر سوى القليل في مثل هذه الأدوات ، و حسب إستطلاع أجرته شركة التصنيف الإئتماني " ستاندرد أندبورز " ، أخيرا فإن مجموع إستثمارات بنوك المنطقة في سندات الرهن العقاري ذات التصنيف الإئتماني المنخفض لا يزيد على 1 % من مجموع أصول هذه البنوك .

إن التقلبات الحاصلة في أسواق المال العالمية سيكون لها بعض الأثر على البورصات العربية خصوصا أسواق الأسهم التي تسمح للمحافظ العالمية الإستثمار فيها ، ففي فترات الأزمات يتجه المستثمر إلى تخفيض نسبة المخاطرة لديه و يتحول من الأسواق الناشئة إلى إستثمارات أكثر سيولة و أمانا مثل السندات الحكومية ، و على الرغم من صغر حجم تدفقات محافظ الإستثمار العالمية إلى أسواقنا المحلية إلا أنها ساهمت أخيرا في تحديد التوجه العام للبورصات العربية .

و يشار إلى أن أكبر أسواق الأسهم الإقليمية من حيث القيمة السوقية ، ألا و هو سوق الأسهم السعودية لا يسمح للأجانب بامتلاك الأسهم إلا بشكل غير مباشر عن طريق صناديق الإستثمار التي تديرها البنوك المحلية في حين أن أسواق كل من الإمارات و الكويت و مصر و قطر و الأردن تشهد و بشكل متصاعد زيادة في حجم الإستثمارات الأجنبية في بورصاتها .

إن أكبر المخاطر التي قد تنجم عن الأزمة المالية الحالية هو إحتمال حصول تباطؤ إقتصادي عالمي فالهبوط الذي سجل أخيرا في أسعار العقارات السكنية في أمريكا و غيرها من الأصول الذي صاحبه ضغوط إضافية على عملية الإقتراض له أثر سلبي على المستهلك الأمريكي المتقل أصلا بأعباء الديون مما يؤدي إلى ظهور أزمة في القطاع الإئتمان عن طريق بطاقات الإئتمان و ارتفاع في معدلات تخلف الشركات عن سداد ديونها و هذه كلها بوادر لعملية تباطؤ إقتصادي قد تطول أو تقصر بحسب السياسة المالية و النقدية للولايات المتحدة و سيشعر القائمون على السياسة النقدية في دول المنطقة أنهم مضطرون لمجارات السياسة النقدية التوسعية التي أخذت الولايات المتحدة الأمريكية

(1) - الداوي الشيخ ، الأزمة المالية العالمية ، انعكاساتها و حلولها ، مؤتمر الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي و الإسلامي ، طرابلس ، لبنان ، 13 - 14 مارس 2009 ، ص، ص 14 - 15

بإتباعها أخيرا وهو ما يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة المحلية و أسعار صرف العملات العربية المرتبطة بالدولار و سيزيد من الضغوط التضخمية التي ظهرت مؤخرا في عدد من دول المنطقة .

المبحث الثالث : دور المشتقات المالية في أزمة الرهن العقاري و إجراءات مواجهتها .

المطلب الأول : دور المشتقات المالية في أزمة الرهن العقاري :

أجمع المحللين و المختصين على أن أحد أهم الأسباب التي أحدثت الأزمة المالية الحالية التي عرفت بأزمة الرهن العقاري هي المشتقات المالية التي تعتبر من الأدوات المالية المستحدثة و الجديدة و هي لا تعبر عن قيم مالية جديدة متوفرة بالفعل في صورة أصول لمؤسسات و مصانع و منشآت ، و التي تصطنع فكرة البيع و الشراء و هي لا تتم و لا تكتمل منذ اللحظة الأولى للتعامل لهذا فإن هذه الأوراق إفتراضية تتعامل على صفقات غير حقيقية و هذا ما حدث في الرهن العقاري حيث يقوم المواطن بشراء بيته بالدين مقابل رهن هذا العقار ثم ترتفع قيمته ، و يحاول صاحب العقار الحصول على عقار جديد نتيجة ارتفاع سعر العقار و ذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية ، و من هنا التسمية بأنها الرهن الأقل جودة لأنها رهونات من الدرجة الثانية ، و بالتالي هي معرضة أكثر للمخاطر إذا تحققت قيمة العقارات ، ولكن البنوك لم تكفي بالتوسع في هذه القروض الأقل جودة بل إستخدمت المشتقات المالية بتوليد مصادر جديدة للتمويل و بالتالي للتوسع في الإقراض أي عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية فإنه يلجأ إلى استخدام هذه المحفظة لإصدار أوراق مالية جديدة تقترض بها مؤسسات مالية أخرى بضمان هذه المحفظة و هو ما يطلق عليه التوريق ، فكأن البنك لم يكتفي بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهن العقاري ، فالبنك يقدم محفظة من الرهونات العقارية كضمان للإقراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظة العقارية ، محفظة أكبر للإقراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى و تستمر العملية موجة بعد موجة ، بحيث يولد العقار طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى ، هذا أدى إلى تركيز الإقراض في قطاع واحد متمثل في العقارات بزيادة المخاطر و ظهرت آثار المشتقات المالية التي كانت تهدف إلى مواجهة هذه المخاطر التي يمكن أن تحدث لكن تبين العكس و زادت هذه المخاطر و ظهرت الأزمة .

و الشكل التالي يعطينا توضيحا أكثر :



الشكل رقم (04) : يوضح دور المشتقات المالية في إحداث أزمة الرهن العقاري (1)

(1) - بالرفقي تيجاني ، تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة على اقتصاديات دول المبنى و أسبابها في ضوء مطروحات مفكري الاقتصاد الإسلامي ملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، جامعة سطيف ، 2009، ص

المطلب الثاني : الإجراءات المتخذة لمواجهة أزمة الرهن العقاري :

لقد حاولت حكومات العالم وضع مخطط الإنقاذ منذ بداية الأزمة و حتى الآن تقديم مساعدات إلى جميع المؤسسات المالية المتعثرة من أجل تفادي الإفلاسات التي سوف تكون نتائجها على الإقتصاد و هناك 3 منافذ تم إتخاذها من أجل الخروج من الأزمة: (1) .

- 1- قيام البنوك المركزية بضخ سيولة جديدة إلى البنوك من أجل أن تتمكن من تقديم القروض .
 - 2- مبادرة البنوك المركزية إلى مساعدة و إعانة بعض البنوك من أجل إسترجاع الأسهم المنخفضة لحسابها مثل الأسهم العقارية (الرهون العقارية) .
 - 3- محاولة الحكومات إنقاذ بعض المؤسسات المالية لمواجهة إنهيار النظام المصرفي بالكامل .
- إن جميع الحلول المقترحة في بلدان العالم و المجموعات الإقتصادية في بلدان العالم تشترك جميعها في ضخ أموال لدى البنوك لضمان إستمرارها في الإقراض ، لمنعها من الدخول بمرحلة كساد عالمي إضافة إلى ضمان الودائع المصرفية الشخصية لضمان تدفق الأموال من المودعين إلى البنوك .
- 1- **خطة الولايات المتحدة الأمريكية للإنقاذ** : سعت الإدارة الأمريكية عبر هذا المشروع إنقاذ القطاع البنكي إلى قيام الدولة بشراء أصول هالكة بقيمة 700 مليار دولار مرتبطة بالرهون العقارية بهدف تأمين حماية أفضل للمدخرات و الأملاك العقارية التي تعود إلى دافعي الضرائب و حماية المالكين و تشجيع النمو الإقتصادي و زيادة عائدات الإستثمار إلى أقصى حد ممكن و يبدو أن دافعي الضرائب يسددون فاتورة أخطاء السياسات الإقتصادية و المالية و النقدية الأمريكية و تضمنت الخطة النقاط التالية: (2)

1-1- الضمانات لمكلفي الضرائب :

- تساهم الدولة في رؤوس أموال و أرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق .
 - يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع الشركات و البنوك المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة .
 - رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 إلى 250 ألف لمدة عام واحد .
 - إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها حوالي 100 مليار دولار للطبقة الوسطى و الشركات .
- 1-2- **تحديد تعويضات لرؤساء الشركات عند رحيلهم :**
- منع دفع تعويضات باهظة لرؤساء أو مدراء الشركات الذين يتم تسريحهم أو يستقيلون بعد أن عملوا في شركات باعت أصولا إلى وزارة الخزانة طالما تساهم فيها.

(1) - - بوعشة مبارك ، مرجع سابق ، ص 13 .

(2) - المرجع نفسه ، ص 13 .

- منع دفع تعويضات تشجيع على مجازفات لا فائدة منها و حددت المكافآت لمسؤولي الشركات الذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية ب 500 ألف دولار .

-إستعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق .

1-3- المراقبة و الشفافية : (1)

- يشرف مجلس مراقبة على تطبيق الخطة و يضم هذا المجلس رئيس الإحتياطي الفدرالي و وزير الخزانة و رئيس الهيئة المنظمة للبورصة .

- و يحافظ مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس على حضوره في الخزانة لمراقبة عمليات شراء الأصول و التدقيق في الحسابات .

-تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة .

- يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزانة .

1-4- إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات (2) :

- إجراءات حماية للمالكين المهددين بمصادرة مساكنهم ، بينما تقرر تطبيق مليوني إجراء من هذا النوع.

- السماح للدولة بمراجعة شروط منح القروض العقارية للمدينين الذين يواجهون صعوبات .

- مساعدة المصارف المحلية الصغيرة التي تضررت بأزمة الرهن العقاري .

2 - خطة الدول الصناعية : وضعت مجموعة الدول الصناعية السبع الكبرى (الولايات المتحدة

الأمريكية ، بريطانيا ، فرنسا ، ألمانيا ، إيطاليا ، اليابان و كندا) خطة تحرك لمواجهة الأزمة المالية العالمية و تعهد أعضاؤها بمنع إفلاس المصارف الكبرى .

و اتفقت القمة على مواصلة العمل من أجل استقرار الأسواق المالية و إعادة تدفق القروض لدعم

النمو الإقتصادي العالمي و اتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض و الأسواق النقدية كي

تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة .

و أعربت المجموعة على استعدادها للقيام بكل ما هو ضروري من أجل تحريك سوق قروض الرهن

الذي كان سبب أزمة الرهن العقاري (3) .

(1) - بلعوز بن علي ، الأزمة المالية العالمية مظاهرها و سبل معالجتها ، بحث و أوراق عمل الملتقى الاقتصادي الدولي الأول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية . جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة ، منشورات كلية الآداب و العلوم الإنسانية، 2009 ، ص ، ص 44 .

(2) - المرجع نفسه ، ص 45 .

(3) - المرجع نفسه ، ص 45 .

3- خطة الإنقاذ في منطقة اليورو : و تمثلت أهم ملامح هذه الخطة فيما يلي :⁽¹⁾

- ضمان القروض بين البنوك مع إمكانية إعادة تمويلها كما أعلن قادة الدول المشاركة في خطة الإنقاذ إستعدادا كاملا لتملك حصص البنوك .

- تأمين رأسمال لهذه البنوك مع ضمان أدوات الدين الجديدة أو شرائها مباشرة.

- التعهد بالمساعدة أو الإكتتاب بشكل مباشر لمسح ديون البنوك تكملة لجهود البنك المركزي الأوروبي لاستئناف عملية الإقراض بين البنوك .

- وفيمايلي نذكر خطط بعض دول اليورو:⁽²⁾

3-1- فرنسا : إتمد البرلمان الفرنسي خطة إقترحتها الحكومة لإنقاذ البنوك بمبلغ 491 مليار دولار و ترمي الخطة إلى إنهاء أزمة الثقة الراهنة في الأسواق و ضمان إعادة تمويل البنوك في شكل ضمانات قروض لتتسيط عملية الإقراض بين البنوك ، و هو غير أموال أخرى لإعادة هيكلة رؤوس الأموال المتعثرة منها . و قد أكد الرئيس نيكولا ساركوزي على أن ما ستقدمه الدولة من مساعدات لن يكون هدية للبنوك ، و أن المبلغ المرصود في الخطة هو ما ستقدمه الدولة للمساعدات لن يكون هدية للبنوك و إن المبلغ المرصود في الخطة هو المبلغ الأقصى و انه ربما لا يضح كاملا في حال عودة الأسواق إلى العمل بشكل إعتيادي مجددا ، و أن الدولة ستشكل هيئة مالية لمراقبة البنوك و لن تسمح بإعلان إفلاس أي مؤسسات مالية و ستتم محاسبة المسؤولين عن أي تجاوزات .

و في هذا المجال يقول ساركوزي " لا يمكننا أيضا الإستمرار في الأسباب عينها التي تؤدي إلى النتائج عنها مشيرا إلى أن إقتصاد السوق يحتاج إلى قواعد "

3-2- ألمانيا : وافقت الحكومة الألمانية على الخطة لإنقاذ البنوك تتضمن تأسيس الصندوق لإعادة الإستقرار إلى الأسواق و خصصت له 540 مليار دولار .

و قال وزير المالية الألماني بير شتاينبرك أن الخطة تهدف إلى تحقيق ميزانية متوازنة ، و دعا إلى تقبيد رواتب مسئولي المصارف التي تستفيد من خدمة للإنقاذ الحكومية و تحديد العلاوات و مستحقات إنماء الخدمة .

3-3- بريطانيا: أقرت بريطانيا خطة تضع بموجبها ما يصل إلى 450 مليار من أموال الحكومة في أكبر بنوك البلد .

و تشكل الخطة عارض سيولة قصيرة الأجل على البنوك و إتاحة رؤوس أموال جديدة لها إضافة إلى توفير أرصدة كافية للنظام المصرفي من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة الأجل و في هذا أكد

(1) - بوهزة محمد مرزوقي رفيق ، الأزمة المالية العالمية و أثارها على الاقتصاديات العربية ، الملتقى العالمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، أكتوبر 2009 ، جامعة سطيف ، ص 04 .

(2) - بوعشة مبارك ، مرجع سابق ، ص ، ص ، 14 - 15 .

رئيس الوزراء البريطاني غوردن براون لا بد من دعم عالمي لخطة الإنقاذ المالي الأمريكية و الولايات المتحدة تستحق مساعدة دول العالم الأخرى .

4-خطة روسيا : أقر البرلمان الروسي خطة إقترحها الرئيس (ديمتري ميد فيديف) لإنقاذ القطاع المصرفي في البلاد بقيمة 63 مليار يورو (84 مليار دولار) و سيتم توفير مبالغ الخطة من الإحتياط النقدي الروسي و تمويل من البنك التنمى ، حيث ستحصل البنوك المتعثرة على القروض من هذه المبالغ ، كما أكد رئيس الوزراء (فلاديمير بوتين) عزم حكومته البدء في شراء سندات الشركات الروسية بقيمة تصل إلى خمسة مليارات يورو (6.65 مليار دولار) .

كما قرر البنك المركزي الروسي تخفيض الإحتياطي الإلزامي للبنوك ، في خطوة مؤقتة إلى 0.5 % بغية زيادة السيولة في القطاع المصرفي و إرساء الإستقرار في السوق المالية الداخلية وتعزيز السيولة في القطاع المصرفي الروسي (1)

5 - سياسات مواجهة أزمة الرهن العقاري فى الدول العربية : (2)

واجهت السلطات المعنية في كل قطر عربى آثار الأزمة العالمية بإجراءات مشابهة لكن ينقصها التنسيق والموقف الموحد حتى انعقاد قمة الكويت ، فقد كانت الأزمة حاضرة بقوة فى هذه القمة وانعكس ذلك على نتائجها . كما إتخذت قمة الكويت قرار بشأن أزمة الرهن العقاري وتداعياتها على الإقتصادات العربية .

فإعلان الكويت أكد على :

- إتباع سياسات نقدية ومالية تعزز من قدرة البلدان العربية على مواجهة الأزمة .
- التوجيه بتشجيع الإستثمار البينى العربى .
- دعم الإقتصاد الحقيقى .
- تعزيز دور الصناديق والمؤسسات المالية العربية المشتركة والوطنية لتسهيل شروط منح قروضها والمساهمة فى تمويل مشاريع التكامل وتوفير التسهيلات الإئتمانية للمشاريع المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر بما يسهم فى مواجهة التحديات الإجتماعية .

و لعلاج الآثار الإضافية المتوقعة للأزمة العالمية فى الدول العربية نقترح ما يلي :

5-1- سياسات على المستوى القطري : ومن بين هذه السياسات نذكر :

- رفع معدل الإستثمارات .
- زيادة إنتاجية و تنافسية قطاع الإنتاج الحقيقى .
- زيادة حجم الإنفاق الكلى .

(1) فريد كورتل : الأزمة المالية العالمية ، تنبؤ بالأزمة ، فرص الاستثمار المتاحة في ظلها و الحلول الممكنة لمواجهتها ، ص ، 12 .
(2) - حسين عبد المطلب الأسرج ، الأزمة الاقتصادية العالمية و سياسة مواجهتها في الدول العربية ، الملتقى العلمى الدولى ، حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، أكتوبر 2009 ، جامعة سطيف ، ص ، 18 ، 23 .

- رعاية و تنظيم أنشطة تمويل و تنمية المشروعات الصغيرة و مسانقتها .
- 5-2- سياسات مطلوبة على المستوى القومي : تتطلب مواجهة الأزمة إجراءات على المستويات القطرية والإقليمية ، والدولية و اقترح في هذا المجال السياسات التالية :
- ضرورة وضع إستراتيجية واضحة لتعظيم الإستفادة من الإستثمارات العربية البينية بما يكفل الإستغلال الأمثل للموارد العربية .
- تنشيط وسائل تمويل الصادرات .
- تنشيط دور الصناديق العربية في مجال التنمية و تبنيتها لخطة قومية لاستكمال مشاريع الربط الكهربائي والبنية الأساسية في الوطن العربي .
- القضاء على جميع العقبات التي تحول دون إنسياب التجارة العربية البينية .
- إستهداف التحسين المستمر لتنافسية الإقتصادات العربية و تعزيز بيئة التكامل الإقتصادي .

خلاصة :

إن أزمة الرهن العقاري اعتبرت من أشد الأزمات المالية و ذلك بسبب الآثار التي خلقتها على دول العالم في قطاع العقارات و الأسواق المالية و المؤسسات المالية و الأورو و البترول و غيرها من الآثار ، فهذه الأزمة سرعان ما إنتقلت إلى جميع أنحاء العالم في وقت قصير لتشمل دول أوروبا و آسيا و حتى الدول النامية و لكن درجات متفاوتة فقد أجمع الإقتصاديون على أن الأسباب التي كانت خلف هذه الأزمة هو التوسع في منح القروض العقارية و كذا انعدام الرقابة و الإشراف و التوسع في المضاربة أما أهم سبب هو ما عرف بالمشتقات المالية هذا الإختراع الجديد الذي جاء عكس ما كان موظفا له و لقد أجريت بعد الإجراءات من أجل التقليل من آثار هذه الأزمة مثل ما قامت به الدول السبع الصناعية و كذا ما قامت به الدول الأوروبية و الولايات المتحدة الأمريكية و غيرها من دول العالم .

خاتمة

النتائج :

من خلال ما تطرقنا إليه في موضعنا هذا توصلنا إلى النتائج التالية :

- المشتقات المالية تحقق للمصارف العديد من المزايا لهذا يجب أن تستخدم بأسلوب يجنبها التعرض إلى المخاطر .
- المشتقات المالية تبالغ في المضاربة و بالتالي فهي تعرض مستعمليها لمخاطر لا يمكن تحملها.
- التعامل بالمشتقات المالية يكون أقل كلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم و السندات.
- للمشتقات المالية السرعة في تنفيذ الإستراتيجيات الإستثمارية و هي تؤدي إلى تحقيق مستوى عال من الكفاءة في سوق المال .
- أزمة الرهن العقاري جاءت بسبب انتعاش سوق العقارات الأمريكية خلال 2001 و 2006 .
- بيع المؤسسات المالية القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات طرحتها في البورصات .
- تشبع السوق العقارية و ضعف الطلب على العقارات فانخفضت أسعار المنازل و بدأت أسعار السندات في الانخفاض .
- تزايد حالات توقف المقترضين عن الدفع و زيادة عدد المنازل المعروضة للبيع .
- تأثير المشتقات المالية في أزمة الرهن العقاري حيث أنها من أهم الأدوات المساعدة لزيادة حجم الافتراض بين المؤسسات المالية و هذا ما أدى إلى تفجير فقاعة أزمة الرهن العقاري التي خلقت الأزمة المالية العالمية .
- ترابط الأزمات السابقة و أزمة الرهن العقاري و أيضا الأزمات اللاحقة بعد الأزمة المالية العالمية .
- أزمة الرهن العقاري من أشد الأزمات التي تعرض إليها الاقتصاد العالمي بعد أزمة الكساد الكبير بين عام 1929 و 1933 تجسدت مظاهر الأزمة في حدوث انهيارات مصرفية و خسائر فادحة لأسواق المال العالمية و العربية .
- استعمال الخداع و الغش في المعاملات المالية .
- إن أزمة الرهن العقاري أثرت تأثير كبير على سياسة الحكومة في مواجهة البطالة و ذلك بتسريح العديد من الشركات و البنوك .

- نقص و انعدام الرقابة و الإشراف على المؤسسات المالية مثل صناديق التحوط و بعض شركات الاستثمار و أيضا على المشتقات المالية .
- ارتفاع معدلات البطالة .

التوصيات :

- إن خطة الإنقاذ الأمريكية لا تعد خطة للحد من الإنهيار و الإصلاح في النظام المالي أو الرأس مالي عموما .
- عدم السماح للبنوك و المؤسسات المالية بخلق النفوذ من خلال التوسع في منح القروض و توزيعها .
- العمل على التنفيذ الفعال و المستمر للقوانين و المعايير المحلية و الدولية حتى يمكن تحديد بؤر المشاكل قبل وقوعها .
- المزيد من الحيطة و الحذر في تقييم المنتجات المركبة من خلال فهم الروابط المالية و الحد من الإقراض في الاعتماد على التصنيف الائتماني .
- لا بد أن تحافظ مصاريف المؤسسات الأخرى على دورها كمحتاطة و أن تتعد عن دور المضارب .
- لا بد من الدراسة المتعمقة للمخاطرة المرتبطة بأدوات المشتقات .
- أخذ الحذر من الاقتصاد الأمريكي و ضرورة التخفيف من درجة الافتتاح على هذا الاقتصاد و خصوصا الاقتصاديات العربية و البحث عن أسواق بديلة .
- ضرورة إعلان الحكومة عن خطة واضحة لضمان و حماية أموال المودعين ، و ذلك حتى لا يفقد العملاء ثقتهم في قطاع البنوك .
- إعداد إستراتيجية جادة و واضحة المعالم لكيفية التعامل مع آثار الأزمة .
- لا بد من الإسراع في ضخ المزيد من الأموال من قبل الحكومة و كذا المستثمرين خاصة في مشروعات البنية التحتية و تشغيل المزيد من العمالة .
- معالجة قضايا الرقابة المالية على المؤنات المالية من خلال إدارة و إشراف هيئات رقابية دولية مستقلة تتمتع بالشفافية التامة .
- استخدام أمال في وظائفه الأساسية و عدم اعتماد كسلعة من أجل تحقيق الأمن الاقتصادي .
- إيجاد نظام اقتصادي و مادي و مصرفي قائم على أسس أكثر استقرار .
- محاربة الجشع في المؤسسات المالية و المصرفية .

قائمة المصادر و المراجع

I - الكتب :

- 1- أحمد صلاح عطية ، آفاق جديدة لمسؤوليات مراجع الحسابات في بيئة العولمة ، الدار الجامعية الإسكندرية، 2008 .
- 2- أحمد صلاح عطية مشاكل المراجعة في أسواق المال ، دار الجامعة ، 2003 .
- 3 - إسماعيل عبد الرحيم شلبي ، الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية و موقف المنهج الإسلامي منها شركة ناس للطباعة ، مصر ، القاهرة ، يناير 2010 .
- 4 - توفيق عبد الرحيم يوسف حسن ، الإدارة المالية الدولية و التعامل بالعملات الأجنبية ، الطبعة الأولى ، دار صفاء ، عمان 2010 .
- 5 - حسني على خربوش و آخرون ، الأسواق المالية (بورصة الأسهم و السندات المالية) ، الطبعة الأولى دار زهرة ، عمان 2010 .
- 6 - خالد وهيب الراوي ، إدارة المخاطر الطبعة الأولى ، دار الميسرة ، عمان ، 2009 .
- 7 - دريد كامل آل شبيب ، إدارة المحافظ الإستثمارية ، الطبعة الأولى ، دار الميسرة عمان 2010 .
- 8- زياد رمضان محفوظ جودة ، الإتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك ، الطبعة الأولى، دار وائل الأردن 2006 .
- 9 - طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية (المفاهيم ، إدارة المخاطر ، المحاسبة) ، الدار الجامعية 2001 .
- 10- عاطف وليم أندراوس ، أسواق الأوراق المالية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2007
- 11 - عبد الحميد محمود البعلي ، الديوان الدميري الكويت ، ديسمبر 1999.
- 12- عبد المطلب عبد الحميد ، الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المالية المصرفية العالمية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2009 .
- 13 - فرج عبد العزيز عزت ، اقتصاديات البنوك (الصناعية المصرفية و المالية الحديثة) ، لبيان مصر.
- 14 - ماهر كنج شكري ، مروان عوض ، المالية الدولية و المشتقات المالية بين النظرية و التطبيق ، الطبعة الأولى ، عمان ، دار الحامد 2004 .
- 15 - محمد صالح الحناوي و آخرون ، الاستثمار في الأسهم و السندات ، الدار الجامعة ، الإسكندرية 2003 ، 2004 .

- 16 - محمد محمود العجلوني ، البنوك الإسلامية أحكامها و مبادئها و تطبيقاتها المصرفية ، الطبعة الأولى ، دار الميسرة ، 2008.
- 17- محمد مطر ، أدوات الاستثمار ، مؤسسة الورق ، عمان ، الأردن.
- 18 - مصطفى كمال طه ، شريف مصطفى كمال طه ، بورصة الأوراق المالية ، الطبعة الأولى دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2009.
- 19 - موسى سعيد مطر و آخرون ، التمويل الدولي ، الطبعة الأولى ، دار صفاء ، عمان ، 2008 .
- 20 - هامش فوزي دباس العبادي ، الهندسة المالية و أدواتها ، مؤسسة الوراق ، عمان ، الأردن 2008 .
- 21 - هوشيار معروف ، الاستثمارات و الأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، دار صفاء ، عمان 2003

II - الملتقيات :

- 1 - الداوي الشيخ ، الأزمة المالية العالمية ، انعكاساتها و حلولها ، مؤتمر الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي و الإسلامي ، طرابلس ، لبنان ، 13 - 14 مارس 2009 .
- 2 - الطاهر هارون ، لعقون نادية ، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية ، ماي 2009 .
- 3 - بالرقي تيجاني ، تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة على اقتصاديات دول المبنى و أسبابها في ضوء مطروحات مفكري الاقتصاد الإسلامي ملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، جامعة سطيف ، 2009.
- 4 - بلعزوز بن علي ، الأزمة المالية العالمية مظاهرها و سبل معالجتها ، بحوث و أوراق عمل الملتقى الاقتصادي الدولي الأول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية . جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة ، منشورات كلية الآداب و العلوم الإنسانية ، 2009 .
- 5- بن رجم محمد خميسي ، المنتجات المالية المشتقة أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعاتها الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، أكتوبر 2009 جامعة سطيف .
- 6 - بن نعمون حماد ، أزمة الرهن العقاري أسبابها و تداعياتها ، ملتقى قسنطينة .

- 7 - بوعشة مبارك ، الأزمة المالية : الجذور و الأسباب و الأفاق ، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية و الحوكمة العالمية ، أكتوبر 2009 ، جامعة سطيف .
- 8 - بوفليح نبيل و عبد الله الرتسي حميد ، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية ، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية ، أبريل 2009 .
- 9 - بوهزة محمد مرزوقي رفيق ، الأزمة المالية العالمية و أثرها على الاقتصاديات العربية ، الملتقى العالمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، أكتوبر 2009 ، جامعة سطيف .
- 10 - حبشي فتيحة ، الأزمة المالية الحالية و انعكاساتها على الاقتصاد العالمي ، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي و بديل البنوك الإسلامية ، قسنطينة .
- 11 - حسن عطا غنيم ، المشتقات المالية ملتقى حول تنظيم و إدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ مصر ، مارس 2005 ، المنظمة العربية للتنمية الإدارية .
- 12 - حسين عبد المطلب الأسرج ، الأزمة الاقتصادية العالمية و سياسة مواجهتها في الدول العربية ، الملتقى العلمي الدولي ، حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، أكتوبر 2009 ، جامعة سطيف .
- 13 - علي حناشي ، تحليل ظاهرة الأزمة المالية الحالية ، أسبابها و تداعياتها بحوث و أوراق عمل الملتقى الاقتصادي الدولي الأول ، أزمة النظام المالي المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية ، منشورات كلية الآداب و العلوم الإنسانية ، ماي 2009 ، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية ، قسنطينة .
- 14 - فريد كورتل : الأزمة المالية العالمية ، تنبؤ بالأزمة ، فرص الاستثمار المتاحة في ظلها و الحلول الممكنة لمواجهتها .
- 15 - مولود الغربة ، الأسباب المباشرة و الغير مباشرة للأزمة الحالية و آليات انتقالها ملتقى قسنطينة ، جامعة قسنطينة .
- 16 - ناصر مراد ، الأزمة المالية العالمية : الأسباب ، الآثار و سياسات مواجهتها، ملتقى سطيف .

- مجلة الدراسات المالية و المصرفية ، المشتقات هي الدواء الشافي المعاصر و جهة النظر الدولية ،
المجلد الثاني ، العدد الأول ، سنة 1994 .

IV - مواقع الانترنت :

- <http://racha.rigala.Net/T3-topic> .
- <http://forum.Kooora.com/f.aspx?t=27400127> .
- <http://www.elanin.com/vb/showthread> .
- <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/>
- <http://www.asca-sy.com/files/69.pdf>
- <http://www.world-acc.net/vb/showthread.Php?t=1035>
- <http://islamfin.go.forum.net/t52-topie>.

