

المشتقات المالية ودورها في تكريس الأزمات المالية العالمية

الطالب/ جاب الله عادل رياض *

Abstract:

Les produits financiers dérivés ont été développés comme instruments de couverture de risques, mais ils ont évolué et sont utilisés pour prendre des positions spéculatives dans les marchés financiers. Ils génèrent en fait de nouveaux risques. Par leur importance, Ces produits dérivés ont joué aussi un rôle important dans la crise financière actuelle.

Les mots clés: Produits financiers dérivés, Crise financière actuelle, Marchés financiers, Couverture de risques.

ملخص:

المشتقات المالية إحدى أهم الأدوات المستخدمة لتغطية المخاطر، لكنها تطورت لتستخدم مواقف مضاربة في الأسواق المالية وانتشارها، وبالتالي تُنشئ مخاطر جديدة. كل هذه العوامل ساهمت في لعب دور هام في إحداث الأزمة المالية العالمية الراهنة.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، الأزمة المالية العالمية، الأسواق المالية، تغطية المخاطر.

* طالب دكتوراه ل. م. د. - جامعة الجزائر 3

مخطط المقال:

مقدمة

- 1) المشتقات المالية ومخاطرها
 - 1-1) تعريف المشتقات المالية
 - 2-1) أنواع المشتقات المالية
 - 3-1) مخاطر المشتقات المالية
- 2) المشتقات المالية وعلاقتها بالأزمة المالية العالمية الراهنة
 - 1-2) المشتقات المالية وارتباطها بالأزمة المالية العالمية
 - 2-2) سبل علاج الأزمة المالية العالمية

خاتمة

مقدمة:

شهدت السنوات الأخيرة تطورات كبيرة في أسواق المال وآلية عملها بالإضافة إلى تنوع الأدوات المالية التي تتعامل بها هذه الأسواق. وفي هذا الإطار، تم ابتكار المشتقات المالية التي ينظر إليها على أنها أداة هامة لإدارة وتغطية مخاطر التغيرات السعرية وإتاحة الفرصة أمام المستثمرين لتخطيط التدفقات النقدية وفتح مجالات جديدة للاستثمار لديهم، إضافة إلى كونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة، وتساهم في تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد، وسرعة تنفيذ الإستراتيجيات الاستثمارية، وتحقيق سمة الكمال للسوق. وفي المقابل، يكشف العديد من الباحثين الاقتصاديين في الغرب عن حجم المخاطر التي تسببها المشتقات.

وأثارت الأزمة المالية العالمية التي تفجرت على نطاق واسع في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، وامتدت آثارها إلى الكثير من الأسواق في مختلف دول العالم خاصة الأسواق الناشئة في الدول النامية العديد من التساؤلات، إلا أن هناك إجماع على أن الأسباب الرئيسية لحدوثها ترجع إلى الممارسات التي سادت في أسواق المال وانعدام الرقابة عليها، وذلك في إطار الحرية المطلقة للسوق وعدم تدخل الدولة لتنظيمها. فتم التوسع في منح الائتمان خاصة العقاري، وتم ابتكار الأدوات المالية الجديدة أو ما يطلق عليها المشتقات المالية، لتوليد المزيد من فرص منح الائتمان، وتوسع البنوك في نظام التوريق وتحويل ذلك الائتمان إلى أسهم وسندات تباع في الأسواق العالمية، وهي سوق قائمة على المالية الافتراضية بالأساس وترتبط بالمضاربات المستقبلية، وبالتدقيق في عمق الأزمة المالية يتضح مدى ضخامة سوق المشتقات المالية وارتفاع قيمتها.

1) المشتقات المالية ومخاطرها:

لم يكن ظهور المشتقات المالية وليد الصدفة، بل كان وليد حاجة وضرورة، وهو ما يؤكد الأهمية الاقتصادية لهذه العقود، والمزايا التي يمكن أن تحققها لمختلف المتعاملين الاقتصاديين. إلا أنها في الوقت نفسه، تتطوي على مخاطر كامنة في خصوصية وطبيعة عملها، والتي تعتبر أعلى من مثيلاتها في الأدوات المالية التقليدية، وخاصة ما يتعلق منها بتكريس الأزمة المالية.

1-1) تعريف المشتقات المالية:

تعددت التعاريف التي أعطيت للمشتقات المالية لأهميتها وتوسع نطاق استعمالها، حيث تعرف بأنها "عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية، أي الأصول التي تمثل موضوع العقد، وهذه الأصول تتنوع ما بين الأسهم، السندات، السلع وغيرها، وتتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، ولا تتطلب استثمارات مبدئية، أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود، وتسمح المشتقات المالية للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد"¹.

تعرف المشتقات المالية بأنها "عقود تؤدي في آن واحد إلى نشوء أصل مالي لمنشأة ما ومطلوب مالي أو أداة ملكية لمنشأة أخرى، حيث يؤدي ذلك إلى تحويل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية للغير دون أن تمتد عملية التبادل للأداة المالية الأساسية، التي نتجت عنها هذه المخاطر، مع أنها عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها"². كما تعرف المشتقات المالية على أنها عبارة عن "عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع... الخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية"³.

في الحديث عن المشتقات المالية، فالمقصود من الابتكار ليس مجرد الاختلاف عن السائد فقط، بل لابد أن يكون هذا الاختلاف متميزا إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية، ولذا فلا بد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لم تستطع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه⁴. وعليه، يمكن إجمال مفهوم الهندسة المالية بأنها ابتكار لحلول مالية، فهي تركز على عنصر الابتكار والتجديد، كما أنها تقدم حلا، فهي بذلك تلبي احتياجات قائمة أو تستغل فرصا أو موارد معطلة، وكونها مالية يحدد مجال الابتكار في الأنشطة الاقتصادية، سواء في التبادل أو التمويل⁵. كما تسعى الهندسة المالية إلى قيام

المؤسسات المالية (البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار) برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات وإستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية وكذا المحلية (أسعار الفائدة على السندات، أسعار الصرف، أرباح الأسهم، أسعار الأسهم، حجم التداول وغيرها)، ويتطلب ذلك أن تقوم الإدارات المالية والمنشآت المالية الحديثة بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في حقل المنتجات والأدوات المالية، يساعد على ذلك وجود قاعدة بيانات مالية تسمح بالمحاكاة والتجارب، بغرض تحقيق الربحية والنمو والاستقرار المالي.⁶

مما ينبغي الإشارة إليه بهذا الصدد أن من الأسباب الأساسية التي دفعت إلى ظهور أدوات الهندسة المالية ما يلي:⁷

- تذبذب أسعار الصرف للعملة المختلفة تجاه بعضها البعض؛
- زيادة المخاطر البيئية المحيطة بالمؤسسات والتي يصعب السيطرة عليها؛
- زيادة مخاطر الأعمال والتي يجب أن تعرف المؤسسات كيفية السيطرة عليها؛
- وتغير أسعار المعادن الثمينة وأسعار السلع الأساسية والمواد الخام.

وهناك عدة عوامل مسؤولة عن تطوير أدوات الهندسة المالية وتزايد استعمالها يمكن ذكرها في:⁸

- العولمة وما أدت إليه من الاتجاه العالمي المتزايد نحو إلغاء القيود المالية والاستثمارية أو الحد منها، وتسهيل تدفق الأموال بين الأسواق المالية والاستثمارية وتحسين مستوى الخدمات المالية والبنكية المقدمة إلى الزبائن؛
- الثورة المعلوماتية والإلكترونية التي أدت إلى تسهيل وتوسيع عمليات الاتصال بين مختلف المتعاملين في أنحاء مختلفة من العالم، والتوسع في التجارة الإلكترونية وإيجاد البرمجيات الجاهزة للحاسوب، والتي يتم استخدامها في العديد من المجالات المالية والبنكية ومنها استخدامات أدوات الهندسة المالية؛
- تزايد الطلب على منتجات مالية جديدة من الزبائن ولاسيما فيما يتعلق بالمنتجات المالية التي تقدم فرصا أوسع لتحقيق الإيرادات وإدارة المخاطر؛
- المنافسة الشديدة بين البنوك والمؤسسات المالية والاستثمارية، مما جعلها تفكر في توسيع نشاطاتها وتقديم المنتجات المالية الجديدة وبصورة مستمرة للزبائن؛
- زيادة سرعة التغيير في البيئة المالية والتقلب الشديد في أسعار الفائدة والعملة والسلع الأخرى بصورة عامة؛
- والتشريعات المالية الجديدة وإزالة القيود الخاصة باستخدام أدوات الهندسة المالية في بلدان عديدة والتي سمحت بتوسيع التعامل بهذه الأدوات.

1-2) أنواع المشتقات المالية:

المشتقات المالية هي أداة مالية تعتمد قيمها على قيم متغيرات أخرى أصلية، وتضم المشتقات مجموعة واسعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها وأجلها، وتشتمل هذه المشتقات: عقود الخيارات، العقود الآجلة والعقود المستقبلية، وعقود المبادلات.

- عقود الخيارات:

عقد الخيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في إتمام هذا التعامل، ويوجد نوعان من الخيارات هي خيارات البيع وخيارات الشراء:

1. خيارات الشراء:

يكون لمالك الخيار الحق في شراء الأصل المعني من بائع الخيار باتفاق على السعر عند تاريخ محدد مستقبلي، وإذا مارس مالك الخيار هذا الحق فعلى بائع الخيار تسليم الأصل.

2. وخيارات البيع:

يكون للمالك بيع الأصل المعني لبائع الخيار بموجب اتفائه على السعر عند تاريخ مستقبلي محدد، وإذا مارس مالك خيار البيع هذا الحق فعلى بائع خيار البيع شراء الأصل.

كما أن خيار الشراء أو البيع يمنح البائع الحق في شراء أو بيع عدد من الأسهم والسندات وكذا العملات إلى طرف آخر بسعر محدد مسبقاً مقابل هامش فيكون فيها تنفيذ العقد اختيارياً من قبل المشتري، وقد ينص على تنفيذ الاتفاق في تاريخ أو خلال فترة معينة.

- العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

العقد الآجل هو عقد يبرم بين طرفين مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق¹⁰. وهذا النوع من العقود لا يخضع لأي قيود، وبنوده تتحدد وفقاً لاتفاق الطرفين.

أما العقود المستقبلية فهي عقود قانونية ملزمة تمثل اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، ويتم تداولها في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكناً تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد، ونظراً لأن طرفي العقد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا الطرفين ضماناً بأن العقد سوف يحترم¹¹.

- عقود المبادلات:

تعود التجارب الأولى لهذه العملية إلى فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، حيث اعتبر عنصرًا جديدًا لإيجاد تسهيلات للإقراض على الصعيد الدولي، ومارستها البنوك المركزية التي تعاني من صعوبات مالية وذلك لضمان أصولها ضد تقلبات أسعار الصرف، وهي "عبارة عن اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل تدفقات نقدية في تاريخ معين"¹². أو هي "المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منها والمقوم بعملة مختلفة". وهذه التقنية تمكن المدنيين من تغيير العملة المقوم بها الدين، أو طريقة سداد مدفوعات خدمة الدين، أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه. كما تجمع عملية مبادلة العملات بين الشراء الفوري لعملة ما وبيعها آجلا في نفس الوقت أو العكس، وبمعنى آخر تتضمن هذه العملية تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع وقيمة كل من العقدين واحد، إلا أن تاريخي استحقاقهما مختلفين وتفصل بينهما فترة زمنية، وهناك نوعان من المبادلات هي مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملة.

1. عقود مبادلة أسعار الفائدة:

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول تقلب أسعار الفائدة السوقية والمخاطر الناجمة عن ذلك والتي قد تؤدي إلى الإفلاس من جهة أخرى، وعقد مبادلة أسعار الفائدة هو عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعة الفوائد بموجب فترات منتظمة، ويمكن أن تكون مبادلة أسعار الفائدة¹³:

- ✓ عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة؛
- ✓ عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد؛
- ✓ وعقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد.

2. وعقود مبادلة العملة:

يحدث أن تقتض إحدى المنشآت بعملة ما مع أنها قد تكون في حاجة إلى عملة غيرها، هنا تستعمل عقود مبادلة العملة ويمكن تعريفها على أنها اتفاق قانوني يتألف من عنصرين على الأقل من العناصر أدناه¹⁴:

- ✓ الترتيب لشراء أو بيع مقدار محدد من إحدى العملات مقابل عملة أخرى بسعر متفق عليه والذي عادة ما يكون سعر الصرف الحاضر وفي تاريخ متفق عليه أيضا؛
- ✓ ترتيب متزامن لإعادة تبادل مقدار العملة نفسه، عادة بسعر الصرف نفسه في تاريخ متفق عليه في الأجل المتوسط إلى الأجل الطويل؛
- ✓ وتسوية سداد تكاليف الفائدة بين الطرفين طوال فترة عملية المبادلة، حيث يتم السداد إما على فترات منتظمة أو بعملية سداد واحدة في تاريخ الاستحقاق.

1-3) مخاطر المشتقات المالية:

ينظر إلى المشتقات المالية على أنها أداة للتنبؤ واستكشاف السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضرة في تاريخ التسليم، وأداة للتغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية، وخاصة أن جميع المستثمرين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة، ويجد هؤلاء المستثمرين بغيتهم في أسواق المشتقات والتي تمكن أولئك الراغبين في تقليل المخاطر من تحويلها إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطر. ورغم أن التعامل في أدوات المشتقات المالية يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد وأسعار الصرف وكذا أسعار السلع، إلا أنه بحكم طبيعة تلك الأدوات إذ ترتبط بالتوقعات فهي كذلك تتضمن احتمالات الريح والخسارة، حيث أنها في حد ذاتها تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة وغير محتملة، مما يتسبب في إحداث الأزمات، وتتمثل المخاطر التي يمكن أن تواجهها أدوات المشتقات أساسا في جملة من المخاطر.

- مخاطر الائتمان:

ترتبط هذه المخاطرة بالخسائر الاقتصادية التي سيتكبدها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف الآخر في العقد في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها في العقد¹⁵، ويعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر انتشارا في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصات المنظمة، الأمر الذي يقتضي اهتمام المتعاملين في البورصات غير المنظمة بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها¹⁶.

- مخاطر السوق:

تظهر نتيجة لتقلب أسعار عقود المشتقات في الأسواق والتي ترجع في أغلب الأحيان إلى تغير في قيمة الأصل محل التعاقد. وتعتبر المخاطر السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في المشتقات المالية مراقبتها وقياسها رغم صعوبة القيام بذلك نظرا للتقلب الكبير في أسعارها¹⁷. وعليه، فإن الحد من مخاطر السوق يتطلب تقييما موضوعيا شاملا لظروف السوق، كما يتطلب أيضا أن تحافظ بيوت التسوية على حد أدنى مناسب من السيولة لديها وكذا على كفاءة أدائها كوسيط بين البائع والمشتري في السوق، وبحيث تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها بصفة مستمرة¹⁸.

- مخاطر التشغيل:

بشكل عام، مخاطر التشغيل هي المخاطر التي يكون مصدرها الأخطاء البشرية أو المهنية أو الناجمة عن التقنية أو الأنظمة المستخدمة أو القصور في أي منها، أو التي تنجم عن الحوادث الداخلية في المؤسسة، ويمكن أن تنتج عن عوامل داخلية وخارجية وتسبب خسارة مباشرة أو غير مباشرة¹⁹. وفي مجال المشتقات، تتعلق مخاطر التشغيل بأخطاء الأفراد العاملين وفشل المديرين وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية وضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات والتعامل معها. إذ أن زيادة تعقيد أدوات الهندسة المالية يجعل من الصعب إدارتها بصورة صحيحة وقد تحققت خسائر كبيرة نتيجة لسوء الإدارة²⁰.

- مخاطر التسوية:

تتمثل مظاهر مخاطر التسوية في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنيا، فقد يتعرض أحد الأطراف للخسارة إذا كان السعر الذي باع به مرتفعا مع رفض الطرف الآخر بالسداد في التاريخ المحدد للتسوية، كما قد تكون قيمة الأصل محل التعاقد عرضة لتقلبات الأسعار، وبالتالي قد تنخفض هذه القيمة في حالة عدم توافق ميعاد تسليم الأصل مع ميعاد استلام ما يقابله نقدا يوم التسوية²¹. ويمكن تقليل مخاطر التسوية في المشتقات المالية لدرجة كبيرة باستعمال شروط تصفية التسويات في الاتفاقيات الشاملة، وهذا يؤدي إلى تقليل مخاطر التسوية للاتفاقيات التي تتم بنفس العملة وتبقى مخاطرة كبيرة تتمثل في مشكلة التسديد بأكثر من عملة واحدة.

- مخاطر الإحلال:

أما مخاطر الإحلال فلا تتعلق بإخفاق أحد الأطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الالتزام مطلقا، وهو الأمر الذي يضطر معه الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته قبل الغير مع تحمله لخسائر جسيمة والتي تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر السوق للأوراق المتعاقد عليها²².

- مخاطر السيولة:

وهي المخاطرة التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الالتزامات أولاً بأول من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات أكثر صعوبة. وعلى الرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق المشتقات المالية، ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب وغيرها من العوامل، مما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسييل مراكزها بسرعة²³.

- والمخاطر القانونية:

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقاً لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة مثل هذه المخاطرة يمكن أن تنشأ، مثلاً من عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس، أو إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية، أو هي تلك المخاطرة الناشئة من عدم تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم امتلاك بعض المتعاملين للصلاحية في الدخول بالتعاقدات، لذلك يجب التأكد على ضمان امتلاك الأطراف المتعاملة للصلاحيات التي تخول لهم التعاقد باسم البنك أو المؤسسة، ومن ثم إتباع الإجراءات القانونية في عملية التعاقد²⁴.

2) المشتقات المالية وعلاقتها بالأزمة المالية العالمية الراهنة:

بالتركيز على الأزمة المالية الراهنة، فإن هناك إجماعا على أن الأسباب الرئيسية لحدوثها ترجع إلى الممارسات التي سادت في الأسواق المالية، وانعدام الرقابة عليها، وعدم تدخل الدولة لتنظيمها بفرض أن السوق قادرة على تصحيح نفسها، فتم التوسع في الائتمان خاصة العقاري، وتم ابتكار الأدوات المالية الجديدة المتمثلة في المشتقات المالية. وقد طغت ملامحها على الأسواق المالية خلال السنوات الأخيرة، خاصة مع الإقبال المنقطع النظير على هذه الأدوات، وذلك لتوليد المزيد من فرص منح الائتمان، مما استدعت الأزمة المالية العالمية انتباه قادة العالم وصانعي السياسات المالية كي يسعوا لإيجاد حلول للخروج لمواجهتها.

وبعيدا عن الحديث والجدل عن الازمات المالية، فمنذ أن ظهرت المشتقات المالية وحتى الان وهي تثير الجدل حول مشروعيتها وفائدتها للاقتصاد وسنعرض فيما يلي آراء المؤيدين والمعارضين للتعامل بالمشتقات المالية²⁵، فالمشتقات المالية أداة فقط، حسب الاقتصادي الأمريكي روبرت ميرتون * Robert C. Merton، وجدت لإدارة المخاطر وتجزئتها، وعليه يمكن استخدام المشتقات الأكثر استقرارا في إعاقة حركة المشتقات الأقل استقرارا²⁶. وشهد العالم في سنة 2008 أزمة مالية عالمية انفجرت في الولايات المتحدة الأمريكية، وانتقلت عدواها إلى الأسواق المالية لمختلف دول العالم عن طريق العولمة المالية واندماج الأسواق المالية، ولم تقتصر هاته الأزمة على الأسواق المالية والنقدية، بل تعدتها إلى المؤسسات المالية كبنوك الاستثمار، شركات التأمين ومؤسسات مالية متخصصة في التمويل العقاري. كما بينت الأزمة أن الأسواق المالية والمؤسسات المالية والمصرفية أصبحت تلعب الدور الأكبر في تكوين وزيادة الثروات، وقد أظهرت الأزمة المالية العالمية الغياب الواضح لآليات الرقابة على المشتقات المالية، خاصة في ظل التوسع في هذه الأدوات باعتبارها وسيلة جديدة لزيادة حجم الإقراض عن طريق توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد.

2-1) المشتقات المالية وارتباطها بالأزمة المالية العالمية:

يقوم نظام الأسواق المالية على نظام المشتقات المالية التي تستخدم معظمها في المضاربة على الأسعار، حيث أدت إلى تركيز المخاطر بدلا من تفتيتها، وإخفائها بدلا من تقليلها، والمخاطر الناشئة عن استخدام المشتقات المالية لإدارة المخاطر التجارية الموجودة

* روبرت ميرتون Robert C. Merton، اقتصادي أمريكي، من مواليد 31/07/1944 في نيويورك، حاز على جائزة نوبل في الاقتصاد لسنة 1997، والده عالم الاجتماع روبرت كينج ميرتون (1910-2003).

هي أكبر من المخاطر الأصلية، إذ يقول عنها بعض الغربيين بأنها أدوات للتدمير الشامل، أو قنابل موقوتة قابلة للانفجار في كل لحظة. وتشكل أدوات للقمار أو الرهان، وهي تفصل المخاطر عن الأصل ذي العلاقة، ومن ثم تصير المخاطرة سلعة تتم المتاجرة بها، أضف إلى ذلك أن كل دولار خسارة في سوق العقار يمكن أن يؤدي إلى خسارة مضاعفة عدة أضعاف في سوق المشتقات. فحجم الديون المرهون عليها بلغ 62 تريليون بنهاية 2007، مع أن حجم الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية بأكمله لا يتجاوز 10 تريليون دولار، الأمر الذي يؤدي إلى تقلبات حادة في الأسواق المالية وإحداث أزمات.

ولهذا الغرض، فإن المشتقات المالية لعبت دورا بالغ الأهمية في النمو المفرط للأنشطة المالية، وبالتالي في تحقيق الانفصال مابين الأنشطة الاقتصادية الحقيقية والأنشطة المالية، ومن بين مميزات المشتقات المالية التي ساهمت في حدوث الأزمة: نذكر خاصة أدوات مالية وهمية وأدوات مالية أكثر تعقيد، غياب الشفافية، واستخدام المشتقات المالية في المضاربة²⁷.

- أدوات مالية وهمية وأدوات مالية أكثر تعقيد:

تعتبر المشتقات أدوات مالية وهمية لأنها تقوم على الاحتمالات، ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات. وبالمقارنة مع ما كان سائدا منذ أكثر من 30 عاما مضت، فإن النظام المالي الحالي يكشف عن تمايزات أكثر غموضا بين مختلف أنواع القوى الفاعلة، وقدر أكبر من الاندماج، وكثير من أنواع القوى الفاعلة، وعلاقات أوثق بينهم ولكنها أكثر غموضا. وعلى الرغم من أن هذه التطورات ربما تكون قد حدثت نتيجة المبتكرات الرامية إلى تحسين كفاءة الوساطة المالية، فإنها قد أحدثت أيضا فرصا لزيادة الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية لتحويل المخاطر بين القوى الفاعلة بطرق غامضة وهو ما أدى إلى زيادة الصعوبة التي تواجهها الأسواق والمنظمون في تقدير المخاطر على أي مستوى، بينما ربما يكون نقص التنوع قد زاد احتمالات التحركات المنسقة التي قد تؤدي إلى زعزعة استقرار النظام.

حرمت الشريعة الإسلامية نظام المشتقات المالية الذي يقوم على معاملات وهمية يسودها الغرر والجهالة، إذ تعد من أشكال المقامرات المنهي عنها شرعا. فقيمة المشتقات المالية التي كانت سببا في تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية بلغت أكثر من 600 تريليون دولار، في حين تقدر قيمة الإنتاج العالمي بـ 60 تريليون دولار، أي أن القيمة المالية هي 10 أضعاف القيمة العينية²⁸.

- غياب الشفافية:

يعتبر عامل الغش وعدم الشفافية التي تتميز بها المشتقات المالية من الأسباب التي تقف وراء هذا الإعصار المالي، إضافة إلى التغاضي عن الأخطاء، وتضخيم الإنجازات وتقديم أرقام وهمية عن الأرباح، وتواطؤ شركات المحاسبة والتدقيق مع مسؤولي هذه الشركات، وتوسيع دائرة الفساد بين المسؤولين الكبار في هذه الشركات وتقديم الرشاوى لمسؤولين حكوميين، هذا ما أدى فقداً المتعاملين الاقتصاديين ثقتهم في الأسواق المالية.

يكون توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، وفي هذا السياق تحدد شروط الإدراج في السوق والتي تركز على عنصر الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضاً نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام²⁹.

ومن زاوية الدراسات المالية تعني الشفافية توفير المعلومات لغرض حماية مستقبل المساهمين ولجعل المجتمع يعترف بأن المؤسسة قادرة على الإيفاء بالتزاماتها، كون الشفافية تعد دعامة هامة لضمان العدالة والنزاهة والثقة في إجراءات إدارة المؤسسات وإدارة أفرادها واتخاذ القرارات الرشيدة، حيث تؤمن توصيل معلومات واضحة وصحيحة ووافية إلى كل الأطراف المستفيدة. وتنتظر الأسواق المالية إلى الشفافية على أنها الاتجاه السائد لتنظيم الإفصاح المحاسبي بقدر تعلق الأمر بالمستثمرين والأطراف المستفيدة كافة، فالشفافية إذن هي النظام والإجراءات العملية لتوفير مستلزمات الإفصاح عن النشاطات والإجراءات والأهداف والنتائج، كما أن هناك ترابط وثيق بين الشفافية والإفصاح إلى درجة قد يصعب التمييز بينهما³⁰.

- واستخدام المشتقات المالية في المضاربة:

وجدت المضاربة* عندما ظهرت طبقة من المتعاملين في الأسواق المالية بدفي شراء الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع أسعارها. واتسعت في السنين الأخيرة المتاجرة بالمشتقات المالية، خاصة أن معظمها يستخدم في المضاربة على أسعار صرف العملات أو أسعار الفائدة، وبلغ حجم تجارة هذه المشتقات أضعافاً مضاعفة من حجم التداول السلعي المتاح في العالم، مما أدى إلى رفع الأسعار بشكل متصاعد، مع ضخامة عمليات المشتقات وتنوعها

* المضاربة (Speculation) لغة: يقا ضارب له، أّجر في ماله، أي أنها مأخوذة من الضرب في الأرض وهو السفر فيها للتجارة،

أرجع إلى: تعريف المضاربة في الموسوعة العربية، على الخط،

<http://www.arab-ency.com/ar>

وعدم تأثيرها في النقدية أو الأصول أو الالتزامات الأخرى جعل الرقابة عليها من قبل مدققي الحسابات غاية في الصعوبة³¹.

2-2) سبل علاج الأزمة المالية العالمية:

عقب التأثيرات السلبية للأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الأمريكي والأوروبي خاصة، عمدت اقتصاديات هذه الأخيرة باتخاذ عدة إجراءات لمواجهةها والتخفيف من حدة التوترات في الأسواق، خاصة مع تراجع تدفقات الأموال في النظام البنكي، وفي التالي بعض مبادرات الدول كأمريكا والمجموعة الأوروبية وحتى العربية للخروج من الأزمة. وللخروج من الأزمة، يرتبط بمعالجة المسائل النقدية المالية، كون النقود أصبحت أصلا ماليا يعطي صاحبه الحق في الحصول علي ما يشاء من من السلع والخدمات المعروضة في الاقتصاد³².

- خطة الإنقاذ الأمريكية:

تصدت جميع المؤسسات المالية الأمريكية للأزمة المالية العالمية فور اندلاعها على نطاق واسع بصورة غير مسبوقه. ومن الأهداف العديدة وراء خطة الإنقاذ المالي التي أعلنت عليها المؤسسات المالية الأمريكية:

1. إنقاذ البنوك والمؤسسات المالية الأخرى بشراء وزارة الخزانة لأوراقها المالية التي تستند إلى قروض عقارية ذات أصول عالية المخاطر.
2. إعداد بنك الاحتياطي الفيدرالي بالسيولة النقدية اللازمة له لأداء مهامه، بعد أن قام بالفعل بإقراض مؤسسات مالية تريليون دولار تقريبا في مقابل عشرات الآلاف من الأوراق المالية بهدف إنقاذ البنوك لتجنب انكماش مدمر في النشاط الائتماني.
3. وطمانة المودعين على ودائعهم لدى البنوك التجارية لمنعهم من سحب مدخراتهم بسبب حالة الذعر المالي المصاحب للأزمة والحفاظ على السيولة المناسبة لدى البنوك لأداء وظائفها.

- التحرك الأوروبي في مواجهة الأزمة:

بدأت مواجهة الأزمة المالية في أوروبا بتحركات أحادية من الدول الأوروبية تفنقر إلى التنسيق المشترك فيما بينها، لكن سرعان ما تم إدراك مدى أهمية التنسيق المشترك لاتخاذ مواقف متناسقة بين هذه الدول في مواجهة الأزمة المالية. وقد شدد البرلمان الأوروبي على

ضرورة ضبط عمل القطاع البنكي ووضع قواعد صارمة لمراقبة حركة الأسواق المالية في أوروبا وضمان استمرار فاعليتها، ودعم الدور الذي تلعبه البنوك المركزية الأوروبية في حركة السوق، واعتماد مبدأ الشفافية والمحاسبة، وسرعة تطبيق الضمانات على الودائع البنكية بشكل متناسق بين الدول الأعضاء، وضرورة تنشيط وضبط وكالات التصنيف الائتماني.

وعليه، ووفقا لطلبات البرلمان الأوروبي، اتخذت كل من قمة "باريس المصغرة" حضرتها الدول الأربعة العضوة في مجموعة السبع الصناعية (فرنسا، ألمانيا، بريطانيا وإيطاليا)، حيث تم التركيز على ضرورة تبني خطة من شقين: في المدى القصير يتم حماية القطاع البنكي الأوروبي من الإفلاس وطمأنة المودعين من خلال وقوف الحكومات بجانب البنوك.

أما على المدى الطويل، فتم التركيز على ضرورة بناء الرأسمالية المالية على أسس جديدة. ثم تبنت مجموعة الدول الصناعية الكبرى (ألمانيا، فرنسا، الولايات المتحدة الأمريكية، كندا، بريطانيا، إيطاليا، اليابان) خطة تحرك موحدة، اتفق فيها وزراء المالية ومحافظي البنوك المركزية في هذه الدول على خمس نقاط أساسية³³:

1. اتخاذ كل الإجراءات اللازمة لتحرير الأسواق النقدية والتأكد من وصول البنوك والمؤسسات المالية إلى السيولة الملائمة؛
2. اتخاذ كل الإجراءات اللازمة واستخدام كل الأدوات المتوفرة لدعم المؤسسات المالية ذات الأهمية في النظام المالي ومنع إفلاسها؛
3. العمل على تمكين بنوك المجموعة وغيرها من المؤسسات المالية الوسيطة الكبرى عند الضرورة من جمع رؤوس الأموال من المصادر العامة والخاصة على حد سواء وبمبالغ كافية وإعادة الثقة فيها، والسماح لها بمواصلة الإقراض الاستهلاكي والاستثماري على السواء؛
4. العمل على أن تكون البرامج الوطنية في دول المجموعة بضمان الودائع البنكية متينة ومتجانسة، بما يسمح لصغار المودعين بمواصلة ثقتهم في سلامة ودائعهم؛
5. واتخاذ القرارات الملائمة في الوقت المناسب لانعاش أسواق الرهن العقاري الثانوية وغيرها من الأصول، مع ضرورة إجراء عمليات تقييم دقيقة ونشر معلومات شفافة عن هذه الأصول وتطبيق معايير المحاسبة المناسبة بالنسبة لها.

- والنهج العربي لمواجهة الأزمة:

اضطرت البنوك المركزية خاصة في دول الخليج العربي إلى ضخ كميات من السيولة لتلبية احتياجات الطلب على النقد، مما أحدث ارتباكا في سوق النقد والمال وأثر على الاحتياطيات النقدية في البنوك، وعموما يبقى تأثير الأزمة المالية محدودا خاصة بعد اجتماع وزراء المالية ومحافظو البنوك المركزية لاتخاذ إجراءات وسياسات تحول انتقال عدوى الأزمة المالية للقطاع البنكي العربي، ومن أبرزها ضخ أموال في النظام البنكي لمواجهة نقص السيولة وتحديد نسبة

التمويل الموجه للرهن العقاري وكذا مراقبة المؤسسات المالية العربية المرتبطة بالمؤسسات الدولية.

مما سبق، يمكن القول أن العالم يواجه أزمة مالية خطيرة مصدرها النظام الرأسمالي، كشفت عن هشاشة الأنظمة الاقتصادية والمالية، ولمواجهة الأزمة الراهنة يجب تكاتف الجهود الدولية لإعادة النظر في النظام النقدي والمالي الدولي وكذا إعادة الثقة في الأسواق المالية من خلال تدخل الحكومات والبنوك المركزية لضمان توفير السيولة للجهاز البنكي، كما يستوجب إعادة النظر في القواعد الأساسية للنظام الرأسمالي.

خاتمة:

إن التغيير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية أدى إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائد، وقد تحقق ذلك من خلال الهندسة المالية التي مكنت من ابتكار مجموعة من الأدوات والتقنيات، والتي من أهمها المشتقات المالية. هذه المبتكرات تحقق العديد من المزايا والمكاسب للمؤسسات المالية ومن أهمها التحوط والتغطية ضد المخاطر لتجنب الوقوع في حالات الإفلاس، وبالتالي الحد من الأزمات. لكن ما حدث في الأزمة المالية العالمية التي بدأت بوادها في صيف 2007 مع انفجار أزمة قروض الرهن العقاري، والتي جاءت كنتيجة للخسائر الفادحة التي منيت بها البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية بسبب توسعها في منح هذا النوع من القروض العقارية، أثبت أن المشتقات المالية قد لعبت دورا كبيرا في إحداثها وتعميقها، مما أثار شكوكا كثيرة حول هذه المنتجات ومدى قدرتها على توفير الحماية للمؤسسات المالية والحفاظ على استقرار الأسواق المالية.

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

الهوامش والمراجع:

- 1 طارق عبد العال حملا، «المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة»، الدار الجامعية للنشر، القاهرة، 2001، ص 16.
- 2 عادل رزق، «عالم الإدارة الإستراتيجية للاستثمار»، إتخا المصارف العربية، بيروت، 2006، ص ص 74-75.
- 3 مقال، «إضاعات مالية مصرفية، المشتقات المالية»، معهد الدراسات المصرفية، الكويت، العدد الثاني، ديسمبر 2009- في 2010،
http://www.kibs.edu.kw/upload/FinancialDerivatives_362.pdf
- 4 قندوز عبد الكريم، «الهندسة المالية الإسلامية»، مطبوعات مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الرياض، 2007، ص 1.
- 5 سامي السويلم، «نائة الهندسة المالية»، بيت المنشورة للتدريب، الكويت، 2004، ص 5.
- 6 فريد النجار، «المشتقات والهندسة المالية»، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 123.
- 7 هاشم فوزي عباس العبيدي، «الهندسة المالية وأنها التركز على إستراتيجيات الخيارات المالية»، إار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 61.
- 8 هاشم فوزي عباس العبيدي، مر مع سبق ذكره، ص 60.
- 9 إالد وهيب الراوي، «إارة المخاطر المالية»، إار المسيرة للنشر، عمان، 1999، ص 108.
- 10 هندي منير إراهيم، «الفكر الحديث في إدارة المخاطر»، الجزء الثاني، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003، ص 6.
- 11 طارق عبد العال حملا، مر مع سبق ذكره، ص 16.
- 12 عرفان تقي الحسيني، «التمويل الدولي»، إار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999، ص 185.
- 13 محمد إالح الحناوي، «ورقة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق»، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000، ص 332.
- 14 إرايان كويل، «مبائة العملات»، إار الفاروق، القاهرة، 2005، ص 11.
- 15 طارق عبد العال حملا، مر مع سبق ذكره، ص 264.
- 16 سحنون محمود & محسن سميرة، «مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في إلق الأزمات»، الملتقى العلمي الدولي حول «الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية»، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، إامعة سطيف، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، [كتاب الملتقى، ص 6].
- 17 إان إرم محمد إميسي، «المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعاتها»، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، إامعة سطيف، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، [كتاب الملتقى، ص ص 11-12].
- 18 محمود سحنون محمود & محسن سميرة، مر مع سبق ذكره، ص 6.
- 19 مقال، «مخاطر التشغيل»، موقع المعرفة،

<http://www.marefa.org/>

- 20 بن رجم محمد خميسي، رجوع بق ذكره، ص 12.
- 21 بن رجم محمد خميسي، رجوع بق ذكره، ص 12.
- 22 مير عبد الحميد رضوان، سن، «المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر»، إدار النشر للجامعات، القاهرة، 2001، ص 332.
- 23 هاشم فوزي، باس العباي، رجوع بق ذكره، ص 123.
- 24 هاشم فوزي، باس العباي، رجوع بق ذكره، ص 122.
- 25 وليد صلاح اللقاني، «الهندسة المالية... المشتقات المالية»، 2014/01/22،
<http://infotechaccountants.com/forums/topic/77327>
- 26 قال، «واربع روبرت بيرتوتو: المشتقات المالية بريئة من زرع الأزمات المالية»، 2014/12/05،
<http://www.news.emamsoft.net/News-35683.html>
- 27 نوبل كلارك، «نوع الأزمات في المستقبل»، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2008، ص 12.
- 28 لحول عبد القيار، «دور الصيرفة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في الحد من أثر تدويل الخطر المالي على الأنظمة المالية العربية»، الملتقى الدولي الأول «الاقتران الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل»، المركز الجامعي غرداية، يومي 23 و24 فيري 2011.
- 29 فتاح صالح & عارفي فريدة، «تطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: رؤية لواقع الأوراق المالية العربية وبل رف كفاءتها»، مجلة البعث، ورية علمية حكمة نوية تنشر الأبحاث التطبيقية المتعلقة بالعلوم الإقتصادية والتجارية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، العدد 07، 2009، ص 181-194.
- 30 إنعام حسن، سن زويلف، «الشفافية في الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ودورها في الحد من آثار الأزمات المالية العالمية على سوق عمل المالي»، على الخط، ص 6.
www.zuj.edu.jo/wp-content/staff-research/economic/dr.inaam-al-zwalif/3.doc
- 31 رانة ريم، «دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008: رؤية تحليلية»، رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص المالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2012، ص 69.
- 32 أزم البيلاوي، «المالية العالمية الحالية: محاولة للفهم»، 2014/05/15، ص 2،
iid-alraid.com/Abwab/Artikel/2008/Dirasat/Dr0000117.doc
- 33 إبراهيم عبد العزيز النجار، «الأزمات المالية واصلاح النظام المالي العالمي»، دار الجامعية، الإكندرية، 2009، ص 121.