

## مبادلات العجز الائتماني وأثرها في الاستقرار المالي

مخلفي سارة كوثر طالبة دكتوراه ل م د  
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير  
جامعة قسنطينة 2 عبد الحميد مهري

### Abstract

One of the most important financial developments in the recent decades is credit derivatives, as they revolutionized risk management trends. The market of Credit Default Swaps (CDS), the main type of credit derivatives, has experienced an explosive growth in the past. CDS have existed since the early 1990's and the market size increased tremendously to reach its peak at the end of 2007. The recent global financial crisis has revealed some shortcomings in CDS market practices and structure. This research explores credit derivatives through CDS and their effects on financial stability and on generating systemic risk.

### Key words:

Credit Derivatives, Credit Default Swaps, Financial Stability, Systemic Risk.

### ملخص

تعتبر المشتقات الائتمانية أحد أهم التطورات المالية في العقود الأخيرة إذ أحدثت ثورة في مجال تسيير المخاطر. وقد شهدت مؤخرا أسواق مبادلات العجز الائتماني CDS (أهم المشتقات الائتمانية) نموا هائلا. تم إنشاء عقود CDS في تسعينيات القرن الماضي، ونمت السوق بشكل كبير حتى بلغت الذروة في سنة 2007. وقد أظهرت الأزمة المالية العالمية الأخيرة بعض أوجه القصور في معاملات هذه السوق؛ حيث تم لومها على كونها ساهمت في حدوث هذه الأزمة وأنها تؤثر على الاستقرار المالي من خلال توليدها للمخاطر النظامية وهذا بالنظر إلى طبيعة وخصائص هذه السوق، وخاصة لكونها قد سمح لها بأن يصبح حجمها كبيرا جدا دون توفر الإطار القانوني المناسب.

### الكلمات المفتاحية:

المشتقات الائتمانية، مبادلات العجز الائتماني، الاستقرار المالي، المخاطر النظامية.

## مقدمة:

تعتبر المشتقات الائتمانية الابتكار المالي الأكثر أهمية ونجاحا خلال العقد الماضي على مستوى الأسواق المالية. هذه الأدوات المالية تمثل صنفا مبتكرا من المشتقات المالية كونها تسمح بتسيير مخاطر الائتمان بشكل مختلف عما هو سائد وذلك من خلال تمكين البنوك من فصل المخاطر الائتمانية عن باقي المخاطر المالية لنفس الأصل المالي، وتحويلها إلى متعاملين آخرين في السوق يفترض أن تكون لهم قدرة أكثر على تحملها. إذن فقد مكنت هذه الأدوات من تسيير المخاطر الائتمانية والتحوط لها وأيضا إمكانية تداولها بشكل منفصل عن الأصل المالي الذي ترتبط به.

تضم المشتقات الائتمانية مجموعة من الأدوات المالية التي تخدم نفس الهدف، وتعتبر مبادلات التعثر الائتماني<sup>(1)</sup> (CDS) أهمها، نظرا لكونها تمثل اللبنة الأساسية في بناء الكثير من الأنواع الأخرى للمشتقات الائتمانية. بعبارة أخرى فهي تمثل حجر الأساس في سوق المشتقات الائتمانية.

لكن رغم أن الهدف الأساسي منها هو التحوط وإدارة مخاطر الائتمان، إلا أن عقود مبادلات العجز الائتماني كانت موضع اتهام خلال الأزمة المالية الأخيرة بكونها المتسبب في حالة عدم الاستقرار، حيث ذهب البعض إلى اعتبار هذه الأدوات السبب الحقيقي وراء حدوث الأزمة المالية العالمية خاصة وكونها ارتبطت بالعديد من البنوك والمؤسسات المالية المنهارة مثل: "ليمان براذرز"، "المجموعة الدولية الأمريكية AIG" و"سيتي قروب"، دون أن ننسى أزمة الديون السيادية خاصة في اليونان.

وبناء على ما سبق يمكن أن نطرح التساؤل التالي:

ما هي مبادلات التعثر الائتماني وكيف أثرت خلال السنوات الماضية على الاستقرار المالي؟  
ولدراسة هذه الإشكالية سنتطرق في المقام الأول إلى أسباب ظهور المشتقات الائتمانية من أجل فهم الإطار العام لظهور هذه الأدوات المالية ومن ثم نتقل إلى سرد

الإطار التاريخي الخاص بمبادلات العجز الائتماني لنحاول بعد ذلك الإلمام بتعريف المنتجات وأنواعها وطرق تسويتها ودوافع استخدامها، وبما أن هذه الأدوات تنتمي للمشتقات المالية المتداولة خارج البورصة فإنه من الصعب الحصول على إحصائيات دقيقة حول حجمها لذلك سنستعرض أهم المصادر التي توفر بيانات وإحصائيات حول نشاط السوق وحجم التداولات فيه إضافة إلى عرض خصائصها. وفي الأخير تطرقنا إلى المخاطر التي قد تنجم عن التعامل في هذه الأدوات والدور الذي قامت به خلال الأزمة المالية 2008.

يهدف هذا البحث أساسا إلى تسليط الضوء على أحد أهم الابتكارات التي عرفتها الأسواق المالية على مر العقود الماضية وتأثيرها على استقرار النظام المالي.

#### أولا: أسباب ظهور المشتقات الائتمانية: (2)

المشتقات الائتمانية هي مجموعة من الأدوات المالية تسمح بتحويل المخاطر الائتمانية إلى مستثمرين آخرين يفترض أن تكون لهم قدرة أكثر على تحملها. وككل ابتكار مالي، تمثل المشتقات الائتمانية استجابة لحاجة أساسية لدى المتعاملين في الأسواق المالية، تتمثل في التمكن من تحديد المخاطر الائتمانية، تداولها بسهولة عن طريق أدوات بسيطة تتوفر في السوق، والتحوط ضدها.

#### 1- فصل مخاطر الائتمان عن المخاطر السوقية:

الابتكار الذي أتت به المشتقات الائتمانية يتمثل في إمكانية الفصل بين مخاطر الائتمان وباقي المخاطر المالية المتعلقة بنفس الأصل المالي (والتي نعبر عنها عادة بمخاطر السوق) وتحويله إلى متعاملين آخرين في السوق. وبما أن تفكيك الجزء الخاص بخطر الائتمان هو أمر يمكن تحقيقه نظريا بالنسبة لكل الأصول محل التعاقد، فإنه يمكن أن نقول أن هذه الأدوات مكنت من تسيير خطر الائتمان والتحوط منه وأيضا إمكانية تداوله بشكل منفصل عن الأصل المالي الذي ترتبط به.

## 2- تداول مخاطر الائتمان:

كان البنك الأمريكي Citibank يضمن ترويج منتجاته من مشتقات الائتمان عن طريق استخدام الشعار التالي: "عوضاً عن بيع الأصل المالي، عليك بيع المخاطر المرتبطة بهذا الأصل".<sup>(3)</sup>

يتمثل السبب الثاني لإنشاء المشتقات الائتمانية والذي ينحدر مباشرة من السبب السابق، في إمكانية استخراج عزل خطر الائتمان لأداة دين وتحويله إلى طرف ثالث. وكما يؤكد أحد المسؤولين عن قسم المشتقات الائتمانية لدى البنك المركزي الألماني: "المشتقات الائتمانية هي تطبيق جديد لخاصية تحويل المخاطر التي تتميز بها المشتقات المالية." فالمشتقات الائتمانية تسمح بتحويل مخاطر الائتمان دون تحويل ملكية الأصل، وبالنسبة للبنوك فهي تسمح بفصل مخاطر الائتمان عن مخاطر التمويل.

## 3- التحوط ضد مخاطر الائتمان:

من المعلوم أن كل متعامل مدين له مخاطر ائتمان ذات خصائص خاصة به لا يمكن مقارنتها بتلك التي تخص مقرضين آخرين. وأيضا السندات ليست متجانسة فيما بينها فهي تختلف حسب تاريخ الاستحقاق مثلا أو حسب خصائص أخرى. وحتى التجانس الذي نتج عن عملية تنقيط السندات يعتبر غير كاف بدليل الاختلاف في هوامش الائتمان الملاحظ في السوق وذلك بالنسبة لصنف أصول تحمل نفس التنقيط. ولهذا فإنه من غير الممكن التحوط لمخاطر الائتمان عن طريق مؤشرات السوق، وإنما الطريقة الأمثل لذلك هي التي تكون لها علاقة مباشرة مع مصدر الدين، وهذا هو الدور الذي تقوم به المشتقات الائتمانية.

## ثانياً: مبادلات العجز الائتماني (CDS):

ستعرف في هذا العنصر على عقود مبادلات العجز الائتماني، خصائصها وأنواعها وأيضا نشأتها:

## 1- ماهية عقود مبادلات العجز الائتماني CDS:

لإلقاء الضوء على هذه الأدوات المالية سنتطرق لتعريفها وكيفية عملها وأيضاً خصائصها

أ- تعريف مبادلات العجز الائتماني وكيفية عملها:

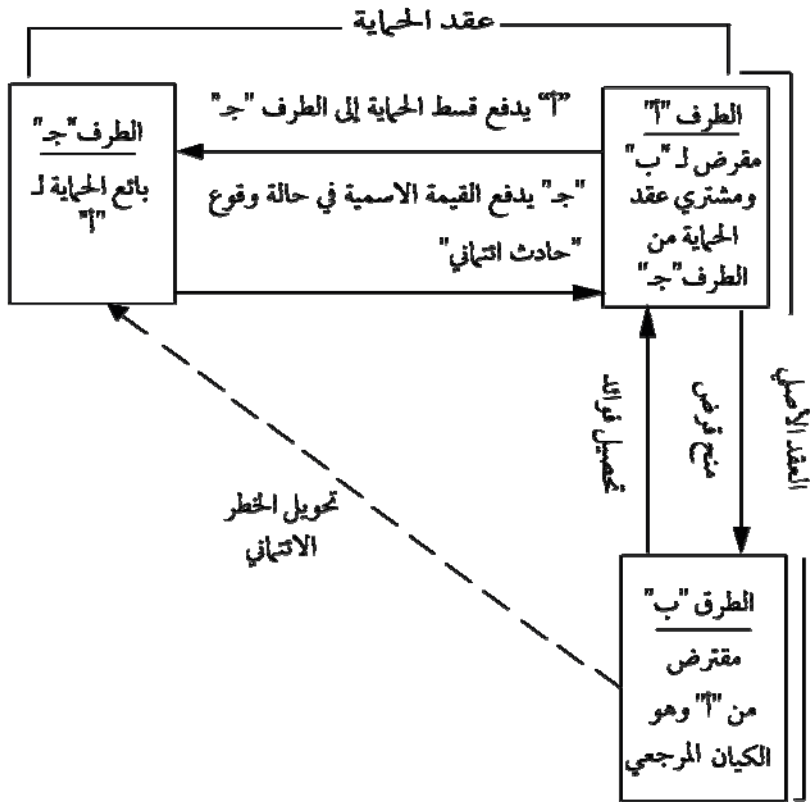
عقود مبادلات العجز الائتماني، مبادلات التعثر الائتماني، عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد، مقايضات العجز عن سداد قروض الائتمان، مبادلة التزام مقابل ضمان الدين... كلها تسميات تطلق على أهم أداة في سوق المشتقات الائتمانية وأكثرها شيوعاً واستخداماً، حيث أنه زيادة على استخدامها بشكل مستقل من طرف المؤسسات المالية ومديري الأصول فإنها تستخدم أيضاً على نطاق واسع في بناء المشتقات الائتمانية الحديثة والمنتجات المالية والمهيكلية إذ تمثل اللبنة الأساسية للكثير منها<sup>(4)</sup>. ورغم شيوع وصفها في الصحف ووسائل الإعلام العالمية على أنها "أدوات مالية معقدة"، إلا أن هذه العقود هي أكثر المشتقات الائتمانية بساطة على الإطلاق.

فعقود CDS هي منتج ائتماني مشتق عادة ما يتم تشبيهه بعقد تأمين ضد خطر التوقف عن الدفع. وهي عقود مالية للحماية تتم بين بائع ومشتري. مشتري الحماية (وليكن "أ") يدفع مبلغاً مالياً (علاوة prime أو قسط) يحسب سنوياً على أساس القيمة الاسمية للأصل موضوع العقد ويدفع بشكل منتظم (عادة كل فصل)، لبائع الحماية (وليكن "ج") الذي يتعهد بتعويض الخسائر التي تمس الأصل المرجعي في حالة وقوع حادث ائتماني يتم تحديده في العقد.<sup>(5)</sup>

إذن يتعلق الأمر بعملية غير ممولة: إذ لا يستوجب الأمر رصد أموال من أجل ضمان إتمام العملية، فبائع الحماية يحصل على دفعات دورية مما يزيد في ممتلكاته دون أن يكون قد استثمر أدنى مبلغ. وذلك في حالة عدم وقوع أي حادث ائتماني إلى غاية تاريخ استحقاق العقد. أما في الحالة المعاكسة، أي في حالة وقوع حادث ائتماني-وهو

أمر غير أكيد لكن تكلفته كبيرة جدا- يستوجب عليه القيام بدفع مشروط (un paiement contingent)، أي توفير أموال (بعدية)<sup>(6)</sup> ويمكن أن نوضح عمل هذه العقود من خلال الشكل التالي:

شكل 1- كيفية عمل مبادلات العجز الائتماني



المصدر:

Nathalie Rey. Les dérivés de crédit: instruments de couverture et facteurs d'instabilité. L'exemple des "Credit Default Swap", publié dans "Les risques financiers". Atelier dans le cadre de l'axe thématique "Intermédiation et systèmes financiers" du GdRE n335 "Monnaie, Banque et Finance" du CNRS, Nov 2007, Université Paris 12, France (بتصرف)

إن عقد CDS لا يغير شيئاً بالنسبة لشروط العقد الأصلي، فالمؤسسة المقرضة "أ" تتلقى من طرف الكيان المرجعي "ب" الفوائد وتسترجع الأموال التي أقرضتها طالما أنه لم يقع حادث ائتماني. المقرض "أ" لا يتوجب عليه أن يعلم المقرض "ب" بإبرامه عقداً مع الطرف المقابل "ج" للتحوط ضد مخاطر الائتمان المتعلقة به.<sup>(7)</sup>

#### ب- خصائصها:

مبادلات العجز الائتماني هي عقد يتم إبرامه بين طرفين، وككل عقد فهو يمتلك خصائص يجب تحديدها عند إنشائه:

- الأصل المرجعي: يتمثل في الأصل موضوع العقد أو أصل تحتي un actif (sous-jacent) مثل كل المنتجات المالية المشتقة. في حالة عقود CDS، فإن هذا الأصل عادة ما يتمثل في أدوات الدين (السندات، ...) التي يصدرها ما يعرف اصطلاحاً بـ "الكيان المرجعي" أما الحادث الذي يتم بناء على وقوعه دفع التعويضات المالية لمشتري الحماية فيسمى "الحادث الائتماني". هذه الحوادث الائتمانية تم توحيدها وتعريفها بدقة من طرف ISDA.

- القيمة الاسمية للعقد: يتمثل في المبلغ الذي يرغب مشتري الحماية في تأمينه.

- أجل العقد: تمثل مدة سريان العقد، والتي يستفيد فيها المشتري من التغطية أو الحماية التي يوفرها عقد CDS.

- هامش عقد CDS (ويسمى أيضاً قسط prime): يتمثل في المبلغ الذي يتوجب على مشتري الحماية أن يدفعه لبائع الحماية (على أساس دفعات منتظمة موزعة على طول فترة سريان العقد). هذا المبلغ يتم التعبير عنه بنسبة مئوية من القيمة النظرية للعقد. عادة ما يعبر عنه بنقطة أساس (1 نقطة أساس = 0,01%).

- معدل دفع الأقساط

- الدفعات الواجب القيام بها في حالة وقوع حادث ائتماني.

- مشتري الحماية وبائع الحماية: مشتري الحماية هو الطرف الذي يقوم بدفع مبالغ دورية مقابل الحصول على تعويضات في حالة وقوع حادث ائتماني. أما بائع الحماية هو الطرف الذي يلتزم بتعويض مشتري الحماية.

وبناء على هذه الخصائص نستنتج أن عقد مبادلة العجز الائتماني يتكون من جزأين:

الجزء الثابت jambe fixe: يتمثل في دفع مشتري الحماية للعلاوة (أو قسط التأمين)، ويمثل مقابل تحمل بائع الحماية للمخاطر. إذا لم يكن الأصل المرجعي موضوع حادث ائتماني فإن دفع هذه العلاوة يستمر إلى غاية تاريخ استحقاق العقد، وغالبا ما تكون هذه المدة خمسة (5) سنوات.

الجزء المتغير jambe variable: هذا الجزء لا يتم تفعيله إلا في حالة وقوع حادث ائتماني للكيان المرجعي خلال فترة سريان العقد، وفي هذه الحالة فإن دفع العلاوة الدورية يتوقف. هذا الجزء المتغير يسمح بتعويض الخسارة التي لحقت بالأصل المرجعي بعد وقوع الحادث الائتماني وتعوض مشتري الحماية عن هذه الخسارة. قيمة آخر علاوة يتم دفعها في هذه الحالة تحسب نسبة إلى الفترة الممتدة بين تاريخ آخر عملية دفع وتاريخ وقوع الحادث الائتماني.

## 2- أنواع عقود مبادلات العجز الائتماني:

هناك ثلاثة أنواع أساسية لعقود مبادلات العجز الائتماني:<sup>(8)</sup>

أ- مبادلات العجز الائتماني لشركة واحدة: Single-Name CDS: توفر الحماية لشركة أو كيان مرجعي واحد أو وحدة مرجعية سيادية.

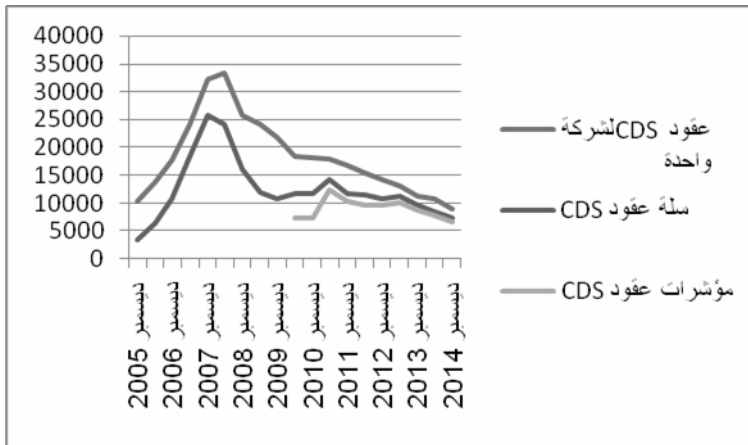
ب- سلة مبادلات العجز الائتماني: Basket- Credit Default Swaps: في هذا النوع يكون هناك أكثر من كيان مرجعي، إذ يتعلق الأمر هنا بمحافظ الكيانات المرجعية والتي يمكن أن يتراوح عددها من 3 إلى 100.



ت- مؤشرات عقود CDS : Credit Default Swaps index هي عقود تتمثل في تجميع لعقود CDS لشركة واحدة، أين يكون لكل كيان مرجعي حصة متساوية من القيمة الاسمية ضمن المؤشر. من أشهر هذه العقود CDXITTRAX.

ويمثل الشكل التالي تطور حجم أنواع عقود CDS منذ سنة 2005 إلى غاية سنة 2014:

شكل 2- تطور حجم أنواع عقود CDS خلال الفترة 2005- 2014



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على معطيات بنك التسويات الدولية (BIS) على الموقع

[www.bis.org](http://www.bis.org)

ونلاحظ من خلال الشكل أن النوع الأول الذي يمثل أبسط شكل لعقود CDS قد استحوذ على الحصة الكبرى من السوق وذلك على مر السنين منذ نشأة هذه العقود، حسب بنك التسويات الدولية فإن أكثر من نصف حجم سوق CDS (ما يقدر بـ 55%) يتمثل في عقود CDS لشركة واحدة في حين أن عقود CDS لمجموعة شركات لا تمثل نسبة 45% من المجموع.<sup>(9)</sup>

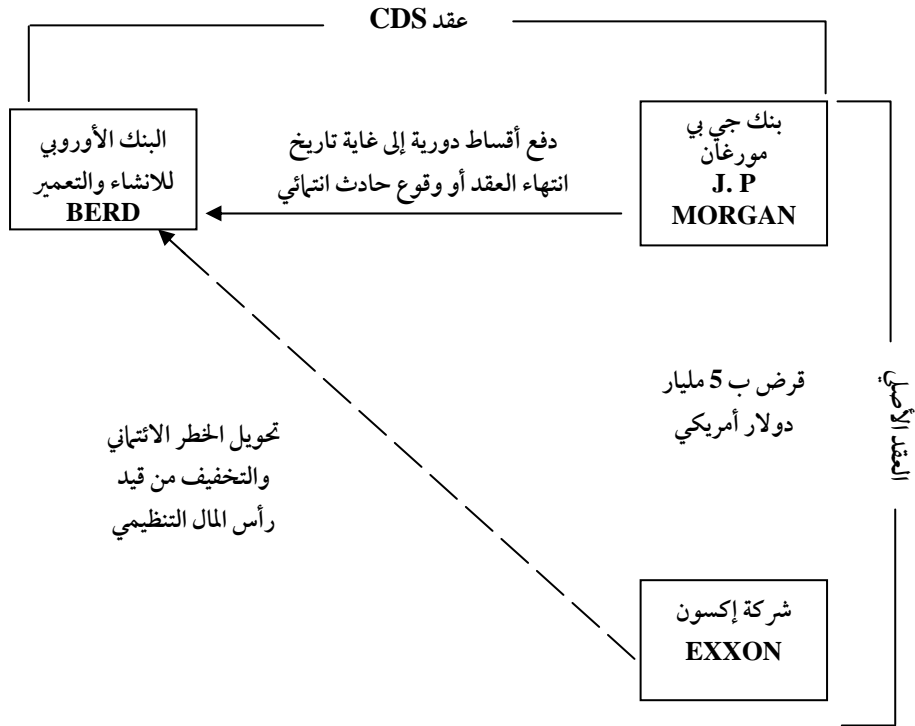
### 3- نشأتها وتطورها التاريخي:

يعتبر بنك جي بي مورغان (JP Morgan) الأمريكي صاحب فكرة توسيع مجال المشتقات المالية لتشمل الخطر الائتماني حيث ترأس عدة اجتماعات بولاية فلوريدا بالو.م.أ لهذا الغرض. وسبب ذلك هو أنه كان يرغب في منح قروض مالية ضخمة تقدر بخمسة (5) ملايين دولار أمريكي لشركة إكسون Exxon بغرض تغطية الخسائر التي تعرضت لها جراء التسرب النفطي سنة 1989 الذي تسببت فيه ناقلة النفط إكسون فالديز (Exxon Valdez).<sup>(10)</sup>

لكن كان هناك عائق يتمثل في الإطار التنظيمي الذي فرضته اتفاقيات بازل سنة 1988 والتي طبقتها دول G10 ابتداء من سنة 1992 (التي تنص كما هو معروف على أن البنوك يجب أن تتوفر على احتياطي رأس المال يصل إلى 8% من القروض الممنوحة). ولأن تكلفة هذا القرض في ظل هذا القيد التنظيمي كانت ستكون كبيرة جدا بالنسبة للبنك، فقد لجأ إلى خطة يقلص بها من قيمة رأس المال النظامي الواجب الاحتفاظ به لتغطية مخاطر هذا القرض<sup>(11)</sup>. وبهذا تم إنشاء أول عقد CDS سنة 1994 كان الطرف البائع لعقد الحماية فيه هو البنك الأوروبي للإنشاء والتعمير BERD كما هو واضح في الشكل أدناه:

## شكل رقم 3-مخطط توضيحي يمثل أول عقد CDS تم إنشاؤه

من طرف "جي بي مورغان" سنة 1994



المصدر: من إعداد الباحثة

وبهذا لن يكون البنك مضطرا لتجميد رأس المال كضمان مقابل منح القرض لشركة إكسون وعوضا عن ذلك بإمكانه استخدامه في أنشطة ذات مردودية أكبر. وافق المنظمون على هذه الحجة على أساس أن الخطر على المستوى المحاسبي (ميزانية البنك) قد تم نقله إلى كيان آخر عن طريق عقد مبادلة العجز الائتماني وأن مشتري الحماية (جي بي مورغان) لن يكون عليه أن يتكبد تكاليف رأس المال المتعلقة بذلك.

**ثالثاً: أسواق مبادلات العجز الائتماني:**

ستتطرق في هذا العنصر على مصادر البيانات في هذه السوق ونتعرف على حجمها وأيضاً خصائصها.

**1- مصادر البيانات في أسواق CDS:**

مع أن إدارة المخاطر على مستوى أسواق CDS عرفت تحسينات معتبرة، إلا أن هناك مستوى معين من حالة عدم التأكد لا يزال يلف أو يسود قيمة أو مقدار المخاطر التي يتم تحويلها فعلياً. ومن أجل تقييم هذا الحجم، فإنه تتوافر حالياً ثلاث مصادر أساسية للبيانات توفر إحصائيات دورية حول حجم مختلف المشتقات المالية، كل واحد منها يلجأ إلى طرق مختلفة لجمع المعلومات ويعتمد على عينات غير متجانسة من المشاركين في السوق حيث نجد: (12)

- دراسة مسحية للسوق (Market Survey) التي يصدرها الاتحاد الدولي

للمبادلات والمشتقات ISDA.

- إحصائيات حول المشتقات المتداولة خارج البورصة (OTC Derivatives

Statistics) لبنك التسويات الدولية BIS.

- والبيانات المحصل عليها من مستودع معلومات التداول (Trade Information

Warehouse (TIW) التي توفرها DTCC.

علماً أنه كانت هناك مصادر أخرى للبيانات في الفترة 1996-2006 هما: Fitch

وBritish Bankers Association اللذان قاما بإصدار إحصائيات حول تطور سوق CDS.

ولا تتطابق الأرقام المحصل عليها من كل مصدر نظراً لكون كل واحد منها

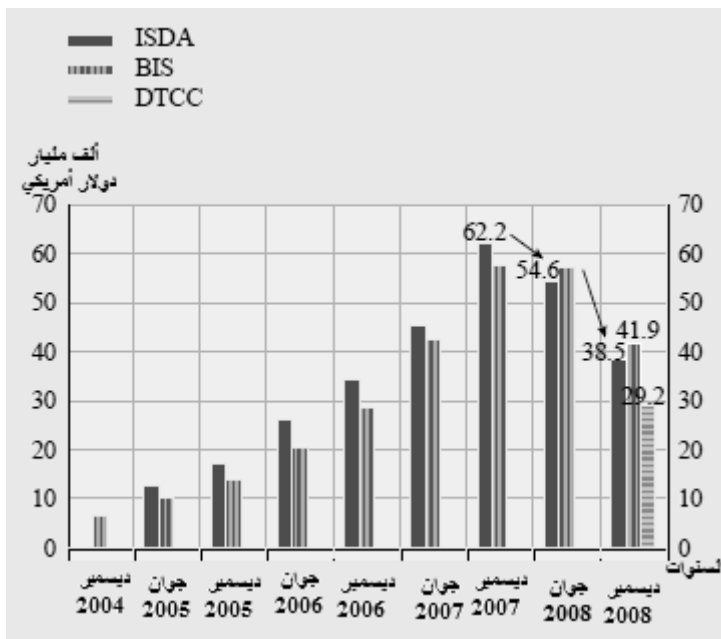
يستخدم أساليب أخذ عينات مختلفة، وهذا ما يعقد عملية تحليلها وتفسيرها وي طرح

التساؤل حول مصداقية وجودة البيانات المجمعة وأيضاً حول مدى تلاؤم أو تجانس

التعاريف المطبقة. ويمكن أن نستدل على ذلك من خلال الشكل التالي:

## شكل رقم 4- القيمة الاسمية المستحقة للمشتقات الائتمانية

خلال الفترة 2004 - 2008



المصدر: ECB, Credit Default Swaps and counterparty risk, August 2009

كما نلاحظ من خلال الشكل رقم 4 الذي يقدم لنا قيمة المبالغ المالية المستحقة للمشتقات الائتمانية خلال الفترة الممتدة من 2004 إلى 2008، حيث نلاحظ التفاوت الكبير بين الإحصائيات المقدمة من طرف ISDA و BIS وأيضا من طرف DTCC التي بدأت بتوفير البيانات ابتداء من أكتوبر 2008.

ويمكن أن نلخص خصائص الإحصائيات التي يوفرها كل مصدر من مصادر البيانات حول أسواق CDS في الجدول التالي:

## جدول رقم 01: خصائص الإحصائيات حول CDS التي توفرها BIS وDTCC

DTCC (Trade Information Warehouse)	BIS (OTC Derivatives Statistics)	ISDA (Market Survey)	
أكتوبر 2008	ديسمبر 2004	جوان 2011	تاريخ أول نشر
أسبوعي	سداسي	سداسي	معدل النشر
جميع المعاملات المؤكدة من طرف DTCC	على أساس تطوعي	على أساس تطوعي	نوع (طريقة) جمع البيانات
52 دولة	دول G10	21 دولة	العينة: التغطية الجغرافية:
- المبالغ الإجمالية عند الشراء وعند البيع. - المبالغ الصافية عند الشراء وعند البيع.	- المبالغ الإجمالية عند الشراء وعند البيع قبل إجراء أي اتفاق netting ثنائي - قيمة السوق الإجمالية	المبالغ الإجمالية	الإحصائيات:

المصدر: Anne DUQUERROY et all., Credit Default Swaps et stabilité financière: Quels risques ? Quels enjeux pour les régulateurs ? Revue de la stabilité financière n° 13, Banque de France, Septembre 2009, PP79 ,93

كما نلاحظ من الجدول، فإن بنك التسويات الدولية يمثل أقدم مصدر استمر في توفير البيانات إلى يومنا هذا، كما نلاحظ الاختلاف في المفهوم أو التعريف الذي يعتمد عليه كل مصدر كأساس لتوفير البيانات:

الحجم الخام (les volumes bruts) الذي تستخدمه BIS و DTCC في إحصائياتها يمكن أن يشبهه بمؤشر لتطور حجم النشاط في السوق، إلا أن طبيعة هذه السوق (كونها سوق غير منظمة) وأيضا النقص في نمذجة وتوحيد معاييرها كلها عوامل قللت من سيولة السوق وجعلت إمكانية استبدال وإحلال هذه العقود أمرا صعبا، مما يفرض على المتعاملين اتخاذ وضعيات جديدة في السوق من أجل تقليل انكشافهم الائتماني. إذا فالحجم الخام يمثل تراكما لحجم المعاملات فقط ولا يمثل عنصرا أو عاملا لتقدير المخاطر المرتبطة بالوضعيات المتخذة من طرف المتعاملين في السوق.

في حين تلجأ DTCC إلى استخدام المبالغ الصافية (les montants nets) وهي المجموع الصافي للوضعيات، سواء عند الشراء أو عند البيع، وذلك لكل طرف مقابل لكيان مرجعي معين.

وأخيرا فإن BIS يقدر أيضا القيمة السوقية الإجمالية للعقود، التي تقاس على أنها القيمة السوقية للعقود بعد إجراء عملية المقاصة الثنائية للوضعيات المتخذة في السوق من طرف المتعاملين فيها. هذا المقياس، يسمح بتقدير أفضل لمخاطر الطرف المقابل في سوق CDS، وذلك لكون حجم الانكشاف الائتماني هو متغير تابع للقيمة السوقية للعقود. وكمثال آخر على هذا الاختلاف نورد الجدول التالي:

#### جدول رقم 2- مثال حول اختلاف الإحصائيات الخاصة بعقود CDS

سنة 2008 حسب الهيئة التي قامت بها

(الوحدة ألف مليار دولار أمريكي)

DTCC(أ)	BIS(ب)	
14,8	25,7	مبادلات التعثر الائتماني لشركة واحدة
14,4	16,1	سلة مبادلات التعثر الائتماني
29,3	41,8	إجمالي العقود

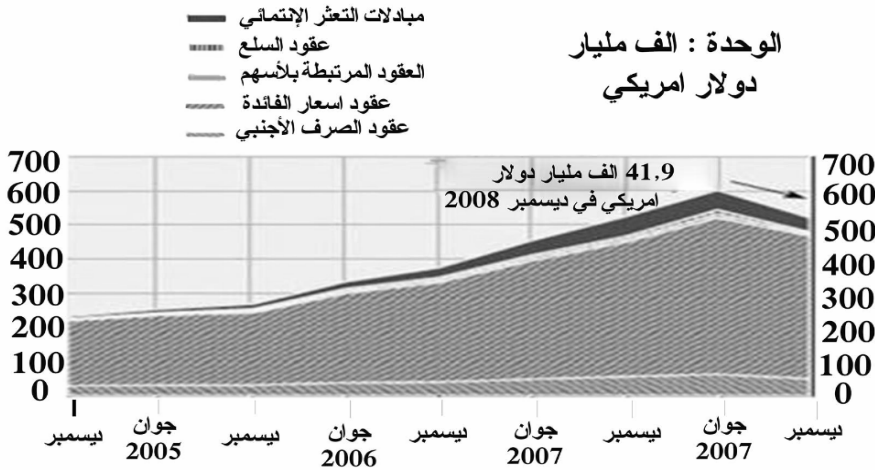
المصدر: ECB, Op. Cit, p 19 بتصرف

رغم أن جمع المعلومات الذي تقوم به ISDA هو الأقدم إلا أن إحصائيات BIS تبقى هي المصدر المرجعي من أجل دراسة تطور سوق CDS والمشتقات بشكل عام (على موقعها على الإنترنت، ISDA استعانت بإحصائيات BIS من أجل الحصول على بيانات أكثر تفصيلاً).

## 2- حجم السوق:

تطور حجم سوق مبادلات العجز الائتماني CDS بشكل كبير خلال العقد الماضي. وفقا لإحصائيات بنك التسويات الدولية BIS، فإن حجم هذا السوق قد ارتفع من 6 ألف دولار بالنسبة لإجمالي القيمة الاسمية سنة 2004 إلى 57 ألف دولار في منتصف سنة 2008، لينخفض بعدها إلى حوالي 29 ألف دولار سنة 2011. هذه الأرقام تظهر أن سوق CDS قد تحول من سوق متخصصة ودخيلة إلى سوق نشطة و ضخمة لتحويل المخاطر الائتمانية وأحد أهم الابتكارات المالية التي ظهرت في العقود الماضية، وهو الأمر الذي نلاحظه من خلال الشكل التالي:

شكل رقم 5- حجم أسواق CDS مقارنة مع باقي الأسواق المشتقة خلال الفترة الزمنية (ديسمبر 2004 - ديسمبر 2008)



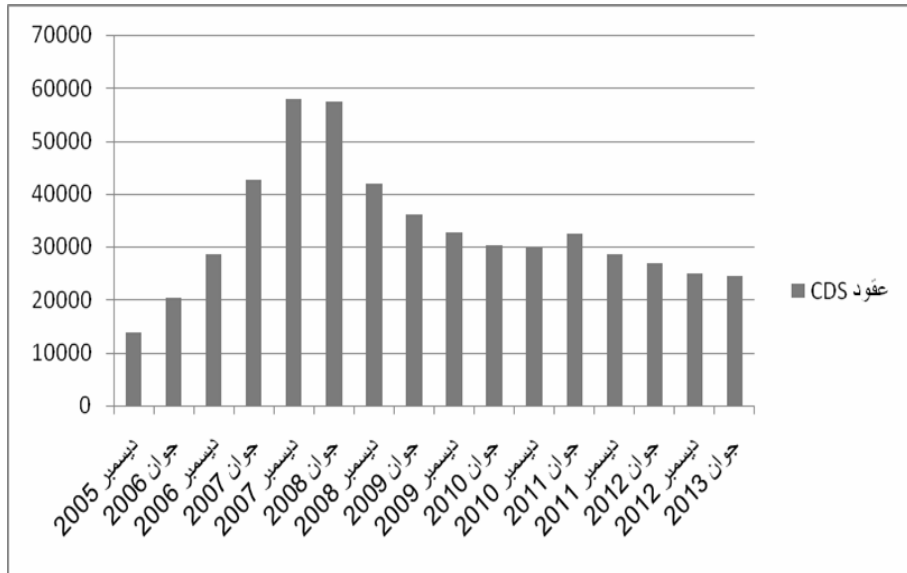
المصدر: ECB, Op. Cit, p 14



كما نلاحظ من خلال الشكل رقم 5 فإن حجم سوق CDS يفوق حجم باقي الأسواق المشتقة وهو ما يعكس أهميته ونموه السريع. حسب إحصائيات لبنك التسويات الدولية في جوان 2007 فإن حجم سوق CDS قدر في ذلك الوقت 90% من إجمالي المشتقات الائتمانية، وما يقارب 10% من سوق المشتقات المالية غير المنظمة OTC مقابل نسبة 2% فقط في سنة 2004.<sup>(13)</sup>

إن تطور هذا السوق ونموه السريع والذي كان ملحوظا أكثر في الفترة (2004-2007) قد رافق تطور التمويل المهيكل، حيث أن عقود CDS تعتبر حجر أساس لمنتجات أخرى مثل التزامات الدين المضمونة التصنيعية (Synthetic CDO's) ومنتجات أخرى مهيكله أكثر تعقيدا. ويمثل الشكل التالي تطور حجم عقود CDS خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى سنة 2013:

شكل رقم 6- تطور حجم عقود CDS خلال الفترة (ديسمبر 2005 - جوان 2013)



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على معطيات بنك التسويات الدولية (BIS) على الموقع

www.bis.org

نلاحظ من خلال الشكل أن حجم عقود CDS قد انخفض، وذلك بسبب أن السوق قد شهدت خروج أهم المتعاملين فيها مثل: بير ستيرتز، ليان براذرز وميريل لينتش. وقد تصادف هذا أيضا مع انخفاض تعاملات العديد من البنوك الأوروبية التي دخلت السوق من أجل تحقيق ربحها الخاص، إضافة إلى تسجيل انخفاض في عقود CDS المباعة من طرف صناديق التحوط حيث أن العديد من المؤسسات غير البنكية قد انسحبت من السوق بعد حدوث الأزمة المالية العالمية 2008. كما شهدت السوق في هذه الفترة خروج أهم المتخصصين في بيع هذه العقود مثل المجموعة الدولية الأمريكية AIG وشركات التأمين المتخصصة في تعزيز الائتمان (les Monolines).

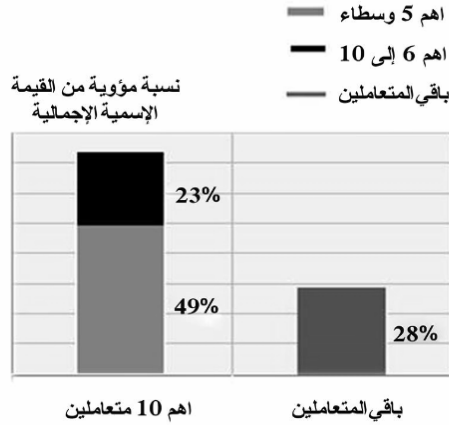
### 3- خصائص السوق:

تتميز أسواق CDS أساسا بما يلي:

أ- سوق تتميز بالتمركز الشديد:

سوق مبادلات التعثر الائتماني CDS هي سوق غير منظمة ينشط فيها وسطاء يطلق عليهم تسمية Dealers أين يتحكم عدد ضئيل من كبرى المؤسسات في معظم الأحجام ويعرضون القيم المتداولة لأقساط الحماية لمختلف الكيانات المرجعية. هذا التمركز بلغ أقصاه بالنسبة لشركة التأمين الأمريكية AIG. في 30 سبتمبر 2008 بلغت القيمة الاسمية الصافية لمجموع المشتقات الائتمانية التي باعها 372 مليار دولار. هذا المبلغ الضخم يمثل تقريبا ضعف إجمالي القيمة الاسمية الصافية التي باعها باقي أهم الوسطاء في نهاية أكتوبر 2008<sup>(14)</sup>. والشكل التالي يمنحنا فكرة عن مدى التمركز في هذه السوق:

شكل رقم 7-تمركز المعاملات بعقود CDS  
بين يدي أهم خمس (5) وعشر (10) متعاملين في السوق



المصدر: ECB, Op. Cit., p22

وكما يظهر في الشكل رقم 7 فإن أهم عشرة (10) وسطاء في هذه السوق يتعاملون بها يقدر ب 90% من حجم المعاملات مقدرة بالقيمة الاسمية الإجمالية، وحسب التقديرات فإن 30% من إجمالي المعاملات يقوم بها بنك JP Morgan لوحده كما هو مبين في الجدول رقم 3.

جدول رقم 3: أهم خمس وسطاء في سوق CDS

الوحدة: بليون دولار - 31 مارس 2009

بيع		شراء		المؤسسة
حجم السوق الخام	القيمة النظرية	حجم السوق الخام	القيمة النظرية	
479	3.668	514	3.834	JP Morgan
392	3.170	غير مذكور	3.430	Goldman Sachs Group
399	3.093	432	3.200	Morgan Stanley
363	غير مذكور	411	6.191	Deutsche Bank
248	غير مذكور	269	6.033	Barclays Group

المصدر: ECB, Op. Cit., p 21

هذه المستويات المرتفعة من التمرکز أحدثت مخاوف وأصبحت مصدر قلق له مبرراته لدى المنظمين والمسؤولين عن القطاع المالي وذلك بسبب مخاطر الطرف المقابل على مستوى سوق CDS: في مثل هاته الحالة، فإن إعسار وسيط رئيسي يمكن أن تكون له انعكاسات وآثار وخيمة على كامل السوق.

#### ب- سوق غامضة وذات إطار قانوني ضعيف:

تعتبر أسواق CDS من أكثر الأسواق المالية غموضاً مما جعل المختصين يطالبون بشفافية أكثر فيها. وبالنسبة لهذه القضية، فإن الأمر يتعلق بجانبين مختلفين تماماً: الشفافية بالنسبة للمنظمين والشفافية بالنسبة للمستثمرين. شفافية السوق هي كالعادة سلاح ذو حدين: فسوق CDS يتميز بوجود ظاهرة عدم تماثل للمعلومات قوية بين عدد قليل من الوسطاء الذين لهم صفة "صناع السوق" وبين باقي المتعاملين في السوق الذين لهم صفة "مستثمرين".

كما هو الحال في باقي الأسواق غير المنظمة، فإن هؤلاء الوسطاء ينشطون السوق انطلاقاً من معلوماتهم الخاصة، وبالتالي لن يكون لهم أي حافز للقيام بذلك عندما تكون هناك حالة تامة من الشفافية، إذ ستفقد هذه المعلومات قيمتها. من البديهي إذاً أن يعارض هؤلاء إنشاء سوق منظم لعقود CDS وكل محاولة للقيام بذلك لن تؤدي إلا إلى التقليل من نشاط السوق. ومصادر البيانات من القطاع الخاص مثل Markit والمصادر المرجعية للبيانات مثل DTCC ساهموا نوعاً ما في تحسين شفافية أسواق CDS، إلا أن فعاليتهم تبقى محدودة نظراً لكون مساهمة المتعاملين في السوق تبقى طوعية طالما أنه لا يتم التصريح بكل المعاملات.

#### رابعاً: دور مبادلات العجز الائتماني في الاقتصاد:

##### 1- استخدامات عقود CDS:

أ- التحوط: عقد CDS يمكن أن يستخدم للتحوط أو مثل بوليصة تأمين ضد مخاطر التعثر لسند أو قرض. فإذا كان هناك فرد أو شركة معرضة لمخاطر الائتمان فإنه

يمكن لها "الهروب" أو التخلص من جزء من هذا الخطر عن طريق شراء الحماية أي عقد CDS. وبذلك يمكن للبنك أن يتخلص من خطر الائتمان في حين يحتفظ بالقرض في محفظته. كما يمكن لشركة ما أن تقوم بنفس الشيء إذا تبين لها مثلاً أنها تعاني من تمركز للمخاطر الائتمانية بالنسبة لمقترض معين أو بالنسبة لقطاع ما، فإنها يمكن أن تخفف من ذلك عن طريق شراء عقد CDS. ولأن المقترض-الكيان المرجعي لا يمثل طرفاً في هذا العقد، فإن إبرام عقد CDS يسمح للشركة بتحقيق أهدافها في التنويع دون أن يؤثر ذلك على محفظة قروضها أو علاقتها مع الزبائن.<sup>(15)</sup>

ب- المضاربة: رغم أن الغرض من عقود CDS هو توفير الحماية لحاملها، إلا أنها للأسف أصبحت وسيلة أساسية للمضاربة وذلك من خلال ميزة أساسية لها وهي أنه يمكن لأي شخص حتى وإن لم يكن يملك أصلاً مالياً من أي نوع كان أن يشتري عقد الحماية CDS. وهي العقود التي تعرف بـ "عقود CDS العارية" أو عقود CDS على المكشوف. وهو ما يمثل أحد الاختلافات الجوهرية بين هذه العقود وعقود التأمين العادية. وقد شبه بعض الاقتصاديين التعامل في هذه العقود بشراء تأمين ضد خطر سرقة سيارة الجار والحصول على تعويضات في حال وقوع ذلك، وبالتالي فإن الحافز لأن يتحقق ذلك كبير جداً كما يعتبر البعض هذه العقود مجرد عقود للمقامرة.<sup>(16)</sup>

وقد دعا الخبير المالي جورج سوروس إلى فرض حظر صريح للتعامل بهذا النوع في العقود. كما لجأ منظم السوق الألماني (BaFin) إلى حظر التعامل بهذا النوع من العقود في 18 ماي 2010 لفترة تمتد من 19 ماي 2010 إلى 31 مارس 2011 وذلك بالنسبة لسندات الدول الأوروبية التي تتداول في السوق الألماني. وفي 27 جويلية 2010 قام BaFin بوضع قانون جديد يمنع عمليات البيع على المكشوف وعقود CDS غير المغطاة بشكل نهائي.<sup>(17)</sup>

ج- المراجعة أو التحكيم: يمكن أن تستخدم هذه العقود للتحكيم. إذا كان هناك تضارب بين أسواق النقد وأسعار المشتقات المالية، فإنه وفي ظروف معينة يكون هناك علاقة تكافؤ بين سندات الشركات وأسواق CDS. والتي يمكن التعبير عنها كما يلي:

العائد على السندات الخالية من المخاطر (سندات حكومية) = العائد على السندات (سندات للشركات) - هامش CDS.

أي أن هامش CDS = العائد على السندات الخاصة بالشركات - العائد على السندات الحكومية.

يمكن لمستثمر أن يقوم بعملية تحكيم الأرباح إذا تم التعدي على هذه العلاقة أو الإخلال بها: فإذا كان هامش CDS أقل من (العائد السندات - العائد على السندات الحكومية) فإنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحاً من خلال بيع السندات الحكومية على المكشوف وشراء السندات العادية زائد عقد CDS معاً لنفس الشركة.<sup>(18)</sup>

تعمل عقود CDS على تقوية النظام المالي أساساً من خلال ما يلي:<sup>(19)</sup>

- تسمح للبنوك بتحويل المخاطر إلى أطراف أخرى لها قدرة أكثر على تحمل المخاطر وبذلك تتمكن من التوسع في نشاط الإقراض.
- تمكن من توزيع المخاطر على نطاق واسع في كل أقسام النظام المالي وبالتالي منع وجود تركز كبير للمخاطر.
- توفر عقود CDS معلومات مهمة حول ظروف الائتمان مما يساعد البنوك وصناع القرار في الإشراف على الأنشطة المصرفية التقليدية.

## 2- مخاطر التعامل بعقود CDS<sup>(20)</sup>

- أهم المخاطر التي تشكلها عقود CDS بالنسبة للمؤسسات المالية والأسواق هي:
- أ- المخاطر التشغيلية.
  - ب- مخاطر الطرف المقابل.
  - ج- مخاطر التمرکز.

ومع ذلك فإن درجة المخاطرة المتعلقة بعقود CDS تختلف حسب: نوع عقد CDS، الكيان المرجعي والكيفية التي يتم بها استخدام عقود CDS.

## أ- المخاطر التشغيلية:

وتتمثل في خطر الوقوع في خسائر ناجمة عن الأخطاء البشرية أو إخفاق الأنظمة والضوابط. إن معالجة العمليات المتعلقة بعقود CDS يتطلب المرور بعدة مراحل، مثل تأكيدها، وهو الأمر الذي كان إلى وقت قريب جدا يتم بشكل غير آلي وهو ما يؤدي إلى تراكم التأخير في النظام. في تقرير صدر سنة 2007، أفاد مكتب المساءلة الحكومي<sup>(21)</sup> (غاو GAW) (Government Accountability Office) إلى أن هذه التأخيرات كان سببها إلى حد كبير هو وجود نظام غير مركزي، إضافة إلى إحالة العمليات إلى أطراف جديدة دون إخطار المتعامل الأصلي. في سبتمبر 2005 على سبيل المثال حوالي 63% من عمليات تأكيد المعاملات (حوالي 97650) للمتعاملين الأربعة عشر الأساسيين حول المشتقات المالية بقيت معلقة في انتظار عملية تأكيدها أكثر من 30 يوما. ضخامة حجم المعاملات التي هي في انتظار التأكيد زاد من حدة المخاطر التشغيلية بالنسبة للمتعاملين، لأن هذا يسمح بعدم ملاحظة الأخطاء الأمر الذي قد ينجم عنه خسائر. البنية التحتية التشغيلية من أجل التسوية المادية، التجديد وتقييم عقود CDS كلها شكلت مصدرا إضافيا محتملا لهذه الصعوبات.

## ب- مخاطر الطرف المقابل:

هو الخطر الذي يتحمله كل طرف في عقود المشتقات المالية التي تتداول خارج البورصة. ويتمثل في عدم احترام الالتزامات التي نص عليها العقد من قبل الطرف المقابل. البنوك والمؤسسات المالية الأخرى التي لها انكشاف ائتماني كبير بالنسبة للمشتقات المالية تستخدم تقنيات مختلفة من أجل الحد من التنبؤ وإدارة مخاطر الطرف المقابل. فالمشتري إضافة إلى خطر عدم تلقي دفعات الأموال التي تم التعاقد عليها، يجد نفسه فجأة من دون حماية، ويضطر بالتالي إلى استبدال عقد CDS بقيمة حالية للسوق أكثر ارتفاعا، أو أن يتخلى عن الحماية.

المنظمون، المتدخلون في السوق والملاحظون قد حددوا الكثير من التحديات التي تواجه إدارة مخاطر الطرف المقابل المتعلقة بعقود CDS:

أولاً: رغم أن نداءات الهامش وتكوين ضمانات يمثلان الأدوات الأولى للحد من مخاطر الوقوع في خسائر في حالة عدم احترام أو وفاء طرف مقابل بالتزاماته التعاقدية، فإن حساب المبالغ الموافقة يمكن أن يكون أمراً صعباً، لأنه ليس من السهل تحديد المبلغ الفعلي لخطر الطرف المقابل وقيمة الأصل المرجعي. بشكل خاص يمكن أن يجد المشاركون في السوق صعوبة في الاتفاق حول تقييم عقود CDS التي يكون موضوعها منتجات مثل ABS وCDO.

ثانياً: فإن الممارسات فيما يتعلق بالهامش ليست موحدة وتختلف حسب الطرف المقابل. على سبيل المثال: العديد من المتدخلين والملاحظين في السوق اقترحوا أن المؤسسات التي تتمتع بتصنيف (تنقيط notation) عالي والتي يكون تعرضها للمخاطر ضعيف وبالتالي لها خطر ائتماني غير معتبر، لا تكون مطالبة في خطوة أولى بتكوين أو إنشاء ضمانات. من بين هذه المؤسسات نجد شركات التأمين على السندات و AIG و Financial Products والتي هي فرع ل AIG لا يمارس نشاط التأمين.

ثالثاً: إن سوق CDS لا يخضع لأي شرط عام من أجل إدارة مخاطر الطرف المقابل الذي تشكله (تضغط به) كل معاملة بالنسبة لبقية النظام من خلال تجميع (تراكم) المخاطر expositions التي لها أهمية نظامية حتى وإن كان رأس المال غير كاف للحد من المخاطر المتعلقة بها.

### ج- خطر التمرکز والترابط:

والذي يتعلق بالخسائر المحتملة التي قد تحدث عندما تتعرض مؤسسة مالية إلى فئات متماثلة من عقود CDS. على سبيل المثال، عملاق التأمين AIG كان يمثل خطر تمرکز كبير لأنه باع عدداً ضخماً من عقود الحماية CDS على كيانات مرجعية مترابطة فيما



بينها. هذا النوع من المخاطر يميل إلى أن يكون أكثر أهمية بالنسبة لبائعي الحماية لأنه لا يوجد بالنسبة لها متطلبات فيما يخص الهامش والضمانات والتي تسمح لها بضمان أن البائع سيكون قادرا على الوفاء بالتزاماته.

#### خامسا: تأثير مبادلات العجز الائتماني على الاستقرار المالي العالمي؛

تطرقنا في العنصر السابق إلى أهم المخاطر التي تشهدها أسواق CDS. ويعتبر خطر الطرف المقابل هو الأهم والأبرز على مستوى هذا السوق، ذلك لأنه قد يتحول إلى خطر نظامي بكل سهولة نظرا لخصائص السوق التي رأيناها سابقا. إن العوامل التي يمكن أن تحول مخاطر الطرف المقابل إلى خطر نظامي تتمثل أساسا فيما يلي:

- التمرکز.
- الترابط.
- تعقد السوق وضعف الإطار القانوني (خاصة عدم وجود نظام مركزي للمقاصة (counterparty central clearing)).

وتعتبر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أول اختبار حقيقي لمبادلات العجز الائتماني، وأكثر حالة من حالات عدم الاستقرار المالي أجمع الكثير من المحللين والباحثين على أن عقود CDS ساهمت في حدوثها، حيث أنه على الرغم من الدور الإيجابي الذي يفترض أن تقوم به هذه العقود في الاقتصاد إلا أنه خلال هذه الأزمة أصبح من الواضح أن مجرد وجود عقود CDS لا يمثل شرطا كافيا لتحقيق نظام مالي أكثر استقرارا. وهناك عدة أسباب لذلك: (22)

- أن عقود CDS ساهمت في الموازنة بين المخاطر على مستوى المؤسسات المالية وبالتالي أدت إلى زيادة هشاشة المؤسسات المالية بالنسبة للصدمات ذات البعد النظامي (أو النظامية).

- كما أظهرت حالات AIG وشركات التأمين على السندات (monoline) فإن المخاطر الائتمانية قد تراكمت في أقسام معينة من النظام المالي والتي لم تكن لها القدرات التنظيمية أو المالية الكافية للتعامل مع هذه المخاطر.

- وأيضاً من خلال زيادة مخاطر الطرف المقابل وفي الوقت نفسه ترك المشاركين في السوق من غير معلومات كافية حول هذا الخطر فإن عقود CDS قد تشكل قناة أخرى لآثار العدوى يحتمل أن تزيد من هشاشة النظام.

### 1- مبادلات التعثر الائتماني CDS والأزمة المالية العالمية 2008:

أشار الكثير من الملاحظين إلى الدور المزعزع للاستقرار الذي يحتمل أن تكون قد لعبته عقود CDS خلال الأزمة المالية العالمية 2008 وأن هذه الأدوات قد أدت بكل تأكيد إلى تفاقم الأزمة المالية العالمية، لأنها وبكل وضوح جعلت احتمال عدم استقرار نظام مالي بأكمله بيد عدد قليل من المتعاملين.

على سبيل المثال<sup>(23)</sup> Geanakoplos et Fostel في سنة 2012 قد وضعوا فرضية أن إدخال عقود CDS إلى منتجات الرهن العقاري خلال سنوات 2005 و2006 أدى إلى انخفاض أسعار السندات العقارية وأسعار العقارات مشكلاً بذلك أحد العوامل المتسببة في اندلاع أسوأ أزمة مالية منذ سنة 1929.

في حين يركز البعض الآخر على أن هذه العقود أدت إلى خلق شعور مزيف أو خادع بالأمان مما حفز الاستدانة وفتح الباب أمام تزايد غير محدود في الاقتراض وإلى الإقبال على تحمل مخاطر كبيرة من طرف المؤسسات المالية.

وأخيراً هناك تيار ثالث من الأدبيات الاقتصادية يشير إلى دور هذه العقود في خلق أشكال جديدة من الترابطات بين المؤسسات المالية مثال<sup>(24)</sup> Stulz, 2010 و Heise et Kühn, 2012<sup>(25)</sup>.

من جهتها، لجنة التحقيق حول الأزمة المالية<sup>(26)</sup> FCIC خلصت في تقريرها إلى أن المشتقات المتداولة خارج البورصة (OTC) قد ساهمت بشكل خاص في الأزمة المالية، خاصة المشتقات الائتمانية منها وذلك لعدة أسباب أهمها ضعف الإطار القانوني لهذه الأدوات. حسب تقرير هذه اللجنة فإن مبادلات العجز الائتماني قد فاقت من حدة الأزمة المالية من خلال ثلاث (3) طرق أساسية:

أولاً، أحد أنواع المشتقات الائتمانية والذي يتمثل في مبادلات العجز الائتماني قد غذى أو أثار سوق التوريق العقاري. عقود CDS تم بيعها في الأصل للمستثمرين من أجل توفير الحماية لهم من حالات التوقف عن الدفع أو الانخفاض في قيمة الأوراق المالية المرتبطة بالرهن العقاري المدعومة بالقروض الخطرة. والشركات باعت هذه الحماية لتصل قيمتها إلى 79 مليار دولار في حالة AIG للمستثمرين في هذا النوع الجديد من سندات الرهن العقاري نوع جديد، مساعدة بذلك في إطلاق وتوسيع السوق، وبالتالي في تغذية فقاعة الإسكان التي كانت بصدد التشكل.

ثانياً، كانت عقود CDS أساسية لإنشاء التزامات الدين المضمونة التركيبية (Synthetic CDO's). وكانت هذه الأخيرة مجرد رهانات على أداء الأوراق المالية المرتبطة بالرهن العقاري الحقيقية. فقد ضخمت الخسائر الناجمة عن انفجار فقاعة الإسكان من خلال تمكينها من المراهنة المتعددة على نفس الأوراق المالية كما ساعدت على نشرها في جميع أنحاء النظام المالي. بنك جولد مان ساكس لوحده قام بتعبئة وبيع 73 مليار دولار أمريكي من التزامات الدين المضمونة التركيبية في الفترة الممتدة من 1 جويلية 2004 إلى 31 ماي 2007. هذه الأدوات التي أنشأت من طرف بنك غولد مان عدت أكثر من 3400 سندات الرهن العقاري، 610 منها على الأقل تم تعدادها على الأقل مرتين. هذا عدا عن عدد المرات التي يمكن أن يكون تم الرجوع إليها هذه الأوراق المالية في التزامات الدين المضمونة التركيبية التي تم إنشاؤها من قبل شركات أخرى.

أخيراً، عندما برزت فقاعة الإسكان وتبع ذلك الأزمة المالية، كانت المشتقات المالية في قلب العاصفة. شركة AIG، التي لم تكن مطالبة بوضع احتياطات رأس المال جانباً كوسيلة للحماية التي كانت توفرها، تم إنقاذها حينها لم تتمكن من الوفاء بالتزاماتها. حيث التزمت الحكومة في نهاية المطاف بأكثر من 180 مليار دولار بسبب المخاوف من أن انهيار AIG من شأنه أن يؤدي إلى انهيارات أخرى متتابة في كل النظام المالي العالمي. وبالإضافة إلى ذلك، فإن وجود الملايين من عقود المشتقات بكل أنواعها بين يدي مؤسسات مالية ذات أهمية نظامية (غير معروفة وبعيدة عن الأعين في ظل هذا السوق غير المنظم) أدى إلى حالة عدم اليقين وصعد من حالة الهلع، مما سهل من اتخاذ قرار الدعم الحكومي لتلك المؤسسات.

## 2- مخاطر الطرف المقابل والعدوى المالية في أسواق CDS:

تشكل مخاطر الطرف المقابل حسب الأدبيات الاقتصادية التي تهتم بموضوع العدوى المالية<sup>(27)</sup>، أحد قنوات العدوى المالية حينما تكون الصعوبات المالية لشركة ما أو توقفها عن الدفع لها آثار سلبية على شركات أخرى بسبب علاقتهم التجارية. وأسواق CDS تشكل مجالا مناسباً للعدوى المالية من خلال مخاطر الطرف المقابل نظراً للترابط الكبير بين الشركات. لذلك فإن انهيار واحدة فقط من هذه الشركات، لأي سبب من الأسباب، قد يؤدي ربما إلى انهيار سوق CDS. على سبيل المثال، انهيار بنك ليهان براذرز الذي كان يمثل أحد أهم الأطراف المقابلة في أسواق CDS كان الحدث الأهم والأبرز في الأزمة المالية ونقطة التحول فيها وذلك للآثار الوخيمة التي نتجت عن ذلك. ونفس الأمر بالنسبة لمجموعة التأمين الأمريكية AIG.

مثلاً Zhang و Jorion قدما في بحثهما لسنة 2007<sup>(28)</sup> و 2009<sup>(29)</sup> أدلة تجريبية على ظاهرة العدوى المالية من خلال مخاطر الطرف المقابل وذلك من خلال إجراء اختبار الارتباط بين إعسار الطرف المقابل وهامش عقود CDS ووجد الباحثان أنه توجد علاقة إيجابية مما يعني أن مخاطر الطرف المقابل تشكل قناة إضافية محتملة لعدوى الائتمان.

وفي نفس السياق، قام Gex و Coudert<sup>(30)</sup> في بحثهما لسنة 2010 قام بإجراء دراسة مستخدمين عينة مشكلة من 226 عقد CDS لأهم الشركات الأمريكية والأوروبية لدراسة أثر أزمة Ford و General Motors في سنة 2005 على أسواق CDS. وخلصا إلى أنه خلال هذه الأزمة زاد الترابط بشكل كبير بين هذه العقود. وهو ما يؤكد الفرضية القائلة أن أسواق CDS تخضع لتأثير العدوى المالية من خلال مخاطر الطرف المقابل.

### خاتمة:

تطرقنا في هذا البحث إلى عقود مبادلات العجز الائتماني CDS أحد أهم الابتكارات المالية في الوقت الحالي والتي أحدثت ثورة في مجال تسيير المخاطر المالية، حيث تطرقنا إلى تاريخ نشأتها وطريقة عملها، خصوصية أسواق هذه العقود وأيضاً دورها في الاقتصاد. الابتكار المالي قد يكون إيجابياً من وجهة نظر الاقتصاد؛ إذ أن أسواق CDS قد يكون لها أثر مكمل بالنسبة للأسواق المالية من خلال تحسين فرص الاستثمار والاقتراض ومن خلال تخفيض تكلفة المعاملات وتوفير إمكانية تحويل المخاطر. عقود CDS عندما تستخدم لغرض التحوط فإنها توفر مثل هذه المزايا. أما إذا لم تستخدم لغرض التحوط فإنه من الصعب أن نعرف حقيقة دورها في الاقتصاد وفي تحسين فعالية الأسواق.

لقد نمت أسواق CDS بشكل أسرع من باقي الأسواق المشتقة، لكن هذا النمو أثر على الاستقرار المالي. فهي وإن كانت قد صممت في الأصل كأداة لتحويل المخاطر لأطراف أخرى إلا أنه تبين أن معظم نشاط هذا السوق هو ذو طبيعة مضاربية.

فقد ركزت الأزمة المالية الحديثة انتباه العالم إلى معاملات عقود CDS، حيث تم لومها على كونها ساهمت في حالة عدم الاستقرار المالي، كما ظهرت المخاوف بشأن الطبيعة غير المنظمة والغامضة لهذه الأسواق بالإضافة إلى ضخامة حجمها. فمن الانتقادات التي وجهت لها أنه سمح لها بأن يصبح حجمها كبيراً جداً دون توافر

الإطار القانوني والتنظيمي المناسب لذلك. أيضا قدرة هذه السوق على إحداث المخاطر النظامية خاصة عن طريق مخاطر الطرف المقابل في ظل الترابط الكبير بين المتعاملين في السوق يبرر كل تلك المخاوف والقلق بشأنها، وهو ما جعل هذه العقود تظهر بمظهر الجاني في العديد من الانهيارات أو المشاكل والصعوبات المالية التي واجهت كيانات مالية ضخمة مثل ليمان براذرز، المجموعة الدولية الأمريكية AIG. وحتى بالنسبة للدول مثلها هو الحال لأزمة الدول السيادية 2010.

لكن المشاكل السابقة لا يجب أن تلهينا عن المنافع الاقتصادية للابتكار المالي بصفة عامة، إذ لا يختلف اثنان حول أهميته وفائدته، بل حتى أن الشريعة الإسلامية ترحب بذلك وتعتبره أمرا محمودا إذ تدعو وتحفز لإيجاد الحلول للمشكلات والصعوبات التي تواجه الإنسان بغض النظر عما إذا كانت مالية أو غير ذلك، طالما كانت هذه الحلول في صالح العباد<sup>(31)</sup> فالشريعة الإسلامية لا يمكن أن تقف عائقا أمام التطور والابتكار لأن مقاصدها كلها خير وفي صالح البشر، وإنما يجب الحرص على أن يكون هذا الابتكار وفق ضوابط وشروط تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية حتى يجني الاقتصاد المنافع المرجوة منه دون إلحاق الضرر بالمتعاملين ويضمن تحقيق الاستقرار المالي في مختلف الأنظمة المالية، ومن ذلك، أن ترتبط المعاملات المالية ارتباطا وثيقا ومباشرا بالنشاط الاقتصادي الحقيقي، الأمر الذي لم يكن متوفرا في عقود CDS.

وفي الأخير نقول أنه حتى تحقق هذه العقود أهدافها-هي وباقي الابتكارات المالية الأخرى على حد سواء- فإنه يجب تقويمها وتكييفها وفق ضوابط المنهج الإسلامي وربطها بالاقتصاد الحقيقي، أو في حالة استحالة ذلك، يجب استبدال هذه العقود الوهمية التي لا تستند إلى معاملات حقيقية بعقود أخرى ترتبط بالاقتصاد الحقيقي. وفي هذا الصدد تعتبر خطوة السلطات الألمانية في حظر التعامل بعقود CDS العارية أو على المكشوف أول خطوة إيجابية إضافة إلى تزويد السوق بمقاصة مركزية للمعاملات<sup>(32)</sup> CCP مما يوفر بعض الشفافية في السوق في انتظار خطوات أخرى أكثر جراءة تصحح مسار الابتكار المالي وواقعه حتى لا يتشوه مفهومه.

## هوامش وإحالات:

- 1)- Credit Default Swap
- 2)- Richard BRUYERE, les produits dérivés de crédit, Economica 1998, p26 , 27.
- 3)- "Instead of selling the asset, sell the risk associated with the asset »
- 4)- Mark J. P. Anson, et al. Credit Derivatives: Instruments, Applications, and Pricing, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2004, p 47
- 5)- Nathalie Rey. Les dérivés de crédit : instruments de couverture et facteurs d'instabilité. L'exemple des " Credit Default Swap ", publié dans "Les risques financiers". Atelier dans le cadre de l'axe thématique "Intermédiation et systèmes financiers" du GdRE n335 "Monnaie, Banque et Finance" du CNRS, Nov 2007, Université Paris 12, France, p5
- 6)- Nizar ATRISSI, François MEHZER, marché des Credit Default Swaps (CDS) et crise financière : Bilan et Perspectives, P2
- 7)- Nathalie REY,
- 8)- ECB, Credit Default Swaps and counterparty risk, European Central Bank, August 2009, p9-10
- 9)- Direction générale de trésor et de politique économique, le marché des credit Default Swaps (CDS), lettre Trésor-Eco n° 52 du Février 2009, p 2. Disponible sur <https://www.tresor.economie.gouv.fr/file/326895>
- 10)- Mathieu GEX, Le marché des Credit Default Swaps: effets de contagion et processus de découverte des prix durant les crises, Thèse pour obtenir le grade de docteur en sciences de gestion, Université de Grenoble, 2011, p 3, 4.
- 11)- James C. duPont, A SECOND CHANCE AT LEGAL CERTAINTY: AIG COLLAPSE PROVIDES IMPETUS TO REGULATE CREDIT DEFAULT SWAPS, Administrative Law Review, Vol. 61, No. 4, pp. 843-869 Published by: American Bar Association, Fall 2009
- 12)- Mathieu Gex, marché des credit default swaps : effets de contagion et processus de découverte des prix durant les crises, thèse de doctorat en sciences de gestion, université de Grenoble, 2011, p 18,19
- 13)- Direction générale de trésor et de politique économique, Op.Cit, p 2
- 14)- Rama CONT, «credit default swaps et stabilité financière », in : revue de la stabilité financière, n 14 , Banque De France, juillet 2010, pp 41, 51
- 15)- Shikha Gupta, Credit Default Swap: Regulations, Changes and Systemic Risk, Research Journal of Finance and Accounting, Vol 3, No 8, 2012, PP 27,37
- 16)- Christian Chavagneux, Une brève histoire des crises financières- Des tulipes aux subprimes, Éditions La Découverte, Paris, 2011, P 132, 133
- 17)- GENNADII BONDARENKO, MARCHÉ DES CDS ET STABILITÉ FINANCIÈRE, MÉMOIRE PRÉSENTÉ COMME EXIGENCE PARTIELLE DE LA MAÎTRISE EN ÉCONOMIQUE, UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL, JANVIER 2013, P2

- 18)- *Mikko Jakovlev*, Determinants of Credit Default Swap Spread: Evidence from European Credit Derivatives, Master's Thesis, Lappeenranta School of Business , April 2007, p 16,17
- 19)- [www.isdacdsmarketplace.com](http://www.isdacdsmarketplace.com)
- 20)- Orice Williams Brown, « Credit Default Swaps : quels sont les risques et défis en matière de stabilité financière ? », in : revue de la stabilité financière, n 14 , Banque De France, juillet 2010, PP 157, 163
- 21)- مكتب المساءلة الحكومية هو وكالة فدرالية أمريكية مسؤولة عن تقييم برامج الحكومة الأمريكية وإنفاقها، بطلب من الكونغرس، وذلك لتعزيز المساءلة والفعالية ويقوم بنشر تقارير رقابة الأداء للأنشطة الحكومية على موقعه بكل شفافية ووضوح، كما يقوم بنشر خططه وقائمة بالمهام التي نفذها والدراسات التي أعدها
- 22)- Christian Weistroffer, « Credit Default Swaps- Heading towards a more stable system », Deutche Bank Research, Frankfurt, December 2009, P 10
- 23)- Fostel Ana, John Geanakoplos, "Tranching, CDS, and Asset Prices: How Financial Innovation Can Cause Bubbles and Crashes." In : American Economic Journal: Macroeconomics, volume 4 N° 1, january 2012, PP 190, 225
- 24)- Rene M Stulz, "Credit Default Swaps and the Credit Crisis." In : Journal of Economic Perspectives, vol 24 N°1, PP 73, 92.
- 25)- Sebastian Heise, Reimer Kuehn, « Derivatives and credit contagion in interconnected networks », in : European Physical Journal B, Vol. 85, No. 4, April 2012, pp
- 26)- THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, FINAL REPORT OF THE NATIONAL COMMISSION ON THE CAUSES OF THE FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS IN THE UNITED STATES, OFFICIAL GOVERNMENT EDITION, January 2011, P24,25
- 27)- Kaminsky Graciela, “The unholy trinity of financial contagion”, in : Journal of Economic Perspectives, Vol.17, No. 4, 2003, pp. 51-74.
- 28)- Philippe Jorion and Gaiyan Zhang , “Good and bad credit contagion: Evidence form credit default swap”, in : Journal of Financial Economics, Vol. 84, 2007, pp. 860-883.
- 29)- Philippe Jorion and Gaiyan Zhang, “Credit contagion from counterparty risk”, in : Journal of Finance, Vol. 64, 2009, pp. 2053-2087
- 30)- Virginie Coudert and Mathieu Gex, “Contagion inside the credit default swaps markets: The case of the GM and ford crisis in 2005”, in : Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Vol. 20, No. 2, 2010, pp. 109-134
- 31)- على سبيل المثال، ورد عن الرسول صلى الله عليه وسلم قوله: “من سن في الإسلام سنة حسنة كان له أجرها وأجر من عمل بها من بعده لا ينقص ذلك من أجورهم شيئاً، ومن سن في الإسلام سنة سيئة كان عليه وزرها ووزر من عمل بها من بعده لا ينقص ذلك من أوزارهم شيئاً” (أخرجه مسلم في صحيحه).
- 32)- Central Counterparty clearing house