



دور المشتقات المالية في أزمة الرهن العقاري-دراسة تحليلية-

The role of financial derivatives in the mortgage crisis - Analytical study-

د. أمال بوسمينة¹، ط.د وسام موسى²، ط.د شهرزاد سويكي³

¹ جامعة أم البواقي (الجزائر)، amal_b82@yahoo.fr

² جامعة أم البواقي (الجزائر)، MOUICI.Wissem@univ-oeb.dz

³ جامعة أم البواقي (الجزائر)، souiki.chahrazed @univ-oeb.dz

تاريخ الاستلام: 2020/12/09 تاريخ القبول: 2020/12/11 تاريخ النشر: 2020/12/31

ملخص:

تعد المشتقات المالية عقود مالية تشتق من قيمة الأصل محل العقد، وقد ظهرت في البداية للتحوط من المخاطر، وتعظيم الأرباح، إلا أن التطور الكبير الذي شهدته هذه الأدوات، وكذلك اتساع نطاق التعامل بها أدى إلى حدوث الأزمات، أبرزها أزمة الرهن العقاري.

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور المشتقات المالية في نشوء أزمة الرهن العقاري 2007 - 2008. وسيتم إتباع المنهج الاستنباطي التحليلي في معالجة هذا الموضوع.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى جملة من النتائج أهمها: الاستخدام الواسع لعقود المشتقات كان له تأثير سلبي على عكس توقعات المتعاملين، مما أدى إلى إحداث خسائر على مستوى المؤسسات المالية، كذلك كانت المشتقات المالية السبب الرئيسي في نشوب أزمة الرهن العقاري.

الكلمات المفتاحية : مشتقات مالية، أزمة الرهن العقاري، مخاطر.

تصنيفات JEL : G20، E52

Abstract:

Financial Derivatives financial contracts is derived from the value of the asset to replace the contract initially appeared to hedge risks and maximize profits, but that the substantial development of these tools as well as the widening of the scope of the deal led to the occurrence of crises, the most prominent of mortgage.

This study aims to highlight the role of financial derivatives in the emergence of the 2007 – 2008 mortgage crisis.the analytical descriptive approach to this topic will be followed.

The study reached a series of results, the most important of which are : the widespread use of derivatives contracts that have had a negative impact on the contrary of the expectations of the dealers, resulting in losses at the level of financial institutions as well as financial derivatives were the main cause of the outbreak the mortgage crisis.

Keywords: Financial Derivatives, Mortgage Crisis, Risk.

JEL Classification Codes: G20 ,E52

المؤلف المرسل: أمال بوسمينه، الإيميل: amal_b82@yahoo.fr

1. مقدمة:

لطالما كان تطوير سوق المشتقات موضوع اهتمام الباحثين، صانعي السياسات، والوكالات المالية لما تلعبه من دور حيوي في النظام المالي، إذ تساهم وبشكل كبير في مختلف جوانب الاقتصاد ككل، إذ يقدم سوق المشتقات آلية فعالة تسهل تقاسم مخاطر الأسعار للسلع المتداولة في السوق، مما يساعد المنتجين على التعامل مع تقلب الأسعار. كما يلعب دوراً رئيسياً في التحوط السلس وإدارة المخاطر من خلال تعزيز تدفقات رأس المال إلى الداخل البلدان الناشئة والنامية، وبالرغم من أن عنصر المخاطرة ملازم للاستثمار أياً كان مجاله، إلا أن هذه المخاطر تبلغ ذروتها لدى المستثمرين في عقود المشتقات المالية بسبب حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها عقوداً تتعامل مع المستقبل، كما توصف بأنها معاملات صفرية لا تحقق أي قيمة مضافة للأصل الذي

عقدت عليه، وإنما ما يربحه أحد طرفي الصفقة يخسره الطرف المقابل. وبالرغم من أن البعض يرى أن مثل هذه الأدوات تعزز من السيولة ويتم توزيع المخاطر عن طريق التعامل فيها ولها بعض المزايا، إلا أنه من الجلي أن سلباتها أكثر بكثير، فالبعض يعتبرها السبب الرئيسي في خلق الأزمات. لما لها تأثير سلبي على النظم المالية من خلال إدخالها أكثر ديناميكيات الأزمات التي لا يمكن التنبؤ بها وهو محرك للعدوى، وأزمة الرهن العقاري خير دليل على ذلك.

تأسيسا لما سبق ذكره يمكن صياغة إشكالية الدراسة في السؤال الجوهرى التالي:

أي دور لعبته المشتقات المالية في نشوء أزمة الرهن العقاري؟

❖ أهمية الدراسة

تتبع أهمية البحث من الأهمية الكبيرة للأسواق المالية خاصة بعد التحول من مجرد الاعتماد على الأدوات البسيطة إلى البحث عن منتجات مالية مستحدثة تغطي احتياجات المستثمرين خاصة وأن هذه الأخيرة قد انتشر استعمالها في كل دول العالم حتى النامية منها هذا من جهة، ومن جهة أخرى تتبع أهمية بحثنا من أهمية الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد سنة 2008 ومختلف التداعيات التي خلفتها على كل الأصعدة وفي كل دول العالم إلى يومنا هذا.

لذا قمنا بتسليط الضوء على واحدة من أهم الأدوات المالية التي اتسع نطاق التعامل بها في الأسواق المالية، ألا وهي عقود المشتقات المالية وما انطوت عليه عملية التعامل بها من إيجابيات وسلبيات أدت إلى إحداث أزمات مالية حادة.

❖ منهج الدراسة

لمعالجة هذا الموضوع، سيتم اعتماد المنهج الاستنباطي والمنهج التحليلي، وهذا لوصف الظاهرة المدروسة وتصويرها كميا عن طريق جمع بيانات ومعلومات وتحليلها ودراستها.

❖ **تقسيمات الدراسة:** لدراسة هذا الموضوع والإمام بمختلف جوانبه سيتم تقسيمه إلى محورين كما يلي:

المحور الأول: التأصيل النظري للمشتقات المالية ولأزمة الرهن العقاري؛

المحور الثاني: علاقة المشتقات المالية بأزمة الرهن العقاري 2007-2008.

2. التأصيل النظري للمشتقات المالية ولأزمة الرهن العقاري

سنحاول من خلال هذا الجزء التطرق إلى ماهية المشتقات المالية و مختلف أنواعها، وكذا عرض أهم النقاط المتعلقة بأزمة الرهن العقاري 2008.

1.2 مدخل للمشتقات المالية:

تعتبر المشتقات المالية من أهم الأدوات المالية المستحدثة والتي لها دور كبير في الاقتصاد، وهذا ما سنحاول توضيحه من خلال ما يلي:

1.1.2 تعريف المشتقات المالية

تعددت التعاريف التي تناولت المشتقات المالية ومن أهمها نجد:

تعرف المشتقات المالية على أنها "عقود مالية تتعلق ببنود خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها" (بن عيسى، 2011-2012، ص 43).

كما تعرف على أنها: "عقود قيمتها من قيمة الأصل المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تنوع بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... إلخ" (عبد العال حامد، 2001، ص 05)

أما بنك التسويات الدولية (BIS) و هو أحد المؤسسات التابعة لصندوق النقد الدولي فقد قدم التعريف التالي: "المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول. و كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد،

فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد و التدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري " (عبد الحميد رضوان، 2005، ص59)

أ- أنواع المشتقات المالية

يمكن التفصيل في أنواع المشتقات المالية كما يلي :

✓ **العقود الآجلة:** العقد الآجل هو اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل في فترة محددة من الزمن- في المستقبل. في حالة وجود عقد آجل ، يكون السعر الذي يتم دفعه / استلامه من قبل الطرفين قد تم تحديده وقت إبرام العقد. (Washishtha. ,2010, p18)على خلاف العقود المستقبلية فإن العقود الآجلة لا يتم تداولها عادة في البورصات.

✓ **عقود المستقبلية:** تعرف المستقبلية بأنها عقود لشراء أو بيع سلعة أو أداة مالية محددة بسعر محدد وفي وقت محدد في المستقبل. وتعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقاً من أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، ويلزم كلا الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى الوسيط (السمسار) الذي معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية حقوق جميع الأطراف. (البعلي، 1991، ص 26) وكما ذكرنا سابقاً فإن العقود المستقبلية تنحصر تداولها بالمؤسسات المالية والمصرفية، فالبنوك التجارية ومؤسسات الادخار تستخدم عقود المستقبلية لاتخاذ مراكز التحوط من مخاطر تبدل أسعار الفائدة، بينما تمارس شركات الأوراق المالية أدوارها في هذه الأسواق من خلال تنفيذ الصفقات للأفراد والشركات واتخاذ مراكز تحوط لمخاطرها الاستثمارية تجاه تحركات سوق الأسهم أو أسعار الفائدة. (طلعت، 2017، ص 153).

✓ عقود الخيارات: يمكن تعريفه بأنه بين طرفين يعطي لمشتريه الحق في الإلتزام أن يشتري أو يبيع كمية معينة من الأسهم أو من سلعة معينة بسعر تنفيذ معين، خلال فترة سريان العقد ويدفع مشتري الخيار لقاء تلقيه هذا الحق مبلغا معيناً يسمى ثمن الخيار وهو مبلغ بسيط من سعر السهم أو سعر السلعة. (مهيدات، 2010، ص 03)، وتنقسم عقود الخيارات وفقاً لطبيعة وشروط العقد إلى نوعين أساسيين هما: (طلعت، 2017، ص 154).

- خيار الشراء: يعطي حامله الحق في شراء ذلك الأصل في الوقت المحدد وبالسعر المتفق عليه مسبقاً وهذا مقابل دفع مبلغ معين للطرف الثاني ألا وهو محرر الخيار.
- خيار البيع: يكون العقد خيار بيع إذا ما أعطي للطرف الأول أي المشتري الحق في أن يبيع إذا رغب للطرف الثاني أي محرر الخيار أصلاً معيناً بكمية محددة وسعر محدد وفي تاريخ محدد أو من خلال مدة زمنية محددة بحسب الاتفاق، وذلك مقابل حصول المحرر من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد.
- عقود المبادلات: تعرف بأنها هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية في الحاضر، على أن يتم التبادل العكسي للأصل في تاريخ لاحق محدد مسبقاً وهو عقد ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية، كما أن عقد المبادلة. (العبادي، 2008، ص 86)

2.1.2 مزايا الاستثمار بالمشتقات المالية

يمكن إيجاز مزايا الاستثمار بالمشتقات المالية فيما يلي:

أ- **المضاربة:** توفر المشتقات للمستثمرين فيها القدرة على تحقيق أرباحا مرتفعة عن طريق الاستفادة من مزايا الرفع المالي والتي تحققها باستعمال ما يعرف بأسلوب الهامش، وذلك بفعل تقلبات السعري للأدوات المالية الأساسية المشمولة بعقودها (مطر، 2013، ص 297).

ب- **التحوط:** يتم التحوط لتخفيض المخاطر الرئيسية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمرون مثل مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية، وأسعار الصرف، وأسعار الفوائد وغيرها (العبادي وآخرون، 2012، ص 66).

3.1.2 مخاطر الاستثمار في المشتقات المالية

الاستثمار في المشتقات المالية يمكن أن يعرض المستثمر فيها إلى مخاطر عديدة، نذكرها فيما يلي :

أ- **المخاطر الائتمانية:** وهي المخاطر الناجمة عن عدم وفاء أحد أطراف العقد بالتزاماته المالية المنصوص عليها بموجب العقد، ويظهر هذا النوع من المخاطر بوضوح عند التعامل بأدوات المشتقات في الأسواق غير الرسمية مما ينشأ معه مشاكل في توثيق المعاملات وتسوية التغيرات في قيمة المراكز اليومية للمتعاملين فيها (الدوري، 2010، ص 329).

ب- **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 أسعارها. (جاب الله، 2016، ص 143).

ج- مخاطر التشغيل: وهي تلك المخاطر المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي تتحملها المنشأة نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة وتشغيل عقود المشتقات داخل المنشأة نفسها، وذلك كما هو الحال في غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للمنشأة. كذلك تنشأ هذه المخاطر من خلال عمليات التسوية والمقاصة نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو غياب ضوابط الرقابة الداخلية، والإخفاق في إجراء عمليات التسوية والمقاصة بكفاءة عالية، أو اكتشاف المشكلات (الخطأ البشري، الغش والتزوير، قصور النظم) وهو ما يؤدي إلى إعاقة مستخدمي المشتقات عن تحقيق أهدافهم التشغيلية أو تلك المتصلة بإعداد التقارير المالية أو الالتزام والإذعان، الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في السوق لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش. (اللايد واخرون، ص، 50).

د- مخاطر التسوية: مخاطر التسوية تتمثل مظاهرها في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها أنيا، فقد يتعرض أحد الأطراف للخسارة إذا كان السعر الذي باع به مرتفعا مع رفض الطرف الآخر السداد 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 التسوية. (حاج الله، 2016، ص 143).

هـ- مخاطر الإحلال: تتعلق هذه المخاطر بعدم قدرة أحد الأطراف على الوفاء بالتزاماته 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 عليها.

و- **مخاطر السيولة:** تنشأ هذه 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.

ي- **المخاطر القانونية:** وهذه المخاطر تنشأ عن عدم القدرة على تنفيذ عقود المشتقات نتيجة سوء توثيقها، أو نتيجة عدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات الضرورية للتعاقد والوضع القانوني غير الأكيد لبعض المعاملات، وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس، أو إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية. وكذلك تؤدي التغييرات في البيئة القانونية إلى بعض المخاطر، وترجع هذه المخاطرة إلى كون العقود ليست ملزمة قانوناً وبمعنى آخر ليس لها قوة التنفيذ وتصيح عملية الالتزام أكثر صعوبة إذا كانت العقود دولية، كما ترتبط هذه المخاطرة بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد. (اللايد وآخرون، ص، 51).

2.2 الأزمة المالية العالمية 2007 - 2008 (أزمة الرهن العقاري):

شهد النظام الرأسمالي في العالم العديد من الأزمات ، أحرها أزمة الرهن العقاري التي برزت على مستوى الأسواق المالية في أوت 2007، حيث تعود تداعياتها إلى تدهور بسيط على مستوى سوق العقارات الأمريكي والذي بدوره أدى إلى تفكك جزء كبير من سوق الائتمان في الولايات المتحدة الأمريكية لنتقل بعدها العدوى شهر سبتمبر 2008 إلى السوق الأوروبية والآسيوية، ويعتبرها العديد من الباحثين من أكثر الأزمات المالية تأثيراً للاقتصاد العالمي بعد أزمة 1929 من حيث النطاق والشدة.

إن الأزمات الملازمة لسوق الرهون العقارية تعني انخفاض التدفقات النقدية الداخلة إلى المؤسسات المالية المقرضة لقروض الرهن العقاري بسبب عجز المقترضين

لتلك القروض عن تسديد الأقساط الشهرية المتضمنة مبلغ الفائدة وجزء من قيمة القرض في تواريخ استحقاقها مسببا نقصا حادا في السيولة، وعادة ما تبدأ الأزمة بسبب (فجاعة) في السوق العقارية والتي تكون جزءا من عمليات الازدهار - الركود والتي تدور حول الائتمان، إذ أن الاقتراض الميسر يولد طلبا متزايدا على العقارات مما يؤدي إلى رفع قيمتها والذي بدوره يزيد من مقدار القروض الممنوحة، وتبدأ الفقاعات عندما يشتري الأفراد العقارات اعتقادا منهم بأنهم قادرون على إعادة تمويل رهوناتهم مع الحصول على المكاسب الرأسمالية (سمير عبد الصاحب، 2009، ص 28).

1.2.2 أسباب أزمة الرهن العقاري

نذكر أهم أسباب أزمة الرهن العقاري في ما يلي:

أ- **تقلبات أسعار العقارات:** إن تقلبات أسعار العقارات تعد من الأسباب المهمة لحدوث الأزمة المالية العالمية، هذا لأن العقارات هي الضمان الذي تحتفظ به المؤسسات المالية المقرضة مقابل منحها للقروض.

ب- **تقلبات أسعار الفائدة:** تؤثر تقلبات أسعار الفائدة في قيمة المدفوعات الشهرية الواجب دفعها من قبل المقترضين ولاسيما إذا كان القرض من نوع أسعار الفائدة القابلة للتعديل، كما وتؤثر في مجموع قروض الرهن العقاري الممنوحة.

ج- **السياسة الإقراضية:** التوسع والإفراط بضمان البطاقات الائتمانية بدون رصيد (السحب على المكشوف) وطرح أدوات استثمار غير مفهومة من قبل الأفراد والمؤسسات مما أدى إلى تحمل تكاليف عالية مما تسبب في عدم قدرتهم على تسديد ديونهم وبالتالي نجم عن ذلك حجز سياراتهم ومنازلهم، فدارت الأزمة في دائرة مفرغة نتيجة اضطرار الأفراد والشركات إلى بيع عقاراتهم فهبطت قيمتها وزاد العرض عن الطلب في مجال العقارات وانخفض الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري وضعفت قدرة

البنوك في تمويل الشركات والأفراد وتهاوت المؤسسات والهارت وأفلست البنوك مما أدى إلى ظهور حالة الكساد الصعب.

د- المضاربة: ساعد المضاربون في إحداث الكثير من أزمات الرهن العقاري السابقة ويتركز تأثير المضاربة في رفع أسعار العقارات كما أن لها دورا كبيرا في انهيارها عند التوقف عن المضاربة، وللمضاربين تأثير في تعميق الأزمة عند المضاربة في قيم أسهم المؤسسات المالية المتأثرة بالأزمة في البورصات العالمية. (طلعت، 2017، 157).

ه- الزيادة الكبيرة في توريق الديون: التوريق عبارة عن عمليات التمويل المهيكل للأصول أين يتم فيها تحويل الدين إلى أوراق مالية قابلة للتداول، بحيث ينتقل الخطر إلى طرف ثالث، وتقوم البنوك بتوزيع مخاطرها على غيرها لقاء هامش كانت تفرضه على المقترضين، ولكن عندما انفجرت فقاعة الإسكان بوصول المكشوفة إلى حدود غير محتملة للبنوك، واكتشاف الكم الهائل من صكوك التوريق الخاصة بالديون العقارية غير قابلة للبيع ولا قيمة لها، كان الأمر بمثابة العاصفة الهوجاء التي أطاحت بعشرات البنوك الأمريكية، والتي تعصف بالاقتصاد العالمي كله، إذ اكتشفت البنوك آنذاك أنها تملك صكوك رديئة أو ما يسمى بالأصول المسمومة مما نجم عنها خسائر بمليارات الدولارات (يوسفات، 2009، ص05).

3. علاقة المشتقات المالية بأزمة الرهن العقاري 2007-2008

1.3 مساهمة عقود المشتقات في خلق بعض الأزمات:

من الناحية التاريخية تسببت المشتقات المالية في العديد من الأزمات منها أزمة يوم الاثنين الأسود حيث وجهت الاتهامات لأسواق المشتقات، بأنها سبب رئيسي للأزمة، إضافة إلى مأساة بنك بارنجر «bank Barings Brothers and company» الذي عصفت به رياح المشتقات. هذا فضلا عن تحطم المجموعة الألمانية «Mellallgesellschaft» عام 1994 بسبب التداول بالمستقبليات. و توسع القائمة لتشمل منشآت أخرى مثل: Med Greetings shemical Cargil ونجد حتى

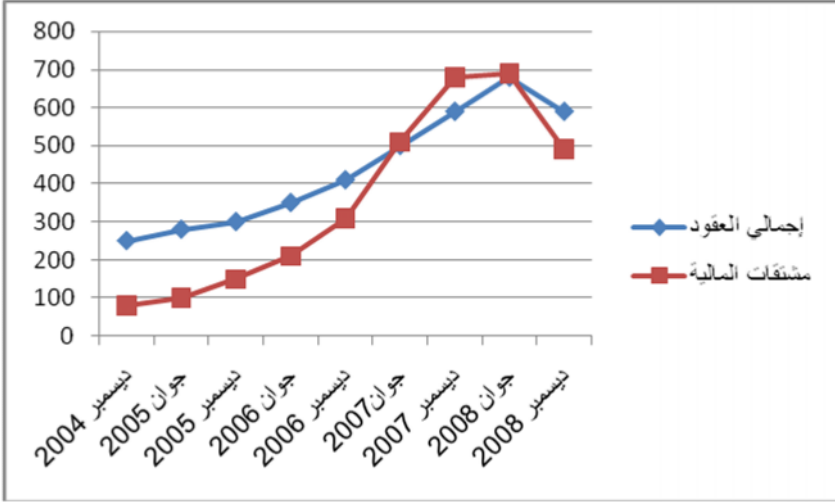
الصانع الأمريكي Dell المصاب بخسارة تقدر ب 23 مليون دولار أعلن عام 1994 انسحابه من سوق المشتقات. و إذا كان هناك خلاف حول ما إذا كانت المشتقات هي السبب الرئيسي في أزمة يوم الاثنين الأسود، فإن الكل يجمع على أن انهيار بنك بارنجز كان سببه المشتقات، كان ذلك يوم الأحد الموافق ل 1995/02/26، عندما وضعت مجموعة المصارف التجارية المسماة بارنجز تحت حراسة بنك إنجلترا، وهو المصرف المركزي، بعد أن أخفقت محاولة ترتيب من يشترى هذا المصرف. لقد تعرض البنك إلى خسائر فادحة، كان سببها دخول أحد المسؤولين فيه المتخصصين بالتداول بالمشتقات في معاملات غير مرخصة من خلال شركة في سنغافورة تابعة لشركة للأوراق المالية يمتلكها برنجز بإسم Barings securities التي تعتبر الذراع المنفذ لصنع السوق في المجموعة (سحنون، محسن، 2009، ص4).

2.3 علاقة المشتقات المالية بحدوث أزمة الرهن العقاري

إن المنتجات المالية المشتقة وجدت أساسا من أجل توفير الحماية للمستثمرين والمؤسسات الاقتصادية ضد الأخطار المالية (تقلب أسعار الفائدة، أسعار الصرف، المواد الأولية، المؤشرات، خطر عدم الدفع...).

وقد عرفت الأسواق الخاصة بهذه المنتجات المالية تطورا كبيرا جعل منها مصدرا لأغلبية الابتكرات المالية منذ سنة 1990. وتشير إحصاءات بنك التسويات الدولية في تقريره المؤرخ في ديسمبر 2007 المعنون بـ "أهم توجهات النشاط المصرفي والمالي والدولي" أن حجم الأسواق الخاصة بمختلف المشتقات المالية بما فيها مشتقات الائتمان المعيبة CDS بلغ في نهاية الثلاثي الثالث من سنة 2007 ما قيمته 681.000 مليار دولار أمريكي (سارامة، 2011 – 2012، ص 146). والشكل رقم 01 يبين ذلك:

الشكل رقم (01): تطور حجم المشتقات المالية خلال الفترة (2004-2008)



المصدر: إحصاءات بنك التسويات الدولية في تقريره المؤرخ في ديسمبر 2007 بعنوان "أهم توجهات النظام المصرفي والمالي الدولي".

يتضح من الشكل الموضح أعلاه النمو الرهيب الذي عرفته هذه الأسواق والذي جعلها تحتل مركز الصدارة بين الأسواق المالية، بحيث يفوق حجم التداول فيها بعدة مرات حجم التداول في أسواق الأصول الحقيقية أو التحتية والسبب يكمن أساساً فيما يلي (بن نعمون، 2009، ص 16):

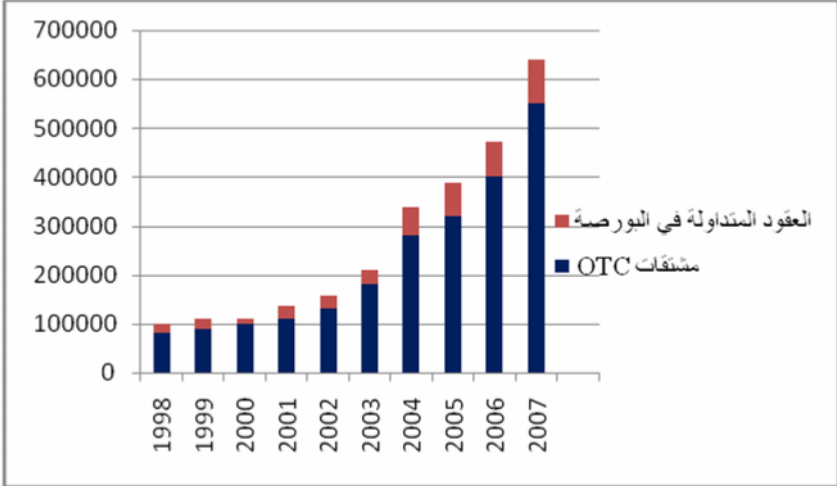
- ✓ تنامي حجم ونوعية الأخطار المغطاة؛
- ✓ استفحال ظاهرة المضاربة؛
- ✓ تنطوي هذه المنتجات المالية على قيمة مضافة عالية بالمقارنة مع الأصول المالية التقليدية.

لكن وبالرغم من التطور الكبير الذي شهدته المشتقات المالية إلا أنها تنطوي على خطورة كبيرة تهدد استقرار الأسواق المالية والنظام المالي بشكل عام، والسبب في ذلك راجع إلى:

- ✓ سوء تقدير الأخطار وبعض التجاوزات القانونية؛
- ✓ الاستعمال الكبير للرفع المالي؛
- ✓ تعقد المنتجات المشتقة والاستعمال المفرط للنماذج الرياضية والإحصائية المعقدة، مما يولد الانطباع لمستعملها بأنه يتحكم في الأخطار، في حين أن كل الدراسات توصلت إلى استحالة التحكم باستمرار في كافة العوامل التي تؤثر على النموذج المستعمل في تقييم المخاطر المرتبطة بها؛
- ✓ كثرة الصفقات في الأسواق غير المنظمة أو أسواق عقود المفاوضة بالتراضي، حيث تشير إحصاءات بنك التسويات الدولية في نفس التقرير السابق الذكر أن حجمها في نهاية الثلاثي الأول من سنة 2007 كان 516.000 مليار دولار، أي بزيادة قدرها 13.5% عما كان عليه في سنة 2004 أي بمعدل نمو سنوي 33% سنويا منذ سنة 1995، أما حجم الصفقات في الأسواق المنظمة فقد بلغ 165000 سنة 2007، والشكل رقم 02 يبين ذلك:

الشكل رقم (02): تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق خلال الفترة (1992-2007)

الوحدة (مليار دولار)



المصدر: إحصاءات بنك التسويات الدولية في تقريره المؤرخ في ديسمبر 2007 بعنوان "أهم توجهات النظام المصرفي والمالي الدولي".

من خلال الأشكال البيانية الموضحة أعلاه يلاحظ أن هناك تطورا مستمرا وكبيرا في سوق المشتقات المالية بصورة عامة، وسوق عقود المفاوضة بالتراضي بصورة خاصة، هذا ما يعني تزايد المخاطر، وذلك لإمكانية حدوث تراكم عشوائي للأخطار لدى طرف واحد، لأن الصفقات في هذه الأسواق متروكة للتفاوض بين المتدخلين، وهذا ما يطرح عدة مشاكل من بينها عدم الشفافية التي تحيط بالصفقات والتي تشجع البعض خاصة المؤسسات المالية الكبرى، على المبالغة في تحمل المخاطر وتعريض النظام المالي للانهيار دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك، كون الصفقات ثنائية غير معلنة مسجلة خارج الميزانية، وفي المقابل فإن الصفقات في الأسواق المنظمة

تكون أكثر أمانا للطرفين، إذ يراعى فيها التقيد الصارم بالتنظيمات والقوانين، والأهم من ذلك أن لهذه الأسواق المنظمة خصوصية تكمن في وجود غرفة مقاصة تسهر على توازن السوق وتقلل من الأخطار (سراممة ، 2011-2012، ص 150).

بالإضافة إلى ما سبق، هناك إجماعاً أن ما زاد من خطورة أسواق المشتقات المالية في السنوات الأخيرة وجعلها من أبرز وأهم العوامل التي أدت إلى نشوء الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري) هو عنصر تركر الأخطار، والذي عادة ما يكون سبباً في ظهور الخطر النظامي. ففي الأحوال العادية يتم توزيع الأخطار على الأطراف التي تقبل تحملها، لكن هذا لا يعني أن هذه الجهات أو المؤسسات تملك القدرة على تحمل ذلك القدر من المخاطر، فالاعتقاد بأنها تملك التغطية الكافية قد يدفعها إلى تحمل المزيد من المخاطر، وهذا التركيز الكبير للأخطار في محفظة واحدة أو طرف واحد قد يؤدي نتيجة لوقوع سبب طارئ، إلى حدوث حالة إفلاس تنتقل بفعل العدوى المالية إلى باقي مكونات النظام المالي متسببة في نشوء أزمة نظامية. وهذا بالفعل ما حصل في أزمة الرهن العقاري، بحيث بينت إحصاءات أمريكية أنه في نهاية عام 2006، كان حوالي 98% من حجم التعاملات في سوق المشتقات المالية بيد خمس مؤسسات فقط، وهذا يتنافى طبعاً مع المبدأ الذي قامت عليه المشتقات وهو توزيع الأخطار على كافة السوق (سراممة ، 2011-2012، ص 150).

4. خاتمة

من خلال هذا الموضوع حاولنا الكشف عن غطاء المشتقات المالية التي ظهرت على أساس التحوط ضد المخاطر، فطالما ساهمت المشتقات المالية والأدوات المركبة الأخرى في تطوير نظام مالي مرن وذو كفاءة وفاعلية، ومعالجة المشاكل المالية والاقتصادية، إلا أن هذه الدراسة أثبتت العكس والدليل على ذلك نشوء أزمة الرهن العقاري 2007 - 2008، وذلك لطغيان الاقتصاديين في التعامل

بالمشتقات طمعا في كسب المزيد من الأرباح. فرغم أنها أثبتت فعاليتها على المستوى الجزئي إلا أنها تسبب أضرارا وخيمة على المستوى الكلي.

بناء على ما سبق يمكن تلخيص أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة

كما يلي:

✓ يجب أن تتكيف سياسات توظيف عقود المشتقات مع ظروف المنشآت والأسواق

المالية؛

✓ لا بد للمنشآت المالية وغيرها أن تحدد أهداف تعاملها بالمشتقات تحديدا واضحا

ودقيقا؛

✓ ظهور المشتقات المالية على الساحة الاقتصادية، وتزايد التعامل بها بشكل كبير

نظرا لأهميتها في كسب الأرباح والتحوط ضد المخاطر؛

✓ الاستخدام الواسع لعقود المشتقات كان له تأثير سلبي على عكس توقعات

المتعاملين، مما أدى إلى إحداث خسائر على مستوى المؤسسات المالية؛

✓ كانت المشتقات المالية السبب الرئيسي في حدوث أزمة الرهن العقاري؛

✓ كثرة صفقات المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة جعل منها أحد أهم

الأسباب التي أدت إلى حدوث أزمة الرهن العقاري، لأنها بدلا من أن تكون أداة

تحافظ على استقرار الأسواق المالية، أصبحت تساعد على تركيز المخاطر التي

تسببت في إحداث الخطر النظامي فوقعت الأزمة المالية العالمية بفعل انتقال العدوى

المالية.

من خلال النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم بعض التوصيات كالاتي:

✓ ضرورة التوعية الإعلامية للمتعاملين الذين يرغبون في زيادة أرباحهم، تجنب

التعامل بالمشتقات المالية لما لها من تأثير سلبي على الحياة الاقتصادية؛

✓ ضرورة اتخاذ الإجراءات اللازمة للحد من الانهيار المفاجئ للأسعار وقت حدوث الأزمة؛

✓ ضرورة تعزيز مستوى الشفافية والإفصاح عن المعلومات، ليطمئن حملة الأسهم والمستثمرين، بشكل ينعكس على استقرار السوق.

5. قائمة المراجع:

1. عبد القادر بن عيسى، "أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية - دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010 -"، 2011-2012، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.

2. طارق عبد العال حامد، المشتقات المالية- المفاهيم- إدارة المخاطر- المحاسبة- الدار الجامعية، 2001، الإسكندرية.

3. عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية والرؤية الشرعية، الكويت، الديوان الأميري، 1991.

4. هشام طلعت عبد الحكيم، "مخاطر عقود المشتقات المالية وانعكاساتها على الأزمة المالية العالمية - دراسة تحليلية في مصرف (Toronto - Dominion)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، 2017، المجلد 24، العدد 103.

5. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، الإسكندرية، 2005.

6. Ashutosh Vashishtha, Satish Kumar, **Development of Financial Derivatives Market in India- A Case study**, International Research Journal of Finance and Economics, 2010.

7. حمد مطر، "إدارة الاستثمارات" (ط 6)، دار وائل للنشر، 2013، عمان.

8. هاشم فوزي العبادي، وآخرون، "الهندسة المالية وإدارتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية" (ط2)، دار الوراق للنشر والتوزيع، 2012، عمان.
9. جاب الله عادل رياض، "المشتقات المالية ودورها في تكريس الأزمات المالية العالمية". مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، 2016، المجلد 05، العدد 01.
10. محمود فهيدات، المضاربات الوهمية السوقية ودورها في الأزمة المالية، عقود الخيارات، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية 1-2 ديسمبر 2010.
11. مؤيد عبد الرحمان الدوري، "إدارة الاستثمار والحفاظ الاستثمارية"، دار إثراء للنشر والتوزيع، 2010، الأردن.
12. يارة سمير عبد الصاحب، "أزمة الرهن العقاري وأثرها في القيمة السوقية للأسهم -دراسة تحليلية في مصرف-"، 2009، مذكرة ماجستير غير منشورة، الجامعة المستنصرية، العراق.
13. هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
14. علي عبد العاي اللايد وآخرون، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية، دراسة تطبيقية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، عدد جوان 2015، جامعة أم البواقي.

15. سراء الجرجوسي، ليلى الهاشمي، أزمة الرهن العقاري وانعكاساتها في اقتصاديات الدول العربية وطرق علاجها، مجلة جامعة التنمية البشرية، العدد 4، 2017.العراق.

16. محمد سحنون، ، سميرة محسن، "مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات"، ورقة بحثية مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، 2009، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر.

17. علي يوسفات، أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 02، جامعة المسيلة، 2009.

18. مريم سرارمة، "دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 - دراسة تحليلية-"، 2011-2012، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة.

19. حمادو بن نعمون، "طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008"، ورقة بحثية مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، 2009، جامعة فرحات عباس سطيف.