

دور المشتقات المالية في إدارة المخاطر والحد من الأزمات - إشارة إلى الأزمة المالية العالمية 2008

The role of financial derivatives in risk management and crisis reduction - a reference to the global financial crisis 2008

نسيلي جهيدة¹ ، نشنش سليمة² / NASSILI Djahida / NECHNECH Salima

¹جامعة محمد بوقرة بومرداس، d.nassili@univ-boumerdes.dz

²جامعة محمد بوقرة بومرداس، s.nechnech@univ-boumerdes.dz

تاريخ النشر: 2020/07/28

تاريخ القبول: 2020/06/25

تاريخ الاستلام: 2020/01/19

ملخص:

ركز هذا البحث على إبراز دور المشتقات المالية في نشوب الأزمة المالية التي شهدتها العالم عام 2008، وذلك بسبب الاستخدام المكثف لها بغرض المضاربة، وما انجر عنه من اتساع الفجوة بين الدائرة الاقتصادية الحقيقية والدائرة المالية؛ خاصة في ظل مختلف النقائص والثغرات الرقابية والمحاسبية التي تضبط التعامل بها والذي تزامن مع ضعف أداء وكالات التصنيف الائتماني في تقييم مخاطر المشتقات. الأمر الذي أدى إلى اتخاذ مجموعة من الإصلاحات تمحورت في خمس نقاط أساسية مستكلا من إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية، إعادة النظر في طريقة عمل وكالات التصنيف الائتماني، مراقبة نشاط صناديق التحوط ومحاربة الملاذات الضريبية، عولمة الحوكمة المالية ومؤسساتها، تشديد الإطار الرقابي للأسواق المالية بإصدار اتفاقية بازل 3.

كلمات مفتاحية: مشتقات مالية، أزمة عالمية، مخاطر، اتفاقية بازل 3، وكالات تنقيط ائتماني، مضاربة.

تصنيف JEL: G01, G32, E44

Résumé: Notre étude a permis de mettre en évidence le rôle joué par les produits financiers dérivés dans le déclenchement de la crise financière que le monde a connu en 2008, à cause de leur utilisation intensive en raison de spéculation qui a creusé l'écart entre la sphère économique réelle et financier, dans un cadre plein des lacunes réglementaires et comptables, associées à la mauvaise performance des agences de notation en terme d'évaluation des risques liés aux instruments dérivés. Ce qui a conduit à une série des réformes centrées sur cinq points clés, dont : la restructuration des marchés de produits dérivés, le fonctionnement des agences de notation, le suivi de l'activité des hedge funds et la lutte contre les paradis fiscaux, la mondialisation de la bonne gouvernance des institutions financières, le durcissement du cadre réglementaire des marchés financiers par la convention de Bâle3.

Mots-clés: dérivés financier, crise financière, risques, bâle3, agences de notation, spéculation.

Codes de classification de Jel: G01, G32, E44

Abstract:

We focused on highlighting the role of financial derivatives in the outbreak of the world financial crisis of 2008, because of their intensive use due to speculation that widened the gap between the real economic and financial circle, especially in light of the various shortcomings of regulatory and accounting, associated with the poor performance of rating agencies in terms of risk related to derivative instruments. which led to a set of reforms centered on five basic points: Reorganization of derivatives markets; the functioning of rating agencies; monitoring of hedge fund activity and the fight against tax havens, globalization of good governance of financial institutions, tightening of the regulatory framework for financial markets by the Basel Convention3.

Key words: Financial derivatives, global crisis, risks, Basel III agreement, credit rating agencies, speculation.

Jel Classification codes : G01, G32, E44

1. مقدمة:

التطورات التي شهدتها الأسواق المالية العالمية في نهاية القرن العشرين، والتي مست على وجه الخصوص حرية انتقال رؤوس الأموال، وسياسات تعويم أسعار الصرف والذي تزامن مع التطور الهائل لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات، قد أدى إلى تغيرات كبيرة في الأسواق، اتسمت بتقلبات شديدة في الأسعار وما نتج عنها من ارتفاع في حجم المخاطر؛ وفي هذا الصدد، جاءت الهندسة المالية لتبحث عن أدوات مالية مبتكرة تناسب التغير المستمر في الأسواق المالية والبيئة التي تنشط فيها المؤسسات الاستثمارية، حيث أوجدت العديد من المنتجات التي تهدف إلى تحقيق أعلى العوائد بأدنى المخاطر وأقل التكاليف. وقد عرفت هذه الأدوات رواجاً كبيراً خاصة في ظل ظهور أنواع جديدة من المؤسسات المالية كبنوك الاستثمار وصناديق التحوط، تزامناً مع إنشاء أسواق منظمة لتداول هذه الأدوات .

ورغم الأداء الذي قدمته منتجات الهندسة المالية والذي لاقى استحسان الكثير من المحللين، إلا أنه وفي كل مرة تتعرض فيها الأسواق المالية لأزمات أو هزات عنيفة، تعود جهات عديدة لتوجيه الاتهام لهذه المنتجات، واعتبارها سبباً في عدم الاستقرار المالي وعاملاً مؤثراً في الأزمات، على غرار أزمة الرهن العقاري الأمريكية في منتصف 2007 التي سلطت الضوء على العيوب والنقائص التي تشوب التعامل بهذه المنتجات، وهو ما دفع أطرافاً كثيرة للتشكيك في مدى فعاليتها، لي طرح السؤال دائماً عن الدور الحقيقي لهذه المشتقات.

ومن هذا المنطلق، تم طرح الإشكالية التالية: *ما مدى مساهمة المشتقات المالية في إدارة مخاطر الأسواق المالية والحفاظ على استقرارها ومنه الحد من الأزمات المالية؟*

للإجابة على الإشكالية المطروحة، تم تقسيم ورقة البحث إلى ثلاثة محاور، كما يلي:

- الإطار المفاهيمي للمشتقات المالية.

- الأزمة العالمية 2008 وعلاقتها بالمشتقات المالية.

- إصلاحات النظام المالي عقب الأزمة.

2. الإطار المفاهيمي للمشتقات المالية

أدت مجموعة من العوامل التي تفاعلت فيما بينها لظهور ونمو المشتقات المالية، إذ يمكن تقسيم هذه العوامل إلى صنفين، يتعلق الصنف الأول بالعوامل الداخلية التي تميز المؤسسات المالية كاحتياجات السيولة والتعرض للمخاطر، أما الصنف الثاني من العوامل فيتعلق بالمحيط الخارجي الذي تنشط فيه هذه المؤسسات وليس بإمكانها السيطرة المباشرة على متغيراته، كالتغيرات في الأسعار وارتفاع وتيرة المنافسة، إضافة إلى التطور السريع في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات؛ كل ذلك دفع بالمؤسسات المالية إلى الاهتمام باستحداث أدوات الاستثمار، وتنوع أدوات التعامل مع المخاطر بالشكل الذي يضمن لها تحقيق أهدافها من جهة، وضمان الانعكاس الإيجابي على الاقتصاد ككل من جهة أخرى.

وتتنوع أدوات الهندسة المالية بين أدوات الاستثمار المالية المستحدثة سواء تلك الابتكارات المتعلقة بأدوات الدين كسندات اليوروبوندلار، أو المتعلقة بأدوات الملكية كرأس المال المخاطر، أو الأوراق المالية الهجينة كالمشتقات المالية والأصول المالية المورقة، هذا إضافة إلى الابتكارات التي تهدف إلى تحسين كفاءة وفعالية أداء السوق والمؤسسات كمؤشرات الأسهم، بطاقة الائتمان، التسجيل من الرف، البيع على المكشوف، النقود الافتراضية وغيرها. لكن تبقى المشتقات المالية من أبرز وأهم ما جاءت به الهندسة المالية، إذ تعددت استخداماتها بين أداة للتحوط، أو أداة بديلة للاستثمار في المضاربة أو المراجحة.

1.2 مفهوم المشتقات المالية

يقصد بالمشتقات المالية تلك العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول الأساسية محل التعاقد، والتي قد تكون عبارة عن أسهم، مؤشرات، بضاعة، عملة أو غيرها من الأدوات التي يتم تداولها في الأسواق، حيث يمكن تصنيف هذه المشتقات إلى أربع مجموعات رئيسية، ألا وهي العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلات وعقود الخيارات (حماد، 2001، صفحة 5). ومن هذه الأدوات ما يتم تداوله في الأسواق المنظمة وأخرى تتداول في الأسواق الموازية ونخص بالذكر المبادلات والعقود الآجلة. تساعد المشتقات المالية على تحقيق أهداف المؤسسات الإستراتيجية، حيث يمكن إبراز أدوارها الأساسية من خلال:

-رفع القدرة التنافسية للمؤسسة.

-الاستفادة من الفرص الاستثمارية وتخفيف الضغوط القانونية.

-التخفيض من المخاطر وإدارتها.

-إعادة الهيكلة المالية.

2.2 استخدامات المشتقات المالية

يمكن استخدام المشتقات المالية لأغراض مختلفة، كالتحوط، المراجعة والمضاربة.

1.2.2 المشتقات المقتناة لأغراض التحوط.

يهتم المتحوطون بالتقليل من المخاطرة التي يواجهونها بالفعل، إذ تتبع البنوك ومختلف المؤسسات نظام شامل لقياس وإدارة المخاطر، والتي يتعلق جزء منها بإدارة المخاطر التي تتعرض لها نتيجة التقلبات في الأسعار أو معدلات الصرف الأجنبي أو أسعار الفائدة، ولتقليل هذه المخاطر حتى تكون ضمن المستويات المقبولة التي يقررها مجلس الإدارة، تستخدم استراتيجيات تغطية المخاطر باستخدام المشتقات المالية لضمان بقاء مراكز الأسعار ضمن الحدود المقررة. وذلك من خلال نقل عبء هذه المخاطر من طرف يتعرض لها ولا يرغب في تحملها (مشتري العقد) إلى طرف آخر لا يتعرض لها ولكن يرغب في تحملها (بائع العقد)، وذلك مقابل تكلفة تمثل تكلفة العقد ذاته.

وهنا تجدر الإشارة إلى أن الجهة التي ترغب في التحوط ضد مخاطر معينة تعتمد في اختيارها للأداة التي تعد مناسبة في موقف ما على العناصر الآتية: (رضوان، 2005، صفحة 95)

- جانب المخاطرة للمركز النقدي المراد تغطيته؛
- نوع المخاطرة التي يرغب المتحوط تغطيتها؛
- تكلفة التحوط؛
- فعالية أدوات التحوط المختلفة.

2.2.2 المشتقات المقتناة لأغراض المضاربة.

في حين أن المتحوط يريد تفادي التعرض لمخاطر التقلبات والتحركات السعرية الخاصة بأصل معين، فإن المضارب يرغب في اتخاذ مركز في السوق بالرهانة على ارتفاع السعر أو على انخفاضه. ويوجد فرق مهم بين المضاربة باستخدام الأسواق الآجلة والمضاربة عن طريق شراء الأصل في السوق الفورية، وهو أن شراء قدر معين من الأصل في السوق الفورية يتطلب دفعة نقدية مبدئية مساوية للقيمة الكلية لما يتم شراؤه، أما الدخول في عقد أجل بنفس مقدار الأصل يتطلب مبلغ بسيط يتمثل في الهامش المبدئي أو علاوة الخيار. وهكذا، فإن المضاربة باستخدام الأسواق الآجلة يوفر للمستثمر مستوى أعلى بكثير من الرافعة المالية مقارنة بالمضاربة باستخدام الأسواق الفورية.

3.2.2 المشتقات المقتناة لأغراض المراجعة.

في هذا النوع من المضاربة يتم تحقيق ربح عديم المخاطرة عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات في سوقين أو أكثر، حيث تكون المضاربة ممكنة عندما يكون هناك عدم توافق بين سعر عمليات التسليم الآجل لأصل ما والسعر النقدي. وفرصة المراجعة لا يمكن أن تصمد طويلا، فمع قيام المراجحين بشراء الأصل في الأسواق الأقل سعرا، فإن قوى العرض والطلب سوف تدفع بالسعر إلى الارتفاع، وبالمثل عندما يبيعون الأصل في السوق ذي السعر المرتفع فإن السعر سينخفض، وبسرعة كبيرة سوف يصبح السعران متعادلين. ومنه يمكن القول بأن مجرد وجود المراجحين يعني أن عددا قليلا جدا هو الذي يجد فرصة المراجعة ملحوظة في الأسعار المسجلة في معظم الأسواق المالية.

3.2 مزايا ومنافع استخدام عقود المشتقات.

إذا أحسنت إدارة مخاطر عقود المشتقات، يمكن أن تحقق مكاسب عديدة لكل من المستثمرين والمؤسسات المالية، نوجزها فيما يلي:

1.3.2 تقديم خدمة التغطية ضد المخاطر: توفر المشتقات المالية ابتداء طرق جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية، والتي من خلالها يمكن عزل أو فرز المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الأدوات المالية التقليدية، بحيث يمكن إدارة كل مخاطرة فيها بشكل مستقل وبكفاءة أعلى. (الهندي، 1996، صفحة 19)

2.3.2 أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الفورية: من أبرز وظائف عقود المشتقات كذلك، أنها تزود المتعاملين عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الفورية في تاريخ التسليم، فعلى ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الفورية في التغير بما يعكس الأسباب التي تظاهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين. (هندي، 2003، صفحة 16)

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

4.3.2 إتاحة فرص استثمارية للمضاربين: ذكر فيما سبق أن المضارب يحاول تحقيق الأرباح من خلال توقعاته بشأن الأسعار. إن سعيه لتحقيق الربح بدخوله طرفا في العقد، وهو الطرف الذي تنتقل إليه المخاطر التي لا ترغب فيها الأطراف التي تمتلك الأصل بالفعل (الطرف البائع) أو ترغب في امتلاكه مستقبلا (الطرف المشتري) حاجة فعلية إليه.

5.3.2 تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد: يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه فيه، فتكلفة المعاملات لعقد مستقبلي قيمته مليون دولار لا تتجاوز 100 دولار، وهو معدل تكلفة يبلغ 0.01% من قيمة العقد، كما يساهم التعامل بالعقود في تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه.

6.3.2 تحقيق سمة الكمال للسوق: بفضل المشتقات المالية أصبح من الممكن وضع توليفات من عقود المشتقات والأوراق المالية المتداولة في السوق الفورية، والتي في ظلها يحقق المستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة لا تحققها أي ورقة مالية متداولة بالفعل في السوق الفورية. (الربيعي وآخرون، 2011، صفحة 339)

4.2 مخاطر ومخاطر المشتقات المالية

المخاطر الناجمة عن الأدوات المالية المشتقة هي نفس المخاطر المتواجدة في الأدوات المالية المألوفة ولكن بدرجة أكبر، ومع ذلك تمتلك الأدوات المالية المشتقة سمات خاصة مثل: (بوعافية، 2009، صفحة 13)

- التدفقات النقدية إلى الخارج أو الداخل عند الابتداء ضئيلة أو معدومة.
- لا يوجد مبلغ ثابت يتم دفعه أو استلامه.
- المخاطر والعوائد المحتملة أكبر من المبلغ المعترف بها في قائمة المركز المالي.
- قيمة الأدوات المشتقة أكثر تقلبا من قيمة الأدوات المالية الأخرى حيث تتغير قيمتها ما بين قيم موجبة وسالبة في فترة زمنية قصيرة وفي ضوء هذه السمات، يكون من الصعب فصل أداة مالية مشتقة لأن تفاعل تلك المخاطر يمكن أن يكون معقد مما يؤدي إلى زيادة تعقيدها.
- عند استخدام أداتين ماليتين مشتقتين أساسيتين أو أكثر في صورة مدمجة يؤدي بها إلى زيادة المخاطرة.
- صعوبة تقدير قيمة الأدوات المالية المشتقة المعقدة.

ويمكن تحديد مجموعتين من المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات، إذ تمثل المجموعة الأولى المخاطر التقليدية، وهي مخاطر تشترك فيها المشتقات المالية مع غيرها من العقود والأدوات المالية الأخرى، ونجد منها مخاطر السوق، المخاطر الائتمانية، المخاطر التشغيلية أو التنظيمية، المخاطر القانونية، المخاطر النظامية. أما المجموعة الثانية فتتمثل في المخاطر الخاصة، وهي

المخاطر التي قد توجد في أدوات مالية أخرى إلا أنها أكثر تأثيراً على الأدوات المالية المشتقة، ونجد من ضمنها مخاطر التسوية، مخاطر الارتباط، مخاطر التغطية، مخاطر السيولة ومخاطر النموذج. (نسيلي، 2015، الصفحات 139-145)

إذن، بالرغم من الأهمية البالغة للمشتقات المالية في تغطية المخاطر، إلا أنها وبحكم طبيعتها المرتبطة بالتوقعات، تتضمن في حد ذاتها مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة وغير محتملة، وهو ما لاقتته العديد من المؤسسات والشركات، ومن أحدث ضحايا التعامل بالمشتقات المالية بنك سويسيتي جنرال "Société générale" الذي أعلن سنة 2008 عن تعرضه لخسائر قدرت بمبلغ 4.9 مليار يورو وهو ما يساوي تقريباً النتيجة المالية المحققة من طرف البنك سنة 2006؛ هذا إلى جانب بنك أوبي أس "UBS" السويسري الذي أعلن في 14 سبتمبر 2011، عن تعرضه لخسائر تقدر بمبلغ 2.3 مليار دولار بسبب اتخاذ مراكز غير مسموحة في سوق المشتقات على الأسهم، من طرف أحد موظفي البنك بفرعه في لندن؛ وفي 10 أبريل 2012 كشف بنك جي بيم وغن "JP Morgan" الأمريكي عن خسائر قدرت بمبلغ 6 مليار دولار، والتي تعود إلى قيام أحد الموظفين بفرعه الفرنسي، باتخاذ مراكز سرية في سوق مبادلات الدين "CDS".

الجدول 1: الخسائر التي تكبدتها بعض المؤسسات نتيجة التعامل بالمشتقات المالية

المؤسسة	الفترة	قيمة الخسائر
شركة procter & gamble الأمريكية	أفريل 1994	1.2 مليون دولار
شركة air products and chemicals الأمريكية	ماي 1994	60 مليون دولار
شركة kachima oil اليابانية	غير متوفرة	1.5 مليار دولار
شركة metallgesellschaft الألمانية	غير متوفرة	1.4 مليون دولار
بنك painewebber الأمريكي	بين جوان وسبتمبر 1994	268 مليون دولار
بنك kidder peabody الأمريكي	أوت 1994	4 ملايين دولار
بنك barings العالمي	1994	الإختيار الكامل
شركة Dell	1994	23 مليون دولار
بنك Société générale الفرنسي	2008	4.9 مليار يورو
بنك "UBS" السويسري	سبتمبر 2011	2.3 مليار دولار
بنك "JP Morgan" الأمريكي	أفريل 2012	6 مليار دولار

المصدر: من إعداد الباحثين انطلاقاً من المعطيات المتاحة في المرجع : نسيلي جهيدة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 146-148

المعطيات المتاحة حول الخسائر والانهيئات الناجمة عن تجارة المشتقات بالنسبة للمؤسسات المذكورة أعلاه، تفيد أن هذه الخسائر ناجمة بصفة رئيسية عن: عدم تمكن إدارات تلك المؤسسات من هذه الأدوات الجديدة وعدم الفهم الجيد لها؛ بالإضافة إلى عدم تبني استراتيجيات مناسبة لإدارة مخاطرها؛ كما ترجع بعض الانهيئات عن منح صلاحيات واسعة لفرد معين أو لبعض الأفراد في تلك المؤسسات في الاستثمار والتداول بالمشتقات، وبدون أي إشراف أو تحليل من قبل إدارات المؤسسات لأهلية هؤلاء الأفراد وخبرتهم في مجالي الاستثمار والتداول على حد سواء .

3. الأزمة العالمية 2008 وعلاقتها بالمشتقات المالية

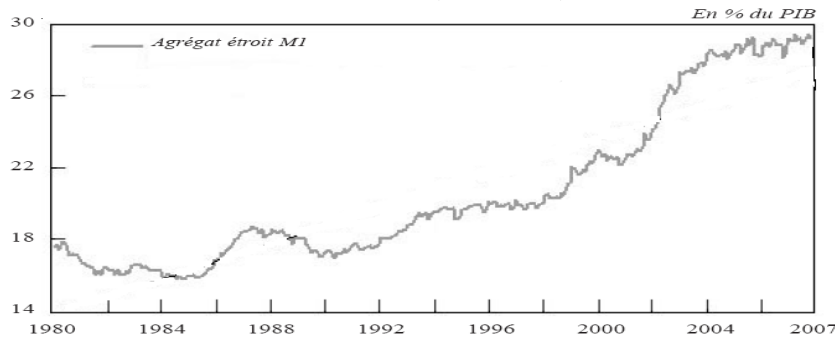
جاءت الأزمة المالية العالمية التي انطلقت من الاقتصاد الأمريكي في منتصف عام 2007 لتنتقل بعد ذلك إلى باقي اقتصاديات العالم، حيث سلط الضوء من جديد على حقيقة هذه المشتقات ومدى كفاءتها، ليعاد توجيه الاتهام لها والمطالبة بإعادة النظر فيها، ليس كمنتج يساهم في تغطية المخاطر بل كعامل من العوامل المهمة التي تؤدي إلى عدم الاستقرار وتعريض النظام المالي للانهييار.

1.3 أسباب الأزمة

يعود نشوب أزمة 2008 إلى متغيرات مختلفة ومتداخلة، ندرجها في النقاط الموالية:

1.1.3 ارتفاع حجم السيولة: الذي كان نتيجة التوسع الائتماني وانخفاض معدلات الفائدة الحقيقية وارتفاع الابتكارات المالية، حيث لم تولد هذه الأخيرة مخاطر تضخمية لكنها بدت تحت الرقابة بسبب المصادقية المكتسبة من طرف البنوك المركزية. (Artus et autres, 2008, p. 15)

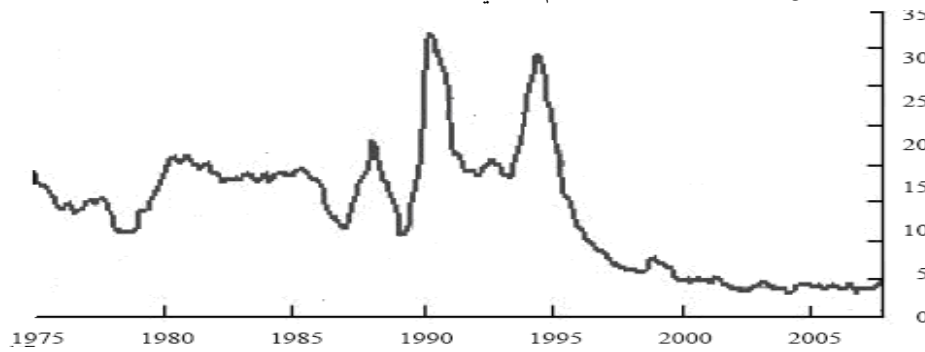
الشكل 1: منحني بياني لتطور حجم السيولة العالمية 1980-2007



Source : Patrick Artus et autres, « *rapport sur la crise des supprime* », Conseil d'Analyse Économique, La Documentation française. Paris, 2008, P14.

2.1.3 انخفاض معدلات التضخم: تبلور النمو العالمي خلال العشر(10) سنوات السابقة للأزمة في إطار غير تضخمي، حيث نلاحظ الانخفاض المستمر لمعدلات التضخم منتقلا من 12% إلى أقل من 5%.

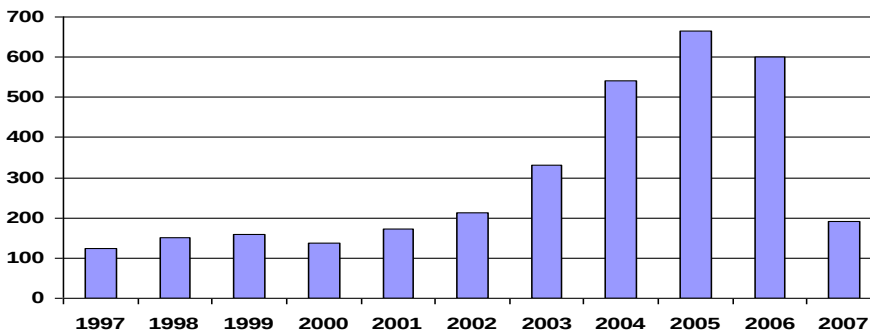
الشكل 2: تطور معدلات التضخم العالمي خلال الفترة الممتدة بين 1975 و 2007



Source : Patrick Artus et autres, op-cit, P16

3.1.3 انخفاض علاوة المخاطرة: كما أن ارتفاع السيولة أدى بالأعوان الاقتصاديين إلى البحث عن أصول مالية ذات مخاطر عالية بهدف تحقيق عوائد أعلى وهو ما نتج عنه من انخفاض في علاوة المخاطرة، أي عدم التهرب من المخاطرة. (بريش، 2009، صفحة 17)

الشكل 3: قيمة القروض العقارية الأقل جودة في الولايات المتحدة الأمريكية -الوحدة مليار دولار-

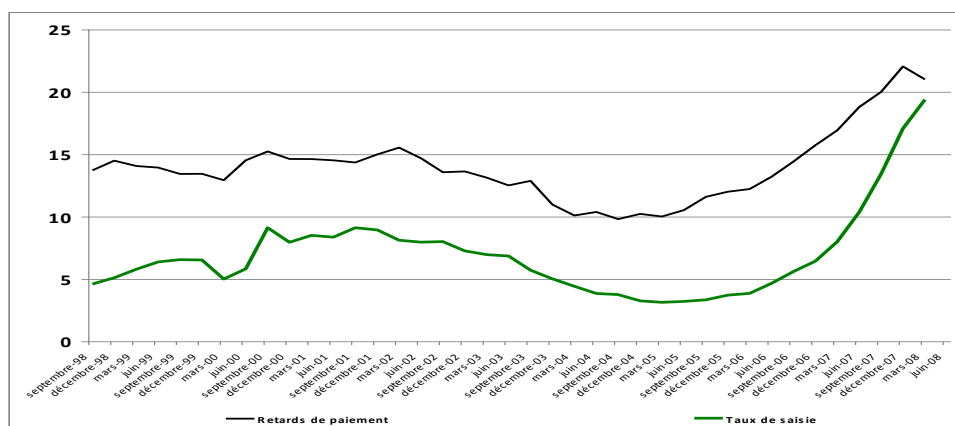


Source : Fabrice Pansard, « *la contagion de la crise des supbrimes* », Colloque « Les années Bush : L'héritage socio-économique », AMF, Paris, les 24-25 octobre 2008, P5

4.1.3 تراجع معايير الإقراض: تم تقديم قروض عديدة وكبيرة لقطاعات واسعة من المستثمرين الأمريكيين دون دراسة جدوى دقيقة لقدراتهم المالية على سداد الأقساط، ومع ارتفاع معدل الفائدة المتغيرة عجز معظم المقترضين عن سداد أقساط أصل

القرض والغرامات المالية العالية المترتبة عن عدم السداد مما زاد من تفاقم المشكلة، (حسن، 2010، صفحة 839) والشكل الموالي يعبر عن نسبة تخلف المقترضين عن الوفاء بالتزاماتهم.

الشكل 4: نسبة التخلف عن سداد قروض الرهن العقاري ذات الفائدة المتغيرة "ARM"



Source : Fabrice Pansard, « *la contagion de la crise des subprimes* », Colloque « Les années Bush : L'héritage socio-économique », AMF, Paris, les 24-25 octobre 2008, P14

5.1.3 الابتكارات المالية: بعد منح القروض، لجأت البنوك الأمريكية إلى توريق معظم القروض العقارية ذات الجدارة الائتمانية الرديئة، من أجل التخلص من المخاطر التي تمثلها هذه القروض على البنك بإخراجها من ميزانيتها، وما تتيح لها هذه الآلية من إعادة التمويل لمواصلة عمليات الإقراض وزيادة العائد خاصة في ظل انخفاض أسعار الفائدة بين 2001-2006 (Jacquillat, 2008, p. 10)، فسعياً وراء تحقيق الانتعاش الاقتصادي بعد التباطؤ الذي حصل نتيجة فقاعة الانترنت، عمل البنك الاحتياطي الاتحادي الأمريكي على تخفيض معدل الفائدة ما بين البنوك أكثر من عشرة مرات خلال سنة 2001 وحدها، حيث تم تخفيضها من 6% إلى 1,75% في نهاية العام، مما شجع نمو القروض الرديئة، ثم ما لبث أن قام البنك الاحتياطي برفع أسعار الفائدة من مستوى 1% خلال شهر جوان 2004 إلى 5,25% خلال شهر جوان 2006 (الروسان، 2010، الصفحات 33-34)، وبدأت الأطراف ذات العلاقة تشكو عدم قدرة المقترضين على التسديد.

الجدول 2: تطور نسبة الديون المورقة خلال الفترة 2001-2006 (المبلغ مليار دولار)

السنة	إجمالي القروض العقارية	قيمة إصدارات MBS	نسبة التوريق
2001	190.00	87.10	46%
2002	231.00	122.70	53%
2003	335.00	195.00	58%
2004	540.00	362.63	67%
2005	625.00	465.00	74%
2006	600.00	448.00	75%

Source : Laure Klein, « *la crise des subprime* », Revue banque Edition, Paris, 2008, P41

2.3 الانتقادات الموجهة للمشتقات المالية أثناء أزمة 2008

يمكن اعتبار أن الابتكارات المالية التي شهدتها الأسواق المالية، وبالخصوص عمليات التوريق والمشتقات المالية، أحد أهم أسباب نشوب أزمة الرهن العقاري، إذ وجهت لهذه المنتجات العديد من الانتقادات، سواء تعلق الأمر بالاستخدام المكثف لها وما نتج عنه من اتساع الهوة بين الاقتصاد الحقيقي والدائرة المالية واستفحال ظاهرة المضاربة إضافة إلى تمركز المخاطر الذي يعود إلى كثرة التعامل بالمشتقات في الأسواق الموازية، أو بالنقائص التي تشوب الإطار الرقابي التي حالت دون ضبط التعامل بهذه

الأدوات، ويمكن التحدث هنا عن نقاط الضعف في كل من المعالجة المحاسبية للمشتقات المالية وعمليات التوريق، والثغرات المتعلقة باتفاقية بازل2، وضعف أداء وكالات التصنيف الائتماني في تقييم مخاطر المشتقات والسندات المورقة.

1.2.3 زيادة الفجوة بين الدائرة الحقيقية والمالية: قد ساهمت المشتقات المالية وعمليات التوريق في زيادة الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، فعلى سبيل المثال بلغ حجم مشتقات القروض في الولايات المتحدة الأمريكية بنهاية 2007 قيمة 62 تريليون دولار، مع أن حجم الرهن العقاري في الولايات المتحدة بأكمله لا يتجاوز 10 تريليون دولار، كما أن النمو الرهيب الذي عرفته هذه الأسواق جعلها تحتل مركز الصدارة بين الأسواق المالية بحيث يفوق حجم التداول فيها بعدة مرات حجم التداول في أسواق الأصول الحقيقية أو التحتية (كما هو مبين في الشكل الموالي)، والسبب يكمن في أن هذه المنتجات تنطوي على رافعة مالية عالية بالمقارنة مع الأصول المالية التقليدية.

حسب بنك التسويات الدولية، يصل المبلغ التقديري للتبادل التجاري المباشر (OTC) في عقود المشتقات التي لم تسدد بعد 592 تريليون دولار أمريكي بنهاية ديسمبر 2008، ما يعادل تقريبا عشرة أضعاف قيمة الناتج المحلي الإجمالي لجميع الدول في العالم، والذي يبلغ حوالي 60 تريليون دولار أمريكي، وتصل إلى 35 ضعف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي البالغ 14 تريليون دولار، وهي بذلك تساوي ثمانية أضعاف قيمة الأسهم المتداولة بكافة البورصات الدولية. والشكل الشائع للمتاجرة في مشتقات القروض، زاد بصورة ملحوظة في السنوات القليلة الماضية، وبلغ 58 تريليون دولار في ديسمبر 2007، أو ما يعادل 105% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، علما أن هذه النسبة كانت قد بلغت 15% في ديسمبر 2004، وفي نهاية شهر جوان 2009 بلغ حجم عقود المشتقات على اختلاف أصنافها 25371 بليون دولار أمريكي وهي موزعة كالآتي: (Bank of international settlements, 2008, p. 15)

- 2470 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات العملات؛

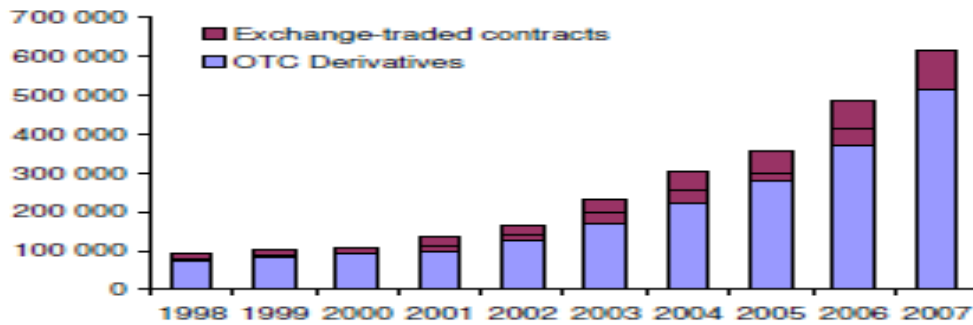
- 15472 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات سعر الفائدة؛

- 879 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات الأسهم؛

- 689 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات السلع؛

- 5855 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات أخرى.

الشكل 5 : تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة مقارنة بالتبادل التجاري



المصدر: إحصاءات بنك التسويات الدولية 30/09/2011 www.bis.org/press/p080609_fr.pdf. en

2.2.3 استفحال ظاهرة المضاربة بالمشتقات: وما زاد من حالة عدم الاستقرار وحدة الأزمة، تزايد المخاطر بفعل استفحال ظاهرة المضاربة من خلال الاستعمال المكثف لها، الأمر الذي كان من نتائجه تركز المخاطر في محفظة عدد من المضاربين الراغبين في تحمل المخاطر بحثا عن العائد الكبير، ومن ثم إفلاسهم بمجرد تعرضهم لمخاطرة التعثر عن السداد أو لانهيار الأسعار، وهكذا انتقال العدوى من مؤسسة مالية إلى أخرى. ونشير هنا بالأخص إلى الدور الذي لعبته صناديق التحوط في تأجيج هذا السوق، حيث كانت متدخل رئيسي في عمليات المضاربة بالمنتجات المورقة التي أدت إلى نشوب الأزمة، فكما يبينه الجدول الموالي، تحوز هذه الصناديق على نسبة 46.5% من مجموع التزامات الدين المضمونة برهونات عقارية "CDS"، وما يلاحظ أيضا

أن أكبر حصة تملكها من هذه السندات هي تلك الأكثر مخاطرة، ذات صنف المضاربة، والتي تدخل ضمن شريحة الديون المتعثرة "Equity" التي بلغت نسبتها 19.1%، والشريحة BB بنسبة 2.3%.

الجدول 3 : توزيع CDO بين مختلف المتعاملين سنة 2007

Asset managers	بنوك	صناديق التحوط	هيئات التأمين	فئة CDO
5,8	14,5	12,1	6,9	AAA
4,0	3,5	4,0	1,2	AA
2,9	1,4	4,6	0,3	A
4,0	0,3	4,3	0,6	BBB
0,3	0,3	2,3	0,0	BB
1,7	4,9	19,1	0,9	Equity
18,8	24,9	46,5	9,8	المجموع %
564	746	1396	295	المجموع بليار \$

Source : Michel Aglietta, Sandra Rigot, « La réglementation des hedge funds face à la crise financière : Une contribution au débat », P16, disponible sur la page d'internet: <http://congres.afse.fr/docs/633525lareglementationdeshedgefundsavril2008.doc>

3.2.3 تمركز المخاطر: ما زاد من خطورة أسواق المشتقات المالية هو عنصر تمركز المخاطر الذي عادة ما يكون سببا في ظهور الخطر النظامي، إذ تشير الإحصاءات في نهاية 2006 أن 98% حجم التعاملات في سوق المشتقات المالية بيد خمس أكبر مؤسسات بالولايات المتحدة الأمريكية (capelle-Blancard)، زد على ذلك أن 87.2% من المعاملات على التزامات الدين المضمون "CDS" السيادية تحدث بين أقوى 15 بنك في العالم (JPMorgan, Goldman Sachs, Deutsche Bank) (Tricornot). وهذا يتنافى طبعا مع المبدأ الذي قامت عليه المشتقات وهو توزيع المخاطر على كافة السوق، وعدم تحقق ذلك يعني تزايد حجم المخاطر النظامية.

ويمكن نسب إمكانية حدوث التراكم العشوائي للمخاطر لدى طرف واحد، إلى ترك الصفقات في الأسواق الموازية (OTC) للتفاوض بين المتدخلين، وهذا يطرح عدة مشاكل من بينها عدم الشفافية المحيطة بالصفقات مما يشجع البعض على المبالغة في تحمل المخاطر وتعرض النظام المالي للانهييار دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك، كون الصفقات الثنائية غير معلنة ومسجلة خارج الميزانية.

وقد ساعد على هذا الأمر ضعف الرقابة من قبل السلطات النقدية على العمل المصرفي، خاصة أن جزءا كبيرا من النشاطات المصرفية كان يتم خارج الميزانية بهدف التحايل على إجراءات الرقابة المصرفية من خلال التخلص من الديون المشكوك فيها. وهنا ينبغي التفرقة بين ثلاثة أصناف من آليات الرقابة؛ آليات رقابة تتعلق بالتنظيم الداخلي للأسواق المالية والتي تهتم بتبادل المعلومات حول المخاطر فيما بين كافة المتدخلين الرئيسيين، آليات الرقابة ذات الطبيعة المحاسبية، وآليات الرقابة ذات الطبيعة الاقتصادية العامة التي تهتم بضبط حدود دنيا لرأس المال للمؤسسات المالية والمصرفية مع مراقبة السيولة المالية.

4.2.3 الثغرات المحاسبية: إن استقرار المعالجة المحاسبية للمشتقات المالية وعمليات التوريق في التفكير المحاسبي في ظل تزايد أنواعها والمخاطر المصاحبة لها، نتج عنه تزايد المشاكل المحاسبية المتعلقة بها، ومن أهم هذه المشاكل:

- مشكلة الاعتراف المحاسبي بالأصول والالتزامات المترتبة عنها، سواء تعلق الأمر بالتلاعب في التقديرات المحاسبية، أو استغلال حرية الاختيار بين الطرق المحاسبية لإثبات عمليات التوريق لما يخدم المنافع الذاتية للمؤسسة، أو التلاعب في طريقة الإفصاح عن عمليات التوريق. (عبد الحكيم، 2012، صفحة 494)

- مشكلة القياس بالقيمة العادلة : حيث تم انتقاد هذا المدخل من حيث الموضوعية والموثوقية، فقد يصعب تحديد القيمة العادلة خاصة في ظل غياب سوق نشطة، مما يؤثر على موثوقية المعلومات الخاصة بالقيمة العادلة، كما أن القيمة العادلة ليست قيمة مطلقة، وإنما هي قيمة نسبية يتم تحديدها في وقت معين ولغرض معين وباستخدام طريقة محاسبية معينة متعارف عليها، وعلى أساس فرضيات معينة يتم الإفصاح عنها، مما يؤدي إلى وجود اختلاف في المعالجة المحاسبية للإيرادات وفق القيمة العادلة بين معايير المحاسبة المحلية والدولية، بما يساعد في إتاحة الفرصة أمام إدارة العديد من المؤسسات المالية لاستغلال هذا الاختلاف بالتلاعب في القوائم المالية، وذلك لتغطية بعض الثغرات التي يمكن أن يتم اختراقها في نظام الرقابة الداخلي للمؤسسة، مما يفقد القيمة المقدرة الثقة والدقة المطلوبة. (دهمش، 2004، صفحة 31)

5.2.3 الثغرات التي مست اتفاقية بازل2: والتي يمكن إيجازها في النقاط الموالية

- التطبيق المترافق لاتفاقية بازل2 مع المعايير المحاسبية الدولية، القائمة على تقييم الأصول المالية بالقيمة العادلة، جعل ميزانيات البنوك أكثر عرضة للتقلبات في قيمة الأصول، والجدير ذكره أن إعادة النظر في تقييم القيمة العادلة ليست مطلوبة، وذلك لتجنب زيادات وهمية في رأس المال الرقابي، أما مسألة تخفيض القيمة العادلة فهو مطلوب للمساهمة في حساب رأس المال الرقابي. (Joelle Mattheus, 2009, p. 16)

- تشجع بازل2 استخدام تقنيات النماذج الكمية الداخلية من قبل البنوك في حساب مقاييس مخاطرها واستثماراتها في المشتقات المالية، وبالتالي حساب رأس المال الرقابي. وقد عبر المحللون عن قلقهم إزاء عدم الشفافية في هذه النماذج المعقدة من جهة، ومن جهة ثانية استخدام البنوك للنماذج الداخلية قد يؤدي إلى تضارب في المصالح ولا يعطي الصورة الحقيقية للبنك أمام البنك المركزي.*

- هناك العديد من المخاطر أهملتها اتفاقية بازل 2، وساهمت بشكل كبير في إحداث الأزمة؛ ومنها المخاطر الكبيرة المرتبطة بالعمليات على المشتقات، خاصة تلك التي تتم في السوق الموازية، كما أن السماح للبنوك والمؤسسات المالية بممارسة أنشطة المشتقات والتوريق، وفر لها حوافز لإزالة بعض الأصول ذات المخاطر الكبيرة من ميزانيتها، وهذا ما يترك مجالاً للالتفاف على الرقابة (Comité de Bâle sur le control bancaire, 2010)، فالسماح للبنوك والمؤسسات المالية بممارسة أنشطة المشتقات والتوريق، وفر لها حوافز لإزالة بعض الأصول ذات المخاطر الكبيرة من ميزانيتها، وهذا ما يترك مجالاً للالتفاف على الرقابة. فقد عمدت هذه المؤسسات إلى الآليات خارج الميزانية من أجل الحد من أعباء رأس المال مقابل بعض أنواع المخاطر؛ وبهذه الطريقة فإن العديد من البنوك قد استثمرت مباشرة في المشتقات المالية من دون بناء ما يكفي من احتياطات رأس المال، كذلك قامت بإزالة الأصول غير المصنفة من ميزانيتها باستخدام عمليات التوريق والاحتفاظ بتلك الأصول المصنفة، بما أنه يطلب منها الاحتفاظ برأس مال أكبر في حالة النوع الأول.

وقد خلقت هذه الثغرة حافزاً للبنوك للتوسع في الأصول خارج الميزانية، مما أمكن من الاحتفاظ برأس مال أقل وإظهار نسب رسمية وكفاية رأسمال أعلى، ففي ديسمبر 2006 (أي عند بداية الأزمة) أعطت بازل2 شعوراً زائفاً بالأمان من خلال إظهار نسبة الشريحة الأولى من رأس المال بحدود 8%، إلا أن تحليل التقارير السنوية للبنوك الأمريكية الكبيرة تشير إلى نسبة رسمية أقل بكثير، فعلى سبيل المثال أظهرت بيانات مجموعة "سي تي جروب" لعام 2006 نسبة الشريحة الأولى لرأس المال المخاطر بحدود 8,6% ونسبة رسمية 5,2%، إلا أنه كانت لدى مجموعة "سي تي جروب" موجودات خارج الميزانية بحدود 1,7 ترليون دولار، وهو ما يعني أن مجموع نسبة الرسملة كانت بحدود 2,5% فقط؛ كذلك كان الأمر في بنوك أخرى. (إدارة المجلة والبحوث، 2009، صفحة 79)

* طرحت اتفاقية بازل 2 ثلاث طرق أو أساليب لحساب مخاطر الائتمان هي: الأسلوب النمطي أو المعياري، أسلوب التصنيف الداخلي الأساسي وأسلوب التصنيف الداخلي المتقدم.

6.2.3 ضعف أداء وكالات التصنيف الائتماني في تقييم مخاطر المشتقات: والذي كان له دور هام في تأجيج الأزمة، أين عملت هذه الوكالات على حجب الحقائق المتعلقة بديون المؤسسات المعرضة للمخاطر عن طريق منح تصنيفات جيدة لقروض عالية المخاطر، فكثيرا ما كانت الأوراق المالية المضمونة بالرهونات العقارية الأمريكية الخطرة تعطى تصنيفات بدرجة AAA (أعلى تصنيف) بالرغم من كثرة الإصدارات من طرف المؤسسة الواحدة، فعلى سبيل المثال قامت وكالة "موديز" لوحدها بتصنيف ما قيمته 4.700 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالرهون السكنية خلال الفترة ما بين عامي 2000 و 2007، إضافة إلى قيامها بتصنيف ما قيمته 736 مليار دولار من مبادلات التزامات الدين المضمونة "CDS" (مداني، 2010، صفحة 11)، والجدول المقابل يبين التصنيفات الجيدة لعدد من المؤسسات المالية قبل يوم واحد من إنقاذها أو إعلان إفلاسها.

الجدول 4: التصنيف الائتماني لمجموعة من المؤسسات قبل يوم واحد من إفلاسها أو إنقاذها.

الشركة	التاريخ	الحالة	موديز "Moody's"	ستاندرد آند بورز Standard & "Poor's"	فيتش "Fitch"
ليمان براذرز "Lehman Brothers"	2008-09-15	إعلان حالة الإفلاس	A2	A	+A
آي إي جي "A.I.G"	2008-09-16	حصل على قرض بقيمة 85 مليار دولار من البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي مقابل حصة بلغت 79,9 %	A2	A-	A
سيتي جروب "City Group"	2008-11-23	حصل على 20 مليار دولار وتلقى ضمانات على 300 مليار دولار من موجوداته من وزارة الخزانة الأمريكية	Aa3	-AA	-AA
ميريل لانتش "Merrill Lynch"	2008-09-14	حصول صفقة للتملك من طرف بنك Bank of America	A2	A	+A
بير ستيمز "Bear Stearns"	2008-03-16	حصول صفقة شراء من بنك JP Morgan	Baa1	BBB	BBB

المصدر: مداني أحمد، "دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها"، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، الصادرة عن جامعة الشلف، العدد 10، جوان 2013، ص 59؛

كما كشفت الأزمة أن النماذج التي استخدمت في عملية التصنيف أخذت بعين الاعتبار خطر العجز عن السداد، لكن لم يتم إدماج أخطار أخرى كخطر السيولة، خاصة وأن المخاطر الأخرى تعد عنصرا أساسيا في تطور أسعار المنتجات المهيكلية. وعلى إثر التراجع الهام الذي مس الأسواق الائتمانية في الولايات المتحدة الأمريكية، وعلى وجه الخصوص القروض العقارية، منذ منتصف عام 2005، حيث وصل معدل التخلف عن السداد إلى 25%، بادرت وكالات التصنيف إلى مراجعة مختلف التصنيفات، حيث صادف شهر جويلية من عام 2007 بداية حركة واسعة في تخفيض التنقيط المتعلق بالسندات المضمونة بالقروض العقارية "RMBS"، كما عملت وكالات التصنيف الائتماني انطلاقا من شهر أكتوبر من نفس السنة على مراجعة التصنيفات الخاصة بسندات الدين المضمونة "CDO".

4. إصلاحات النظام المالي عقب الأزمة

عقب أزمة 2008 مجموعة من الجهود الدولية والمحلية لإصلاح النظام المالي، تمحورت أساسا حول:

1.4 إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية

بالدعوة إلى اتخاذ التدابير الضرورية من أجل تحويل معظم الصفقات من الأسواق الموازية نحو الأسواق المنظمة؛ أما ما يبقى من تعاملات في الأسواق الموازية فيجب إخضاعه لرقابة صارمة لتفادي التراكم العشوائي للمخاطر لدى طرف واحد يكون سبب في بروز الخطر النظامي، ومن بين الإجراءات المعمول بها من أجل تطوير البنية التحتية لأسواق المشتقات الموازية (OTC) ما يلي: (Ricol, 2008, p. 45)

- دعم معيارية الصفقات الخاصة بالمشتقات المالية وجعلها آلية "Automatisation"؛
- وضع نظام مركزي للجهة المقابلة، يخضع للتنظيم البنكي، تتم من خلاله كل الصفقات المتعلقة بالمشتقات المالية وبالأخص مبادلات الدين، مما يؤدي إلى الرفع من شفافية السوق؛
- إدماج العقود المشتقة المعيارية ضمن آلية تسوية على أساس المزايدة؛
- تخفيض حجم التعامل بالمشتقات خارج الأسواق المنظمة، خاصة تلك التي تتم من أجل المضاربة، من خلال الفرض عليها رسوم على التحويلات المالية "TTF"؛
- يجب أن تكون قيمة التكاليف المتعلقة بالعقود "ثمن العقد" في الأسواق الموازية أعلى من تلك التي تتم في الأسواق المنظمة.
- أما على مستوى الاتحاد الأوروبي، فقد تم اعتماد قرار توجيهي في 20 أكتوبر 2011، يقضي بفرض عقوبات جنائية على العمليات الملتوية والتلاعب في أسواق المشتقات، والذي كان يفترض من الدول الأعضاء تأطير النصوص التشريعية المتعلقة بهذا القرار في غضون سنتين، كما خص هذا القرار التوجيهي الرقابة على التعامل بالمشتقات في الأسواق الموازية تحت إشراف الهيئة الأوروبية للأسواق المالية، لضمان حضر أي تلاعب من المتعاملين في الأدوات المالية من خلال المشتقات المتداولة خارج السوق المنظمة، مثل CDS (commission européenne, 2011). وقد اتخذ هذا بالفعل جزئياً في فرنسا من خلال المادة L. 621-15 من قانون البنوك والنظام المالي، منذ 2011، والتي أعطت هيئة الأسواق المالية صلاحية الرقابة على هذه المعاملات. ونظراً لضخامة حجم التعامل بمبادلات التزامات الدين "CDS" التي بلغت سنة 2011 قيمة 32.400 مليار دولار وهو ما يعادل 49% من الناتج المحلي العالمي، وهو ما دفع الاتحاد الأوروبي إلى اعتماد لائحة تنظيمية لعمليات البيع على المكشوف، وجوانب معينة من مبادلات المخاطر الائتمانية، والذي بدأ تطبيقه منذ نوفمبر 2012، هذا مع حضر التعامل بمبادلات التزامات الديون السيادية الأوروبية.

هذا وقد تم في عام 2008، حظر البيع على المكشوف مؤقتاً في 799 مؤسسة مدرجة في سوق الأوراق الأمريكية، في خطوة لدعم استقرار تلك الأسهم في ظل الانهيارات المالية التي منيت بها الأسواق العالمية، وفي الوقت ذاته قامت سوق الأوراق البريطانية بمنع البيع على المكشوف مؤقتاً على أسهم 32 شركة مدرجة في السوق المالي، وكذلك أستراليا أقرت إجراءات مشددة لمنع عمليات البيع على المكشوف. (الخلواني، 2014)

لكن بالرغم من كل التحذير من خطورة التعامل بالمشتقات المالية، وكل المساعي التي نادت إلى الحد من التعامل بها في أسواق التفاوض بالتراضي (OTC)، إلا أن حجمها المتداول في هذه الأسواق لازال يعرف تطوراً محسوساً خلال وبعد سنوات الأزمة، فحسب بنك التسويات الدولية، بلغت القيمة الاسمية المستحقة للعقود المشتقة في نهاية جوان 2010 مقدار 606 تريليون دولار، ثم ارتفعت في 2011 إلى 708 تريليون دولار، لتراجع في منتصف 2012 إلى 633 مليار دولار، إلا أنه قد ارتفعت من جديد لتنتقل إلى 693 تريليون دولار في نهاية شهر جوان من عام 2013. (BIS, 2013, p. 08)

2.4 إعادة النظر في طريقة عمل وكالات التصنيف الائتماني

حيث سعت لإلزامها بتحسين طريقة تقييم الأصول المالية المهيكلية من خلال وضع نماذج جديدة تتلاءم مع الطبيعة الخاصة لهذه المنتجات، إذ عليها الأخذ بعين الاعتبار المخاطر التشغيلية ومخاطر السيولة بتبني نقطة تكميلية أو انتهاج سلم تنقيط خاص بهذه الأصول.

3.4 مراقبة نشاط صناديق التحوط ومحاربة الملاذات الضريبية، من خلال:

- إيجاب صناديق التحوط على نشر المعلومات المتعلقة باستثماراتها لتفعيل الشفافية ورفع الغموض والتخفيف من التهرب الضريبي.
 - منع المؤسسات المالية الاجتماعية كصناديق التقاعد من الاستثمار في صناديق التحوط، لحماية المستهلكين وصغار المستثمرين من مخاطر لا يفهمونها ولا يجب تعرضهم لها، هذا مع وضع قيود على نشاط البنوك الاستثمارية والتجارية في تمويل صناديق التحوط (Prime Broker) وحرمانها بالتالي من أهم مصدر للرفع المالي.
 - إلزام الصناديق على رفع الحد الأدنى لقيمة الحصص، الأمر الذي من شأنه تقليص عدد المستثمرين وحرمانها من جزء كبير من مواردها، كما يجب توعية المستثمرين وحثهم على الاهتمام بكيفية إدارة أموالهم والمخاطر التي يتحملونها، إجراء من شأنه الحد من حرية المسير في المخاطرة. (A.Weber, 2007, p. 177)
 - إعادة النظر في نظام مكافأة مسيري الصناديق والقائم على ربطها بالنتائج المتحصل عليها وحجم محفظة الأصول، الأمر الذي يدفعهم إلى المزيد من المخاطرة لرفع العائد وبالتالي المكافأة.
 - تعزيز التعاون الدولي للقضاء على الملاذات الضريبية لكونها الفضاءات التي تحتضن هذا النوع من الصناديق، نظرا للحرية الكاملة التي يتمتعون بها لممارسة نشاطهم دون أي نوع من الرقابة.
- 4.4 عولمة الحوكمة المالية ومؤسساتها:** باستدعاء تدخل هيئات الإشراف والمؤسسات الدولية في مراقبة المخاطر المالية على المستوى الكلي، مع السهر على استقرار النظام المصرفي والمالي العالمي، بإنشاء منظمة عالمية تهتم بالبحث والتقصي في وضعيات استغلال النفوذ، التهرب المالي والجرائم الاقتصادية (Interpol Financier)؛ كما يعوض "منتدى الاستقرار المالي"، الذي ظهر سنة 1999 في أعقاب أزمة "LTCM" وكان يضم 12 عضو ممثلين عن أكبر المراكز المالية في العالم وفرض نفسه آنذاك كالعقل المفكر لمعالجة الأزمات المالية، بمجلس الاستقرار المالي (Le Conseil de la Stabilité Financière)، واعتبار هذا المجلس هيئة دولية ذات مصداقية، بتوسيعها لتشمل أعضاء جدد، توكل لها مهمة رقابة الأسواق المالية، ووضع المعايير الدولية بهذا الخصوص؛ على أن يعمل صندوق النقد الدولي على تنفيذ عمليات الإنذار المبكر للأزمة بالتعاون مع مجلس الاستقرار المالي، بهدف تقدير مصادر التعرض للصدمات غير المتوقعة وتحديد ارتباطها بالمخاطر النظامية، وذلك باستخدام الإحصاءات المقدمة من طرف بنك التسويات الدولية لتحديد مدى تطور الفقاعات الضريبية المعلنة للأزمة (Marc, 2008, pp. 5-6).
- 5.4 تشديد الإطار الرقابي للأسواق المالية بإصدار اتفاقية بازل 3**
- والتي نصت على:
- 1.5.4 تخصيص جزء من رأس المال لتغطية المخاطر الناتجة عن عمليات التوريق والتوريق المركب، بعدما أهملتها بازل 2، والجدول التالي يبين النسب التي تم تخصيصها من رأس المال لتغطية مخاطر السندات بما فيها التوريق الذي أضافته بازل 3.**
- حيث نلاحظ وجود علاقة عكسية بين نسبة رأس المال المخصصة لتغطية مخاطر السندات والنقطة الممنوحة للأصل، فكلما تراجع التصنيف المعطى للسند ارتفعت نسبة متطلباته من رأس المال، كما أن متطلبات تغطية سندات التوريق تعتبر مرتفعة جدا مقارنة مع متطلبات السندات السيادية ومتطلبات سندات المؤسسات، وهذا يدل على الاهتمام أكثر بالمخاطر المرتفعة التي تحيط بعملية التوريق.

الجدول 5 : نسبة المتطلبات الرأسمالية للسندات حسب بازل 3 (الوحدة %)

تنقيط السندات	فترة الاستحقاق المتبقية	سندات سيادية	سندات أخرى	سندات التوريق
AAA إلى A-1، AA-	أقل من سنة	0,5	1	2
	أكثر من سنة وأقل من 5 سنوات	2	4	8
	أكثر من 5 سنوات	4	8	16
A+ إلى P-3، A-3، A-2، BBB-	أقل من سنة	1	2	4
	أكثر من سنة وأقل من 5 سنوات	3	6	12

أكثر من 5 سنوات	6	12	24
-----------------	---	----	----

Source: Basel Committee on banking Supervision , « **Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems** », op-cit, P46

2.5.4 إدخال نسبة الرافعة المالية: كان للتوسع في منح الانتماء قبيل الأزمة المالية الأثر الكبير في إفلاس البنوك بسبب عدم كفاية الأموال الخاصة لامتناع الخسائر، حيث عمدت البنوك التي تتبع أسلوب التقييم الداخلي للمخاطر إلى منح أوزان ترجيحية صغيرة لتوظيفاتها من أجل زيادة أثر الرفع المالي (Hache, 2012, p. 5). لهذا عملت بازل 3 على إدخال ما يسمى بالرافعة المالية، لكبح التوسع في القروض المصرفية، حيث تم فرض نسبة اختيارية قدرها 2% من الشريحة الأولى لرأس المال، على أن يتم حسابها من أصول الميزانية وخارج الميزانية دون أوزان ترجيحية. (نجار، 2013، صفحة 283)

3.5.4 رفع الحدود الدنيا لرأس المال المؤسسات المالية والبنكية لقد ورد في اتفاقية بازل 3 بهذا الخصوص ما يلي: (رحال، 2014)

- إلزام البنوك بالاحتفاظ بقدر من رأس المال الممتاز يعرف باسم (رأس المال أساسي) وهو من الشريحة الأولى، ويتألف من رأس المال المدفوع والأرباح المحتفظ بها ويعادل 4.5% على الأقل من أصولها التي تكتنفها المخاطر، وهو ما يعني رفع هذه النسبة بمقدار 2% عما كانت عليه وفق اتفاقية بازل 2.
- تكوين احتياطي جديد منفصل، على شكل أسهم عادية ويعادل 2.5% من الأصول، أي يجب أن ترفع البنوك كمية رأس المال الممتاز الذي تحتفظ به لمواجهة الصدمات المستقبلية إلى ثلاث أضعاف ليصل بذلك إلى 7% من مجموع الأصول، وفي حالة انخفاض نسبة الأموال الاحتياطية عن هذه النسبة، يحق للسلطات المالية أن تفرض قيوداً على البنك المعني تمس توزيع الأرباح على المساهمين أو منح المكافآت المالية للموظفين.
- بموجب الاتفاقية الجديدة على البنوك الاحتفاظ بنوع من الاحتياطي لمواجهة الآثار السلبية المترتبة على حركة الدورة الاقتصادية بنسبة تتراوح بين الصفر و 2.5% من رأس المال الأساسي (حقوق المساهمين)، مع توفر حد أدنى من مصادر التمويل المستقرة لدى البنوك، وذلك لضمان عدم تأثرها بأداء دورها في منح القروض والاستثمار جنباً إلى جنب.
- رفع معدل المستوى الأول من رأس المال الإجمالي الحالي من 4% إلى 6% وعدم احتساب الشريحة الثالثة في معدل كفاية رأس المال.
- متطلبات أعلى من رأس المال وجودة رأس المال: إن النقطة المحورية للإصلاح المقترح هي زيادة نسبة كفاية رأس المال من 8% حالياً إلى 10.5%، وتركز الإصلاحات المقترحة أيضاً على جودة رأس المال، إذ أنها تتطلب قدراً أكبر من رأس المال المكون من حقوق المساهمين في إجمالي رأس مال البنك. والجدول الموالي يلخص أهم ما جاءت به بازل 3 من إصلاحات بخصوص متطلبات رأس المال.

الجدول 6: متطلبات رأس المال ورأس مال التحوط وفق مقررات بازل 3

إجمالي رأس المال	رأس المال الشريحة الأولى	حقوق المساهمين- الشريحة 1-	الحد الأدنى
8%	6%	4.5%	رأس المال التحوط
2.5%			حدود رأس المال التحوط للتقلبات الدورية
0% - 2,5%			الحد الأدنى + رأس المال التحوط- بازل 3-
10.5%	8.5%	7%	بازل 2
8%	4%	2%	

المصدر: مفتاح صالح، رحال فاطمة، "تأثير مقررات لجنة بازل III على النظام المصرفي الإسلامي"، المؤتمر العالمي التاسع للإقتصاد والتمويل الإسلامي: النمو والعدالة والاستقرار من منظور إسلامي، أيام من 09-10 سبتمبر 2013، تركيا، ص 11.

4.5.4 وضع آليات تصرف صارمة بالنسبة للسيولة المالية: تشمل هذه الحزمة من الإصلاحات أيضاً اعتماد مقاييس جديدة بخصوص السيولة، حيث يتعين على البنوك تقديم أدوات أكبر للسيولة، مكونة بشكل أساسي من أصول عالية السيولة مثل السندات. وقد اقترحت الاتفاقية الجديدة اعتماد نسبتي في الوفاء بمتطلبات السيولة: (Basel Committee on Banking Supervision, 2013)

- الأولى للمدى القصير وتعرف بنسبة تغطية السيولة (LCR)، وتحسب بنسبة الأصول ذات السيولة المرتفعة التي يحتفظ بها البنك إلى حجم 30 يوماً من التدفقات النقدية لديه، ويجب ألا تقل عن 100%، وذلك لمواجهة احتياجاته من السيولة ذاتياً.
- الثانية وتعرف بنسبة صافي التمويل المستقر (NSFR) لقياس السيولة البنوية في المدى المتوسط والطويل، والهدف منها توفير موارد سيولة مستقرة للبنك، وتحسب بنسبة مصادر التمويل لدى البنك (المطلوبات وحقوق الملكية) إلى استخدامات هذه المصادر (الأصول)، ويجب ألا تقل عن 100%.

إلا أن النتائج الناجمة عن هذا الإصلاح غير واضحة بسبب التطبيق التدريجي لهذه المعايير التي ستطبق بصفة نهائية مع حلول عام 2019، غير أن الخبراء قد أجمعوا أن اتفاقية بازل 3 ستقلص من معدلات وقوع وحدة الأزمات المالية المستقبلية من خلال الزيادة من احتياطات البنوك ورفع من رأسمالها وإقرار شفافية وإفصاح عالين، لكن بالمقابل، ستقلص من أرباح البنوك عن طريق فرض ضغوط على البنوك الضعيفة والصغيرة وزيادة كلفة الإقراض، مما سيؤدي في الأخير إلى رفع أسعار الخدمات المقدمة للجمهور. (بوطورة، 2017، صفحة 109)

5. خاتمة:

انطلاقاً مما تم عرضه في بحثنا، فإننا نلخص أهم النتائج المتوصل إليها فيما يلي:

- يمكن للابتكارات المالية أن تساهم في رفع وتحسين كفاءة السوق المالية، بالنظر إلى درجة السيولة التي تتمتع بها، زيادة على ذلك، بإمكان هذه الأدوات أن توفر للمتعاملين تولىات من المشتقات والأصول المالية الأساسية من شأنها أن ترفع من قيمة العائد وتخفف من مستوى المخاطرة.
- كما يمكن أن تكون هذه الابتكارات سبباً في ضعف فعالية السياسات الاقتصادية والنقدية، مما يتطلب من البنوك المركزية تتبع مختلف الابتكارات التي تقدمها الهندسة المالية والتنبؤ بنتائجها المحتملة، واتخاذ الإجراءات اللازمة حتى لا تؤدي هذه الابتكارات إلى ضعف فعالية السياسة النقدية، وبالتالي ضعف أثرها الاقتصادي.
- تعتبر تقنية التغطية بالمشتقات المالية حلاً فعالاً للكثير من المشاكل والمصاعب التي يواجهها المتعاملون في الأسواق المالية، وللتحوط ضد المخاطر، وهذا شريطة أن تستخدم دون مخالفات أو تحايل، أو أن تستخدم لأغراض المضاربة، وأن تختار الاستراتيجيات المناسبة للتحوط.
- بحكم طبيعة المشتقات المالية المرتبطة بالتوقعات، فإنها تتضمن في حد ذاتها مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة وغير محتملة، وقد يصل بها الحد في بعض الحالات إلى أزمة.
- أثبتت الأزمة المالية العالمية 2008 الدور السلبي للابتكارات المالية، والذي أدى إلى تفاقمها وانتشارها بشكل هدد معظم الأسواق المالية العالمية وزعزع استقرارها، حيث إن عملية توريق الرهون العقارية ذات الجدارة الائتمانية الرديئة وطرحها للتداول في الأسواق الثانوية أدى إلى توسيع قاعدة الأطراف المتعرضة لمخاطرة عدم التسديد، ومن جهة أخرى أدى الاستخدام المفرط للمشتقات المالية إلى توسيع الفجوة بين الدارة المالية والاقتصاد الحقيقي
- تتوقف الاستفادة من مزايا المشتقات أو تحقيق خسائر نتيجة التعامل بها، على كيفية استخدامها كوسيلة لتخفيض المخاطر أو كأداة للمضاربة، مما توجب توافر عدد من المتطلبات، سواء تعلق الأمر بمستخدميها أو بالمشرفين والمشرفين على أسواقها، تمثلت أساساً في:
- وجود نظم داخلية بالبنوك والمؤسسات تسمح بقياس حجم المخاطر؛

- وضع الضوابط الرقابية الملائمة، كتحديد الحجم الأقصى لتعاملات المؤسسات المختلفة في مجال المشتقات؛

- توفير الكوادر البشرية المتخصصة في تلك الأدوات للمستخدمين وللمؤسسات الرقابية؛

- توفير بنية تكنولوجية متطورة لتيسير إتمام عمليات التسوية والمقاصة الخاصة بالمشتقات والتي تتسم بالتعقيد.

وعلى ضوء نتائج البحث، نقترح ما يلي:

- وضع المزيد من اللوائح والتشريعات التنظيمية المتعلقة بممارسات محددة تتعلق بشكل خاص باستخدام المنتجات التي كانت سببا مؤثرا في زيادة حدة الأزمات، مثل مبادلات التزامات الدين المضمونة.

- بالنسبة للدول العربية التي تعرف نشاطا محدودا في التعامل بهذه الأدوات، يستحسن لها أن تقوم بتوفير الهياكل القاعدية واتخاذ إجراءات استباقية، تسمح بضبط ورقابة الأسواق المشتقة حتى لا يؤول بها الأمر إلى نفس النتائج التي وصلت إليها الدول المتقدمة عند النمو الهائل لاستخدام الأدوات المشتقة.

- نشر الوعي بين أوساط المتدخلين في الأسواق المالية بالنتائج الوخيمة التي قد تنتج عن المضاربة باستخدام هذه الأدوات.

- عدم تسرع الحكومات في استخدام المشتقات المالية كعنصر جذب للعمليات الأجنبية دون دراسات تحليلية مسبقة.

- تبني مبادئ مدروسة، يمكن استلهاها من أسس الاقتصاد الإسلامي تضبط صناعة الأدوات والابتكارات المالية، تعمل على تحقيق أهدافها دون التورط في الأزمات، أو التسبب في عدم الاستقرار المالي، وبالتالي تحجيم سلبية أدوات الهندسة المالية.

1. المراجع:

قائمة المراجع باللغة العربية

- إدارة المجلة والبحوث. (مارس، 2009). أين بازل2 من الأزمة المالية العالمية. مجلة اتحاد المصارف العربية ، صفحة العدد 340.
- بن علي بلعزوز، أحمد مداني. (2010). التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها: دراسة وضعية وشرعية. المؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي (صفحة 16 ديسمبر). الكويت: كلية العلوم الإدارية.
- جهيدة نسيلي. (نوفمبر، 2015). أطروحة دكتوراه. الهندسة المالية للمؤسسة والأسواق المالية: إشارة إلى سوق المشتقات والحد من الأزمات . الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير: جامعة الجزائر.
- حاكم الربيعي وآخرون. (2011). المشتقات المالية. عمان: دار اليازوري.
- حياة نجار. (2013). اتفاقية بازل III وأثارها المحتملة على النظام المصرفي الجزائري. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير الصادرة عن جامعة محمد خيضر بسكرة.
- حيدر حمزة جودي، فضيلة بوطورة. (العدد 2 المجلد 1، 2017). تطبيقات الحوكمة في البنوك وفق مقررات لجنة بازل3 - حالة بنك الجزائر. مجلة العلوم الإدارية العراقية .
- سمير عبد الحميد رضوان. (2005). المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها. القاهرة: دار النشر للجامعات.
- سيد عبد الفتاح صالح حسن. (أكتوبر، 2010). انعكاسات القياس والإفصاح المحاسبي لعمليات توريق الأصول المالية على سوق الأوراق المالية المصري. المجلة العلمية للاقتصاد والإدارة الصادرة عن جامعة عين شمس ، صفحة العدد الرابع الجزء الثاني.
- طارق عبد العال حماد. (2001). المشتقات المالية: المفهوم- إدارة المخاطر- المحاسبة. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- عاطف محمد، عبد الرؤوف أحمد الروايدة الروسان. (2010). الأزمة المالية العالمية 2007-2010. عمان: المعدان للنشر والتوزيع.
- عدنان الهندي. (1996). المشتقات المالية: ماهيتها، أنواعها وطرق إدارة مخاطرها. بيروت: اتحاد المصارف العربية.
- عفاف أبو زر، نعيم دهمش. (2004). اتجاه معايير المحاسبة الدولية نحو القيمة العادلة. المؤتمر المهني السادس لجمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، (صفحة أيلول). عمان.
- فلك منير الخولاني. (2014). البيع على المكشوف: مضاربة/ تحوط. تاريخ الاسترداد 12 20، 2018، من مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية: <http://www.giem.info/article/details/ID/48>
- مجدي مليحي عبد الحكيم. (العدد1 المجلد 2، 2012). مدخل مقترح لمراجعة عمليات توريق الأصول المالية لتحسين جودة التقارير المنشورة في ظل المحاسبة الابتكارية. المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، عين شمس، القاهرة ، الصفحات 441-591.

- محمد طرشي، عبد القادر بربش. (2009). التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية: أزمة الرهن العقاري. *الملتقى الدولي الثاني لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير* (الصفحات 5-6 ماي). خميس مليانة: جامعة الجليلي بونعامة.
- مصطفى فريد، سمير بوعافية. (2009). التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية. *الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية* (الصفحات 20-21 أكتوبر). سطيف: كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس.
- منير ابراهيم هندي. (2003). *الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات المالية - العقود المستقبلية، الجزء الثاني*. الاسكندرية: منشأة المعارف.
- نادية بلورغي، فاطمة رحال. (نوفمبر، 2014). *واقع وآفاق تطبيق البنوك الإسلامية لمقررات بازل3- مصرف الراجحي الإسلامي نموذجاً*. تاريخ الاسترداد 10 22، 2017. من مجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية: <http://www.giem.info/article/details/ID/550#.VJg3M8Bnk>

المراجع باللغات الأجنبية

- Axel Weber, (2007, Avril 10). Hedge funds:un point de vue de banque central . *Revue de la stabilité financière* .
- Andrien de Tricornot. (2012, 11 12). *comment les CDS ont attisé la crise de la zone EURO*, Retrieved 04 01 2017 from : le monde: https://www.lemonde.fr/economie/article/2012/11/12/comment-les-cds-ont-attise-la-crise-de-la-zone-euro_1789137_3234.html
- Patrick Artus et autres, P. (2008). *rapport du conseil d'analyse économique sur la crise des supprimes*. Paris: la documentation française.
- Bank of international settelements. (2008). *the annual report*. Basel: BIS.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2013, January). *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*. Retrieved 12 1, 2014, from BIS: <https://www.bis.org/publ/bcbs238.htm>
- BIS. (2013, November). *Statistical release : OTC derivatives statistics at end-June 2013*. Retrieved 06 19, 2014, from bank for international settlements: https://www.bis.org/publ/otc_hy1311.pdf
- Gunther Capelle-Blancard. (s.d.). *les marchés dérivés sont-ils dangereux*. Consulté le 04 26, 2016, sur <https://www.cairn.info/revue-economique-2009-1-page-157.htm#>
- Comité de Bâle sur le control bancaire. (2010). *Réponse du Comité de Bâle à la crise financière: Rapport au groupe des vingts*. Bâle : banque des règlements internationaux.
- commission européenne. (2011, 10 20). directive N° 2011/0297 relative aux sanctions pénale applicables aux opérations d'unitiés et aux manipulations de marché. Bruxelles: parlement européen et du conseil.
- Frédéric Hache. (2012, Mai). *Bâle 3 en 5 questions: des clefs pour comprendre la réforme*. Consulté le 10 22, 2017, sur Finance watch: <https://www.finance-watch.org/wp-content/uploads/2018/11/Bale-3-en-5-question1-1.pdf>
- Bertrand Jacquillat. (2008). *instituer de nouvelles règles de gouvernance des institutions financières*. paris: la documentation française.
- Joelle Mattheus, Aude Hawthom. (2009). *la crise financière expliquée par l'innovation financière*. Paris: Sia conseil.
- François Marc. (2008, 11 10). Note relative à la crise financière et à la recherche de solutions politiques à cette crise. la sénat, france.
- René Ricol. (2008, Septembre). *Rapport sur la crise financière*. Consulté le 10 20, 2014, sur UE 2008.FR: <http://www.oeconomia.net/private/cours/economiegenerale/agregation/crisefinanciere2008.pdf>