

# دور المشتقات المالية في تفاقم الأزمة المالية

## تمهيد وتقسيم

منذ بروز مفهوم العولمة أصبح العالم كله يعيش في شرنقة واحدة، في عالم يتسم بالقدرة على نقل السلع والخدمات والمعلومات والأزمات أيضاً، بشكل مماثل للفيروس الذي لم يعد يمكن إيقافه عند حدود دولة معينة<sup>(أ)</sup>.

فانتقلت العدوى إلى الأسواق المالية في مختلف دول العالم بعد أن أصبح اقتصاد الولايات المتحدة أكبر دولة في العالم مهدداً بالانزلاق إلى هاوية الكساد والإفلاس<sup>(ب)</sup>.

وقد كان للمشتقات المالية دور في تفاقم الأزمة المالية التي حدثت في عام 2008، وقبل معرفة هذا الدور الذي ساهمت به في تلك الأزمة، نبحث أولاً في جذور ومسببات تلك الأزمة. ومن ثم رأينا تقسيم هذا الفصل إلى المبحثين الآتيين:

## المبحث الأول: جذور ومسببات الأزمة المالية في عام 2008

## المبحث الثاني: دور عقود المشتقات الائتمانية في الأزمة المالية في عام 2008.

(أ) انظر : مركز البحوث والدراسات، الغش التجاري في المجتمع الإلكتروني، ورقة عمل مقدمة إلى الندوة الرابعة لمكافحة الغش التجاري والتقليد في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 20-21 سبتمبر عام 2005 بعنوان: "ظاهرة الغش التجاري والتقليد في ظل التطور التقني والتجارب العالمية المعاصرة، الغرفة التجارية الصناعية بالرياض قطاع البحوث ومنندى الرياض الاقتصادي، شعبان 1426هـ، ص7،

[www.riyadhchamber.com/doc/echeat.doc](http://www.riyadhchamber.com/doc/echeat.doc), (accessed on 22-5-2010)

(ب) انظر: زايري بلقاسم ، ميلود مهد ، الأزمة المالية العالمية أسبابها وأبعادها وخصائصها، المؤتمر الدولي حول الأزمة العالمية وكيفية معالجتها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي الذي نظّمته جامعة الجنان (لبنان) في يومي 13-14 آذار (مارس) 2009، ص1،

<http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/2/zairi-miloud.pdf>, (accessed on 1-11-2011).

## المبحث الأول

### جذور ومسببات الأزمة المالية في عام 2008

لقد طرحت الأزمة المالية العالمية التي اجتاحت العالم الرأسمالي مؤخرًا الكثير من التساؤلات حول مستقبل النظام الرأسمالي فقد تساءل البعض عما إذا كانت هذه الأزمة هي مجرد مرحلة من مراحل الانتكاسات التي يعرفها النظام الرأسمالي من حين لآخر، والتي ما تلبث أن تزول ويتعافى منها هذا النظام، أم هي مكاشفة للرأسمالية لمراجعة تاريخ هذا النظام وما مر به من أزمات.

لقد تتبأ الخبير والمحلل المالي الأمريكي روبرت بيكمان Robert Beckman بوقوع حدوث الأزمة المالية والاقتصادية العالمية مبكرًا في كتاب ، نشر عام 1983 بعنوان "موجة الهبوط - كيف تتجو من الكساد الكبير الثاني " ، والذي بنى توقعاته على نظرية دورة النشاط الاقتصادي للخبير الاقتصادي الروسي نيكولاي كوندراتييف Nikolai Kondratiev التي وضعها قبل أزمة الكساد الكبير ، وفي تصوره أن النظام الرأسمالي يتأرجح بين الصعود والهبوط في كل مرحلة تدوم خمسين عاما ، والتي كانت بدايتها من عام 1926 ، وكتب في ذلك العام أن العالم يسير إلى هبوط جديد ، وسرعان ما يواجه العالم باستثناء الاتحاد السوفيتي - وقتئذ - حالة من الكساد الاقتصادي تنطلق من أمريكا. وطبقا لنظرية كوندراتييف ، إن العالم قد يشهد بداية للنهوض الجديد في عام 2015 ( )

فلقد توهمت الرأسمالية - بعد سقوط الإتحاد السوفيتي - بأنها قادرة اقتصاديًا على قيادة العالم، وخاصة بعد تفرد الولايات المتحدة بالقطبية الواحدة بإدارة العالم اقتصاديًا وسياسيًا في مرحلة التسعينيات،

---

(١) انظر: خبير إقتصادي: الأزمة الاقتصادية العالمية تدوم حتى عام 2015، 2009/3/4،

<http://archive.arabic.cnn.com/2009/business/2/3/economic.crisis/>, (accessed on 13/9/2014)

وانظر أيضا : نزهان محمد سهو، الأزمة المالية العالمية: المفهوم - الأسباب - التداعيات، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الثالث والثمانون، 2010، ص 257 ،

<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&ald=27727>, (accessed on 13-9-2014)

وقامت بتعبئة العالم بزعم أن الرأسمالية هي النظام الاقتصادي الأوحى القادر على تسيير مختلف الفعاليات الاقتصادية.

فالواقع أن جذور الأزمة العالمية تعود إلى أبعد من دورات النمو والتباطؤ التقليدية، وربما بدأت تتشكل ملامحها منذ مطلع سبعينيات القرن الماضي؛ إذ في تلك الفترة كانت العلاقة بين السياسة والأعمال علاقة تعاونية، السياسة المتمثلة في الحكومات والأعمال المتمثلة في المؤسسات والأسواق المالية، فكانت الأعمال داعمة للسياسة، إلى أن تطورت هذه العلاقة إلى علاقة شبه ندية مع انطلاق العولمة، وتفرقت الولايات المتحدة الأمريكية قائدة المنظومة الرأسمالية .

وتكمن أي أزمة مالية في الإفراط في الاستثمارات المالية، دون أن يكون هناك تطور مقابل في الاقتصاد الحقيقي، وغياب الموضوعية أو الشفافية والدور الرقابي للدولة في المؤسسات والأسواق المالية، ونتيجة للأوهام العديدة دخل الاقتصاد الرأسمالي في سوق أقرب للقمار منه إلى الاقتصاد وبعد هذا السبب الرئيسى للأزمة المالية العالمية 2008 والأزمات السابقة.

فهذه الأزمة ليست جديدة على النظام الرأسمالى ، والحقيقة أنه منذ الثورة الصناعية ، وكانت الأزمات الاقتصادية ملازمة للاقتصاد الرأسمالى، لكنها تعد الأصعب والأقوى من بين الأزمات التى عرفها النظام الرأسمالى.

لقد تعرض الاقتصاد العالمى فى سبتمبر 2008 لهزة عنيفة أعادت إلى الأذهان أزمة الكساد الكبير 1929-1939، وكانت هذه الهزة العنيفة نتيجة لمبادئ الليبرالية الجديدة التى حدثت فى منتصف الثمانينيات، التى طالبت بالتحريك الاقتصادى والمالى والتجارى، والتخلص من النظرية الكينزية، وتلك كانت تمثل انقلاباً فكرياً على المدرسة الكلاسيكية<sup>(٩)</sup>، فى الاقتصاد الرأسمالى<sup>(٩)</sup>.

---

(٩)- آدم سميث وريكاردو أسسوا هذه المدرسة الفكرية ودافعوا عن الحرية الاقتصادية وعدم تدخل الدولة واعتبروا أن قوة الدولة تكمن فى مقدار ما تملكه من قوة عاملة وإنتاج وليس ما تملكه من ذهب وفضة، أن المنفعة الشخصية هى التى تقود الإنسان فى تصرفاته وأن الظواهر الاقتصادية يسيطر عليها النظام الطبيعى. انظر حربى محمد موسى عريقات، مبادئ الإقتصاد (الإقتصاد الجزئى والاقتصاد الكلى)، المكتبة الوطنية، 1994، ص25.

(٩) انظر: رضاعبد السلام، أزمة مالية أم رأسمالية، مكتبة العصرية ، سبتمبر 2009، ص3، ص5.

وكان كينز قد طالب<sup>(٥)</sup> بضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي من خلال إيجاد توازن في السوق عن طريق زيادة الإنفاق الحكومي الذي يؤدي إلى ارتفاع القوة الشرائية وخلق الطلب الفعال الذي يؤدي إلى تنشيط عملية الإنتاج وتجاوز حالة الكساد، وفي حالة التضخم تقوم الحكومات بالتخلص منه، وذلك من خلال الإيرادات الضريبية لتسديد الديون التي أنفقت في تمويل المشاريع الاستثنائية التي واجهت بها حالة الركود ولقد اعتمدت الحكومات الرأسمالية في البلدان المتقدمة على النظرية الكينزية في التخلص من أزمة الكساد الكبير<sup>(٥)</sup>.

ولقد ساد خلال العقد الماضي اعتقاد شبيه بالاعتقاد الذي كان سائدًا قبل أزمة الكساد الكبير، وهو أن السوق أفضل من الدولة، وأن اليد الخفية (السوق) هي أفضل من اليد الظاهرة (الدولة)، وأن السوق قادرة على تصحيح أوضاعها بنفسها وبناء عليه تراجع دور الدولة لصالح القطاع الخاص، وتمتع القطاع المالي والأسواق المالية بحرية فائقة دون رقابة حكومية على هذه الأسواق المالية والعمليات المالية<sup>(٥)</sup>.

فغابت الدولة وأطلق العنان للقطاع الخاص، وتوالت الأزمات التي لم يوقفها إلا دور الدولة، ولم تصحح السوق نفسها، كما أدعى أنصار المشروع الليبرالي الجديد<sup>(x)</sup>.

وتعود أسباب هذا الوضع الفوضوي إلى أزمة النظام النقدي المالي المفروض من قبل الولايات المتحدة الأمريكية، عقب الحرب العالمية الثانية التي أعطت للدولار الأمريكي امتيازًا كمجودات أساسية للاحتياط الدولي<sup>(ii)</sup>.

فعمق الأزمة وسرعة تداعيتها كشف الستار عن خلل في الاقتصاد الأمريكي فنتيجة لنظام معيار الدولار Dollar standard، والذي أجبر العالم على الارتباط به من خلال اتفاقيات بريتون وودز عام 1944، كان نظام ثبات أسعار صرف العملات هو النظام النقدي الجديد الذي يقوم على أساس قاعدة الصرف

---

(٥) كينز من أبرز مفكرى المدرسة الحديثة الذى اهتم بمعالجة الأوضاع الاقتصادية فى إقتصاديات الدول الرأسمالية الحديثة. انظر:

حربى محمد موسى عريقات ، المرجع السابق، ص25.

(٥) انظر: وليد أحمد الصافى، المرجع السابق، ص6.

(٥) انظر :أحمد مصطفى، المرجع السابق، ص

(x) انظر:رضا عبد السلام المرجع السابق، ص5، وما بعدها.

( ii ) انظر : عبد الحكيم مصطفى الشرقاوى، العولمة المالية وإمكانيات التحكم عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعى، 2005،

ص11.

بالدولار الأمريكي، ونتيجة لذلك تحول الدولار الأمريكي من عملة محلية أمريكية إلى عملة احتياط دولية، واستمر العمل بهذا النظام حتى قامت الولايات المتحدة الأمريكية بإلغاء نظام تحويل الدولار إلى الذهب عام 1971، عندما أعلن الرئيس الأمريكي نيكسون عن وقف قابلية تبادل الدولار إلى ذهب ولضمان نجاح خطط بقاء الدولار كعملة أولى للعالم وقعت الحكومة الأمريكية اتفاقاً مع دول الأوبك خلال السبعينيات، يضمن تسعير النفط بالدولار.

فأصبح الدولار بعد عام 1971 هو عملة التداول العالمية والبدل عن الذهب في الاحتياطات النقدية، وسيطر الدولار الأمريكي على ثلثي احتياطات النقد الأجنبية في العالم، ويمثل 80% من مبادلات سعر الصرف الأجنبي، ويتم دفع أكثر من 50% من صادرات العالم بالدولار، ومن ثم وصل حجم تداول الدولار في العالم إلى حوالي ثلاثة تريليون دولار، وأصبح أي تحرك في سعر صرف الدولار يؤثر على أسعار السلع والخدمات في العالم كله (ii).

وبذلك أصبح العالم بأكمله يدور في فلك الدولار والاقتصاد الأمريكي ولكن مع مرور الوقت فاق الإنفاق الحكومي والمواطن الأمريكي حجم الادخار، مما أدى إلى تفاقم العجز التجاري الأمريكي مع العالم، حيث قارب على التريليون دولار بنهاية عام 2008، ومع ظهور عملة اليورو بدأت في الاستحواذ على الاحتياطات الدولية، فعند أول صدور لتلك العملة استحوذت على 18% في عام 1999، ثم تنامت حصتها في عام 2007 حيث بلغت 27%، ومن المتوقع بحلول عام 2020 أن تستحوذ على 60% من الاحتياطات والمبادلات الدولية، ف جاء هذا التحول لمصلحة اليورو والعملات الأخرى على حساب الدولار ومن هنا جاء فشل سياسة معيار الدولار نتيجة الإساءة البالغة في استخدامه، وشهد الاقتصاد الأمريكي خلا هيكليا في القطاعات الخدمية على حساب قطاعات الإنتاج الحقيقي كالصنيع مثلا، وتوجه اهتمام المستثمرين نحو قطاع التكنولوجيا والمعلومات (صناعة الإلكترونيات) خلال التسعينيات، إلى أن تشبع السوق وأنهار في عام 2001، والتي عرفت بأزمة الدوت كوم.

---

( ii ) انظر: فتحي عطية السيد مصطفى، الأزمة المالية أسبابها وتداعياتها وطرق حلها والحل المقترح للعرب، مطابع الشرطة للطباعة والنشر والتوزيع، 2009، ص7.

ونتيجة لذلك توجهت الاستثمارات الأمريكية والأجنبية نحو قطاع الاستثمار العقاري، ولم تفوت البنوك والمؤسسات المالية هذه الفرصة أيضاً، وشجعت التوجه بمنح مزيد من الائتمان إلى أن حدث ما حدث في سبتمبر 2008<sup>(i)</sup>.

وعادة ما تمر الأزمات بعدة مراحل: ميلاد الأزمة، نموها واتساعها، انفجارها، ثم انحسارها إلى أن تختفي<sup>(ii)</sup>.

وكانت بداية الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد العالمي في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم امتدت إلى باقي دول العالم. وقد مرت هذه الأزمة بهذه المراحل:

كانت بداية الشرارة الأولى في فبراير 2007 بسبب عدم تسديد قروض الرهن العقاري الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بملاءة مالية كافية على السداد، وفي أغسطس 2007 بدأ انهيار الأسواق المالية أمام مخاطر اتساع نطاق الأزمة، وبدأت البنوك المركزية تتدخل لدعم السيولة<sup>(iii)</sup>.

لقد أدى ازدهار السوق العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية إلى ارتفاع حجم التمويل العقاري، دون النظر إلى قدرة المقترض على السداد؛ نظراً لأن وكلاء البيع كانوا يقومون بإغراء المواطنين بالاقتراض عن طريق دفع القسط الأول، ثم بعد ذلك تكون الأقساط متزايدة، ونظراً لأن الفائدة متزايدة، والتسهيلات الائتمانية الممنوحة لهم خضعت لأحد أهم قواعد السوق التي جرت على أن مثل تلك العقود تتضمن بنوداً تجعل معدل

---

(i) انظر: رضا عبد السلام، المرجع السابق، ص6، وما بعدها. وانظر أيضاً:

[http://www.arabency.com/index.php?module=pnEncyclopedia&func=display\\_term&id=14210&vid](http://www.arabency.com/index.php?module=pnEncyclopedia&func=display_term&id=14210&vid)  
≡ (accessed on 22-3-2010).

(ii) انظر: طارق عبد العال حماد، المرجع السابق، ص18.

(iii) بدأت بنوك كبرى تعلن انخفاضاً كبيراً في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري 0 وفي يناير 2008 لجأ الاحتياطي الأمريكي (البنك المركزي) إلى تخفيض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50% وهو إجراء ذو حجم استثنائي ثم جرى التخفيض تدريجياً إلى 2% بين يناير ونهاية إبريل.

وفي 17 فبراير 2008 قامت الحكومة البريطانية بتأميم بنك Northren rock، وفي مارس 2008 صدر إعلان من GB Morgan بشراء بنك الأعمال الأمريكي Bear Stearns بسعر متدنٍ للغاية مع مساعدة الاحتياطي الاتحادي، وفي 7 سبتمبر 2008 قامت وزارة الخزانة الأمريكية بوضع المجموعتين العملاقتين فريدي ماك وفاني ماي تحت الوصاية لإعادة هيكلتها مالياً مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار. انظر: الأزمة المالية العالمية 2008،

<http://ar.wikipedia.org/wiki/> (accessed on 23-9-2009)

الفائدة على مثل هذه السندات أكبر من معدل الفائدة على السندات التقليدية ، في حين أن القاعدة الائتمانية المتفق عليها عالمياً هو أن العقارات تمويل بسعر فائدة ثابت باعتبارها أصولاً طويلة الأجل .  
و الشكل الآتي (١٥) يوضح لنا حجم التداول السنوي ، والنسبة المئوية لهذه القروض بالولايات المتحدة من عام 1994 إلى 2007 . المحور الأيسر يوضح لنا حجم الرهن العقاري والمحور الأيمن يوضح لنا حصة الرهن العقاري .

### شكل رقم (9)

(١٥) انظر

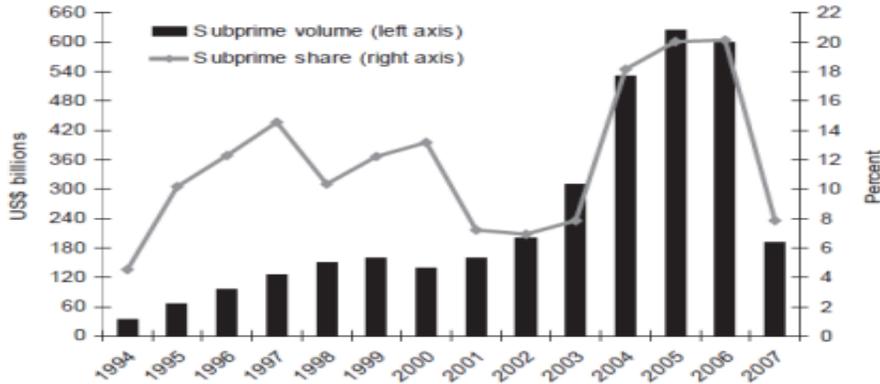
JAFFEE(DWIGHT.M) :The U.S. Subprime Mortgage Crisis: Issues Raised and Lessons Learned, Haas School of Business University of California, Berkeley, April 7, 2008, P11,  
<http://ihfp.wharton.upenn.edu/SubprimeReadings/Jaffee%20Subprime.pdf>, (accessed on 31-5-2010)

وانظر أيضا

SAKHAROVA(IRINA) and WU(WEILI) :Selectes papers in security studies:volume 4 Analysis of the financial crisis of 2007-2009 and its impact on international economic security, The University of Texas ,January 2011 ,P5,

<http://www.utdallas.edu/~bxt043000/Publications/Technical-Reports/UTDCS-09-11.pdf>,(accessed on 13-9-2014)

حجم التداول السنوي والنسبة المئوية لهذه القروض بالولايات المتحدة من عام 1994 إلى 2007



Source: Inside Mortgage Finance, annual Report UTDCS-09-11 Febuary2011

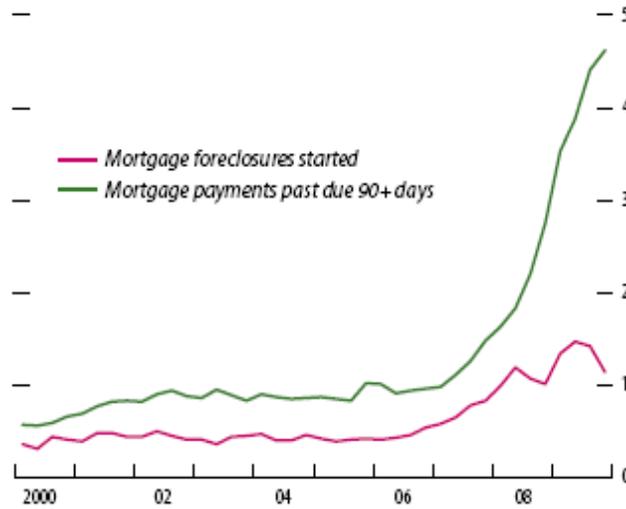
كما يوضح الشكل التالي (١٠) حجم سوق الرهن العقاري بالولايات المتحدة من عام 2000 إلى 2008 ، بالنسبة إلى مجموع القروض العقارية ، حيث يبين اللون الوردي بداية الرهن العقاري ، أما اللون الأخضر يبين أقساط الرهن العقاري التي لم تسدد .

شكل رقم (10)

(١٠) انظر

Global Financial Stability Report Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System , April 2010 , P16 (http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/text.pdf,( accessed on 3-6-2010)

حجم سوق الرهن العقاري بالولايات المتحدة من عام 2000 إلى 2008 ، بالنسبة إلى مجموع القروض  
العقارية



Source: Mortgage Bankers Association.

Source :Mortgage bankers association, Global Financial Stability Report, april 2010

وبعد ذلك قامت البنوك بطرح حزم سندات الرهن العقاري ، كسندات استثمارية ، مما أدى إلى وجود سوق ثانوي للرهن العقاري ، كان له دور في بيع تلك الحزم عدة مرات ، إلى أن أصبحت هناك فجوة بين الأسعار الحقيقية والسوقية ، ونظرا لارتفاع العقارات بصورة مبالغ فيها ، لجأ أصحاب العقارات لرهن العقارات للحصول على قروض من الدرجة الثانية (رهون أقل جودة) ، وهي تكون أكثر خطورة في حالة انخفاض قيمة العقار ( $\bar{i}^0$ ) ، ومع تطور أسواق المال ظهرت الحاجة إلى أدوات مالية أكثر حداثة مما أدى إلى ظهور أدوات مالية جديدة لرهن العقارات فقد قامت المؤسسات الدائنة بتوريق هذه الحزم ويقصد بهاتحويل القروض غير

( ) انظر:

STULZ(RENE.M) :Credit default swaps and the credit crisis, Cambridge, September 2009,P9,

<http://www.nber.org/papers/w15384.pdf>,(accessed on 14-9-2014)

وانظر أيضا:دراسة منشورة ،الأزمة المالية العالمية :دروس مستفادة ،حكومة دبي -دائرة المالية ، 2014 ،ص7 ،

<http://blog.bearing-consulting.com/wp-content/uploads/2014/03/Dubai-The-Global-Financial-Crisis-Lessons-learned.pdf>,(accessed on 14-9-2014)

السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول عن طريق بنوك أو مؤسسات متخصصة ترغب في الحصول على السيولة، فهي آلية مالية لاقتناء الأوراق المالية من خلال إصدارها وتداولها لمختلف المستثمرين<sup>(١٥)</sup>. فالتوريق هو تجميع أصول مالية مولدة لتدفقات نقدية لأنه يعتمد على خلق أداة من أدوات سوق المال في صورة ورقة مالية يسهل تسويقها فهو أداة مالية مركبة يمكن استخدامها على حسب إحتياجات المستثمرين فيمكنه تنويع المخاطر من خلال تنويع الأصول المالية في وعاء واحد وطرحها كأوراق مالية للمستثمرين، تشجيع الإدخار من خلال تقديم أوراق مالية تضمن للمستثمر فوائد على استثماراته، ويمكنه أيضا إعادة توريق-Re securitization الأصول المادية إلى أصول مالية، مما يعطى الفرصة لأي مؤسسة مالية لاستخدامها لمواردها المادية دون امتلاكها فعليا<sup>(١٦)</sup>، وهو ما يعرف بلغة الأسواق : بتوريق السندات (ABS) Aasset backed security وحزم السندات: Mortgage backed securities (MBS).

فقامت البنوك بتجميع حزم الدين المضمونة بالرهن العقاري Collateralized Debt obligation (CDO) التي تكون في معظم الأحيان سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك الذي يكون دائما بها لمجموعة من المدينين الذين يكونون غالبا مقترضين ، وتقوم بطرحها عبر السوق الثانوية ، وبذلك تستفيد من فروق أسعار الفائدة ، وتحجم المخاطر ، وتولد كميات كبيرة من السندات عدة مرات فتجنى كثيرا من الأرباح ، وهو ما دفع كثير من مختلف المؤسسات المالية ذات الهياكل الاستثمارية الخاصة إلى شراء مجموعة من حزم السندات MBS وحزم الدين المضمونة بالرهن العقاري CDO ، وتسويقها كحزمة ضخمة تسمى حزمة الحزم (Pool of pools) (١٧).

(١٥) انظر :

SAMMUT(JOE):Derivative Instruments and the Financial Crisis 2007 – 2008:role and responsibility, SMC University, 4 March 2012, p8,

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2015786](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2015786), (accessed on 14-9-2014)

GONZALEZC(ARLOS): why securitization ?the benefit to a bank, [http://www.powershow.com/view2b/3f3d8c-](http://www.powershow.com/view2b/3f3d8c-YmNjM/Why_Securitization_The_Benefit_to_a_Bank_powerpoint_ppt_presentation_)

YmNjM/Why\_Securitization\_The\_Benefit\_to\_a\_Bank\_powerpoint\_ppt\_presentation\_, (accessed on 10-9-2010).

(١٦) انظر: نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول، المرجع السابق، ص4، وما بعدها.

(١٧) انظر:

XINZI(ZHOU): AIG Credit Default Swaps and the Financial Crisis, 18 May 2013, risk management society, P3, <http://clubs.ntu.edu.sg/rms/researchreports/AIG.pdf>, (accessed on 15-9-2014)

فعندما يجتمع لدى البنك محفظة من CDO تقوم البنوك بتحويل هذه المحفظة لإصدار الأوراق المالية تقترض من مؤسسات مالية أخرى بضمان هذه المحفظة والبنك لا يكتف بالإقراض فقط بضمان هذه العقارات، وإنما يصدر أصولاً مالية بضمان هذه الرهون العقارية، وهكذا فإن العقار يعطى لمالكة الحق في الاقتراض من البنك، ويقوم الأخير باستخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية مما ترتب عليه أن أصبح العقار مرهوناً لأكثر من جهة (١).

كما طالبت البنوك الاستثمارية من وكالات التصنيف الائتماني بأن تصنف CDO إلى مستويات إئتمانية مرتفعة tranches ، فمنحت تصنيف مرتفعاً ( AAA ) ؛ لأنها تضم حزمة من المخاطر الإئتمانية ، فاقتنعت كثير من شركات التأمين كشركة التأمين العملاقة AIG ( ) وبذلك تحملت وكالات التصنيف الائتماني جزءاً من مسؤولية الأزمة فقد سجلت العديد من البنوك والمؤسسات المالية حول العالم خسائر فادحة قدرت بمليارات الدولارات نتيجة لامتلاكها تلك العقود.

وهذا الشكل الآتي يوضح لنا حجم تداول توريق السندات ABS وحزم السندات MBS وحزم الديون المضونة بالرهون العقارية CDO والقيمة بالتريليون دولار.

---

وانظر أيضا : نبال محمود قصبه، تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة: الأسباب والتداعيات والعلاج، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية – المجلد 28- العدد الأول- 2012 ، 540،

<http://www.damascusuniversity.edu.sy/mag/law/images/stories/1-2012/a/531-569.pdf>, (accessed on 15-9-2014)

( ٢ ) انظر: حازم الببلاوي، الأزمة المالية محاولة للفهم،

[www.libya-mostakbal.org/.../hazem\\_albablawi\\_financial\\_crises.pdf](http://www.libya-mostakbal.org/.../hazem_albablawi_financial_crises.pdf), (accessed on 4-4-2010).

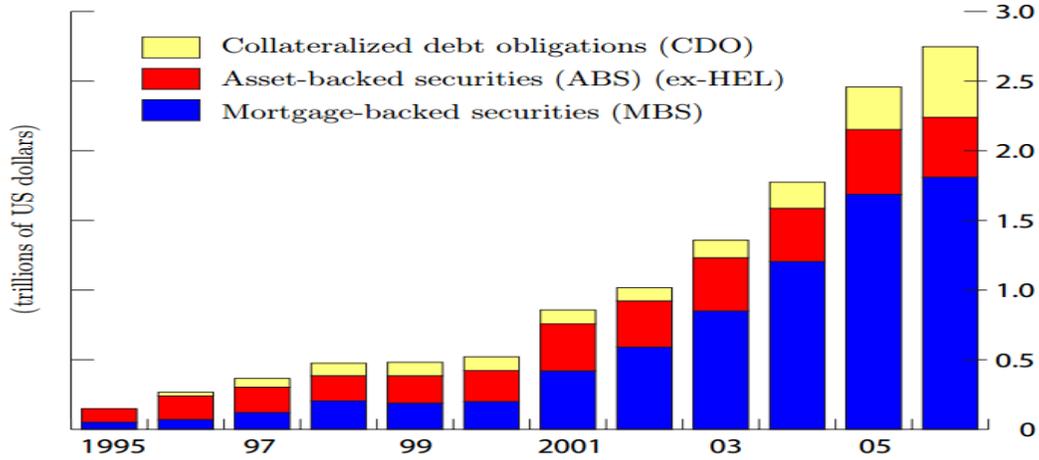
(٣) انظر:

STULZ( RENE.M):Credit default swaps and the credit crisis, Journal of Economic Perspectives—Volume 24, Number 1,winter 2010,p77,

<http://fisher.osu.edu/supplements/10/10402/credit-default-swaps-and-the-credit-crisis.pdf>, (accessed on 15-9-2014)

## شكل رقم (11)

حجم تداول توريق السندات ABS وحزم السندات MBS وحزم الديون المضمونة بالرهن العقاري CDO والقيمة بالتريليون دولار



Source (23): BIS ,annual conference,june 2007,p8

والسؤال الذي يطرح نفسه على بساط البحث هل المقصود بفقاعة الرهن العقاري تلك الأزمة الديون المتعثرة التي نشأت بسبب تعثر عملاء الرهن العقاري عن سداد الأقساط تجاه شركات الرهن العقاري والبنوك والمؤسسات التمويلية أم بسبب إعادة توريق هذه الحزم المتعثرة وتسويقها عالميا على نطاق واسع في الأسواق العالمية ؟

(٢٠) انظر:

GRAY(CLIFF)andECKNER(ANDREAS):Innovations in credit risk transfer implications for financial stability, Darrell Duffie, Stanford Business School BIS Annual Conference , June, 2007,P8, <http://www.bis.org/events/brunnen07/duffiepres.pdf>,(accessed on 15-9-2014)

هناك فرق بين هذا وذاك، بالرغم من الترابط والتداخل بينهما؛ فعندما نتحدث عن التمويل في الرهن العقاري فإننا نتحدث عن ائتمان بحلقته المترابطة، فمنح التمويل هو من اختصاص البنوك ومؤسسات التمويل، وعادة ما يتم تداوله داخل البنوك ومؤسسات التمويل ذاتها، أما التوريق كإحدى الوسائل التي تترتب على التمويل، ويتم طرحها في أسواق الأوراق المالية، فنحن نتحدث عن استثمار وهو من اختصاص البنوك وشركات الاستثمار.

فهذا التفريق بين منح الائتمان والاستثمار ضروري ومهم حتى لو تم استخدام إحدى الأدوات الاستثمارية كإحدى أدوات التحوط من الائتمان الممنوح لوضع الأمور في نصابها الصحيح<sup>(٥)</sup>.

فارتباط التوريق بالرهن العقاري يرجع إلى نوع الحزم التي تتميز بدرجة مخاطرة عالية لعدم وجود تدفقات نقدية متوقعة سواء للمقرض أو الممول للمشروع يمكن للبنك الاعتماد عليه كمصدر لسداد القرض، فقامت البنوك برفع سعر الفائدة على هذا النوع من القروض من أجل تحقيق أعلى عائد على القرض ومن أجل تغطية جزء من المخاطر التي تتدرج تحت الرهون العقارية<sup>(٥)</sup>.

فالتوريق في حد ذاته ليس سيئاً في أزمة الرهن العقاري كما يعتقد الكثيرون بل استخدامه بشكل خاطئ، ودون رقابة، ودون تقييم سليم للمخاطر التي قد تتضمنها الأصول التي تم إنشاء السندات مقابلها قد ساهم بشكل عام في الأزمة<sup>(٥)</sup>.

نتيجة لما تعرضت له المؤسسات المالية من خسائر ضخمة ، لم تعد تحتتمل تلك المؤسسات المالية تقديم قروض لبنوك أخرى، مما أدى إلى ظهور نقص السيولة في الأسواق المصرفية، ولجأت البنوك إلى بيع بعض أصولها مثل CDO، وسبب هذا انخفاضاً في أسعار الأصول، وأحدث تدهوراً في ميزانيات البنوك. ولم ينحصر التأثير السلبي لأزمة الرهن العقاري على البنوك فقط ، وإنما إمتد ليشمل مجموعة كبيرة من

---

(٥) انظر : مسببات الأزمة المالية العالمية وعلاقتها بالمشكلات المالية والرهن العقاري وجذور الأزمة العالمية وإنهيار سوق المال، <http://financialmanager.wordpress.com/2010/02/15/u-19/>, (accessed on 15-4-2010).

(٥) انظر : زايري بلقاسم، ميلود مهد ، المرجع السابق، ص8.

(٥) انظر : فاروق محفوظ ، المرجع السابق، ص5.

المستثمرين كشرركات التأمين بجانب الدور الذي لعبته لتغطية حالات العجز عن الوفاء<sup>(٥)</sup>، و البنوك الاستثمارية ووكالات الرهن العقاري وحملة سندات الرهن العقاري بأنواعها المختلفة، وطال أيضاً صناديق التحوط والصناديق السيادية.

وانهيار قطاع الرهن العقاري في الولايات المتحدة وإمتداده بشكل سريع إلى القطاع المالي والمصرفي ومن ثم إلى الاقتصاد الحقيقي في الدول المتقدمة والنامية تبعاً ، كان على الاقتصاد الأمريكي وحده أن يتحملها، وألا يقوم بتصدير تلك المشكلة إلى الخارج لأنها نتاج لعدة أخطاء في تركيبة الاقتصاد الأمريكي<sup>(٥)</sup>، فالتوسع في التمويل العقاري أدخل القطاع المالي برمته في مخاطر التركزات الائتمانية على قطاع واحد، وبمبالغ ضخمة تتجاوز 24 تريليون دولار، وهو يعادل ضعف الناتج الإجمالي بأمريكا تقريباً، وتركيز 45% من هذا الائتمان أي ما يعادل 11 تريليون دولار تقريباً على أكبر شركتين مالييتين هما Freddie Mac و Fannie Mae هو ما أدى مباشرة إلى انهيارهما وانهيار القطاع المالي معهما، وهذا يعتبر أكبر دليل على انعدام الإشراف والرقابة على الائتمان. وقد ساعد ذلك وجود أمريكا خارج نطاق اتفاقية بازل، حيث تفرض الاتفاقية على البنوك المركزية للدول الأعضاء الإشراف ومعالجة مخاطر الائتمان، بتحديد سقف معين لتمويل كل قطاع على حدة، فعلى سبيل المثال لا يجب أن يتجاوز الحد الأقصى للتمويل العقاري نسبة 15% من قاعدة رأسمال البنك.

كما كان انفجار الأزمة المالية العالمية عندما انهار بنك Lehman Brothers رابع أكبر بنك في الولايات المتحدة، وأعلن إفلاسه بعد فشله في إقناع البنوك الأمريكية والعالمية بشراء موجوداته وحقوقه. وعلى

---

(٥) انظر: وليد أحمد الصافي، المرجع السابق، ص10؛ وانظر أيضاً:

KENDALL(LEON.T): Securitization : A New era in America Finance Essay in: A Primer on Securitization Edited by Leon T. Kendall and Michael J. Fishman, The MIT Press, Cambridge, London, 1996.

مشار إليه في عبيد على أحمد الحجازي ، التوريق ومدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري، دار النهضة العربية بالقاهرة، 2001، ص10 وما بعدها.

(٥) انظر:

RUDD(KEVIN) :The global financial crisis, The Monthly, February 2009,P20,

[http://www.tucp.org.ph/news/wp-content/uploads/2009/07/rudd\\_feb09\\_monthly.pdf](http://www.tucp.org.ph/news/wp-content/uploads/2009/07/rudd_feb09_monthly.pdf),(accessed on 14-9-2014)

إثر إعلان إفلاس Lehman Brothers ظهر فشل الحكومة الفيدرالية في دعم البنوك الاستثمارية البالغ مجموع موجوداتها أكثر من 640 مليار دولار، إلى أن أضطر أكبر رابع بنك في أمريكا إلى إعلان إفلاسه، وهكذا تلقى القطاع المصرفي الضربة الأولى، وكان عاجزاً عن الصمود أمام عمق وحدة الأزمة وتداعياتها. وكان من الطبيعي أن تتبع ذلك هزات مالية في أمريكا وأوروبا أدت إلى انهيار البورصات العالمية في نيويورك ولندن وطوكيو وباقي دول العالم<sup>(×)</sup>. ولذلك أطلق البعض على هذه الأزمة تسونامي السوق العقارية الذي أصاب الاقتصاد الأمريكي، وانتقل إلى باقي دول العالم، وسارعت حكومات تلك الدول بالبحث عن خطط للإنقاذ وذلك من خلال ضخ مبالغ من احتياطياتها النقدية لتوفير السيولة النقدية التي فقدتها البنوك<sup>(Ñ)</sup>.

واتفقت عشرة مصارف دولية على إنشاء صندوق سيولة لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحاً، كما وافقت البنوك المركزية على فتح مجالات التسليف. ومع ذلك لم يمنع ذلك من تراجع البورصات العالمية وقيام الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية- في 16 سبتمبر 2008- بتأميم أكبر مجموعة تأمين في العالم AIG المهتدة بالإفلاس ومنحها مساعدة قيمتها 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79.7% من رأسمالها.

فقد أحدثت تلك الأزمة فوضى اقتصادية أدت إلى خسارة تقدر بقيمة 50 تريليون دولار أي ما يعادل سنة واحدة من إجمالي الناتج المحلي العالمي، مما جعل هذه الأزمة لم يسبق لها مثيل من حيث حجمها على مستوى العالم وشدتها، مما أعاق الائتمان المصرفي وخنق النشاط الاقتصادي<sup>(Ñ)</sup>

وقد أعلنت السلطات الأمريكية وضع خطة قيمتها 700 مليار دولار لتخليص البنوك من أصولها غير القابلة للبيع، منعاً لتفاقم الأزمة في الولايات المتحدة.

---

(×) انظر : فاروق محفوظ، مخاطر الائتمان، 29-10-2009،

[www.magagroup.net/admin/pdf/12\\_6/11%20Farouk%20Mahfouz.doc..](http://www.magagroup.net/admin/pdf/12_6/11%20Farouk%20Mahfouz.doc..), (accessed on 11-4-2010)

وانظر أيضاً: الأزمة المالية العالمية 2008، المرجع السابق.

(Ñ) انظر: وليد أحمد الصافي، الأزمة المالية العالمية 2008 وطبيعتها وأسبابها وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي، يوماً 5-6 مايو، جامعة خميس مليانة،

<http://al-azmah.com/ar/?cat=25>, (accessed on 22-3-2010).

(,) Aisen(ARI)and FRANKEN(MICHAEL):Bank credit during the 2008 financial crisis:A cross

country comparison,wp/10/47, [www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1047.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1047.pdf), (accessed on 4-3-2010)

وبدأت الأزمة المالية تغطي على مناقشات الجمعية العمومية للأمم المتحدة في نيويورك في 23 سبتمبر 2008.

وقد وافق مجلس الشيوخ الأمريكي في الأول من نوفمبر 2008 على إقرار خطة الإنقاذ الأمريكي المعدلة التي صاغها وزير الخزانة الأمريكية هنري بولسون إنفاذاً للنظام المالي ومحاولة لحصار هذه الأزمة. وتقوم الخطة على شراء الديون التي تقض احتياجات السوق المالية الأمريكية، وتهدد بانهيائها، والتي تعود في الأساس إلى السياسة الخاطئة للرهنات العقارية التي اعتمدها المضاربون في بورصة وول ستريت. وقد نص القانون الذي أقره مجلس الشيوخ الأمريكي على مهلة لهذه الخطة تنتهي 31 ديسمبر 2009 مع احتمال تمديدها بطلب من الحكومة لفترة أقصاها سنتين اعتباراً من تاريخ إقرار الخطة<sup>(N)</sup>.

وإذا كان شبح أزمة الكساد الكبير في عام 1929 قد استمر نحو أحد عشر عاماً حتى انحسر وتم القضاء عليه، فإن الخبراء يتوقعون أن هذه الأزمة لن تستمر كل هذه المدة، وذلك نتيجة للخبرات المكتسبة ووجود آليات كثيرة لدى دول العالم ورغبتهم الملحة في الخروج السريع من هذه الأزمة بأقل الخسائر. فالأزمة لن تستمر، ومن المتوقع علاجها في مدة سنتين إلى ثلاث سنوات، وكان عام 2009 هو أسوأ تلك السنوات<sup>(N)</sup>.

أما بالنسبة للخسائر على الساحة العربية، قرر مجلس الوحدة الاقتصادية حجم الخسارة المتوقعة للاقتصاد العربي بنحو 2,5 تريليون دولار، كما أن معدل النمو الاقتصادي تراجع من 5% إلى 3%، مما سيؤدي إلى العجز في ميزانيات الدول العربية خاصة الدول غير البترولية بسبب انخفاض سعر البترول<sup>(N)</sup>.

ومن المتوقع أن إيرادات بعض الحكومات سوف تعاني من تباطؤ في النشاط الاقتصادي وانخفاض الأسعار، كما سوف تتعرض بعض الدول منخفضة الدخل لضغط الإنفاق الإضافي الذي قد ينشأ عنه انخفاض قيمة العملة وارتفاع أسعار الفائدة<sup>(N)</sup>.

(N) انظر: الأزمة المالية العالمية 2008، المرجع السابق.

(N) انظر: طارق عبد العال حماد، المرجع السابق، ص 29.

(N) انظر: الأهرام الاقتصادي، 2، 5 تريليون دولار خسائر الاقتصاد العربي، العدد 2083، 8 ديسمبر 2008، ص 6 وما بعدها.

(N) انظر:

ولقد حذر صندوق النقد الدولي من سوء الوضع الاقتصادي الذي سوف يواجهه الدول، وأنه سوف يكون العالم في أسوأ وضع اقتصادي منذ الحرب العالمية الثانية، وتوقع انخفاض معدل النمو الاقتصادي العالمي إلى 0.5% ومع ازدياد عدد السكان سيؤدي إلى انخفاض معدل الدخل الفردي، كما توقع حدوث انكماش الاقتصادات النامية، وتباطؤ معدلات النمو بشدة في الاقتصادات الأخرى<sup>(٧٩)</sup>.

---

The implications of the global Financial crisis for low income countries, March 2009. summary, pvii, [www.imf.org/external/pubs/ft/books/2009/globalfin/globalfin.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/books/2009/globalfin/globalfin.pdf), (accessed on 12-5-2010).

The implications of the global Financial crisis for low income countries,Op.cit.

(٧٩)

## المبحث الثاني

### دور المشتقات الائتمانية في تفاقم

### الأزمة المالية في عام 2008

لقد أسهمت المشتقات المالية في تشكيل فقاعة سندات الرهن العقاري وانتشار الأزمة المالية خارج حدود السيطرة، إلا أن أبرز هذه المشتقات وأكثرها هي مبادلات العجز عن سداد الإئتمان CDS والتي تعرف اليوم بأسلحة الدمار الشامل المالية أو الأصول المالية السامة، فالبنوك استفادت من هذا الاستثمار العقاري، ولم تكثف البنوك بالتوسع في القروض العقارية فقط، وعدم مراعاة الأسس الائتمانية السليمة في منح هذه القروض، بل لجأت إلى استخدام المشتقات الائتمانية لتمويل مصادر جديدة للتمويل، فقد ساعدت البنوك في تعبئة وتغليف جميع أنواع المشتقات الائتمانية، بما في ذلك التزامات الدين المضمونة بالقروض العقارية، وحققت بالفعل أرباحاً كبيرة إلى أن حدثت الأزمة الائتمانية في أعقاب إلغاء الضوابط التنظيمية<sup>(٧٠)</sup>.

وكانت النتائج الأولية لهذا الحجم من المخاطر الائتمانية هو عدم قدرة البنوك على التقيد بمعايير كفاية رأس المال، ومن هنا جاء الإقبال على عقود المشتقات الائتمانية، وهي عبارة عن عقود تأمين تقوم بنقل المخاطر الائتمانية المتأصلة في أصل معين، من خلال نقلها لطرف ثالث، دون نقل الأصول العينية أو الأوراق أو السندات المالية إلى هذا الطرف، وقد أقيمت شركات التأمين وغيرها من المؤسسات المالية على الاستثمار في هذه العقود، وأصبح لكل من هذه العقود أسعار خاصة في الأسواق المالية العالمية، وانتشرت كأدوات مستقلة فيما بين المتعاملين في هذه الأسواق<sup>(٧١)</sup>، وخصوصاً المؤسسات المالية كبنوك الاستثمار مثل Goldman Sachs وشركات التمويل مثل General Electric وصناديق الاستثمار وصناديق التحوط

(٧٠) انظر :

BLACKBURN(ROBIN): The subprime crisis, P 81, <http://faculty.washington.edu/sparke/blackburn.pdf>, (accessed on 1-6-2010).

وانظر أيضاً: نبال محمود قصبه، المرجع السابق، ص 549.

(٧١) انظر : فاروق محفوظ، المرجع السابق، ص 7.

وصناديق المعاشات التقاعدية وشركات التأمين<sup>(٧٠)</sup>. فتأمين القروض من قبل شركات التأمين وصناديق التحوط شجع البنوك على أن تقرض، وأن تبيع القرض على شكل سندات، ومن يشتري هذه السندات يشتري ديوناً مؤمناً عليها، دون الاكتراث بما إذا كان المقرض قائماً على السداد أم لا<sup>(٧١)</sup>.

ومن ثم مكنت المشتقات الائتمانية هذه المؤسسات المالية من نقل مخاطر الائتمان في الأسواق المالية بشراء أو التخلص من هذه المخاطر، بشكل منفصل عن مخاطر أخرى مثل مخاطر الفائدة ومخاطر العملات، وقد كانت عقود CDS هي الأكثر استخداماً من آليات مبادلات الائتمان الافتراضية الأساسية<sup>(٧٢)</sup>.

وهذا الشكل الآتي يبين لنا حجم تطور تداول عقود CDS من عام 1997 إلى 2007

---

(٧٠) انظر

IVASHIMA(VICTORIA)and Scharfstein(DAVID):  
Bank lending during the financial crisis of 2008, Harvard business school and NBER,

july 2009, P. 1, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1297337](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1297337), (accessed on 22-3-2010)

(٧١) انظر: سامى سويلم، أسلحة الدمار المالي الشامل:

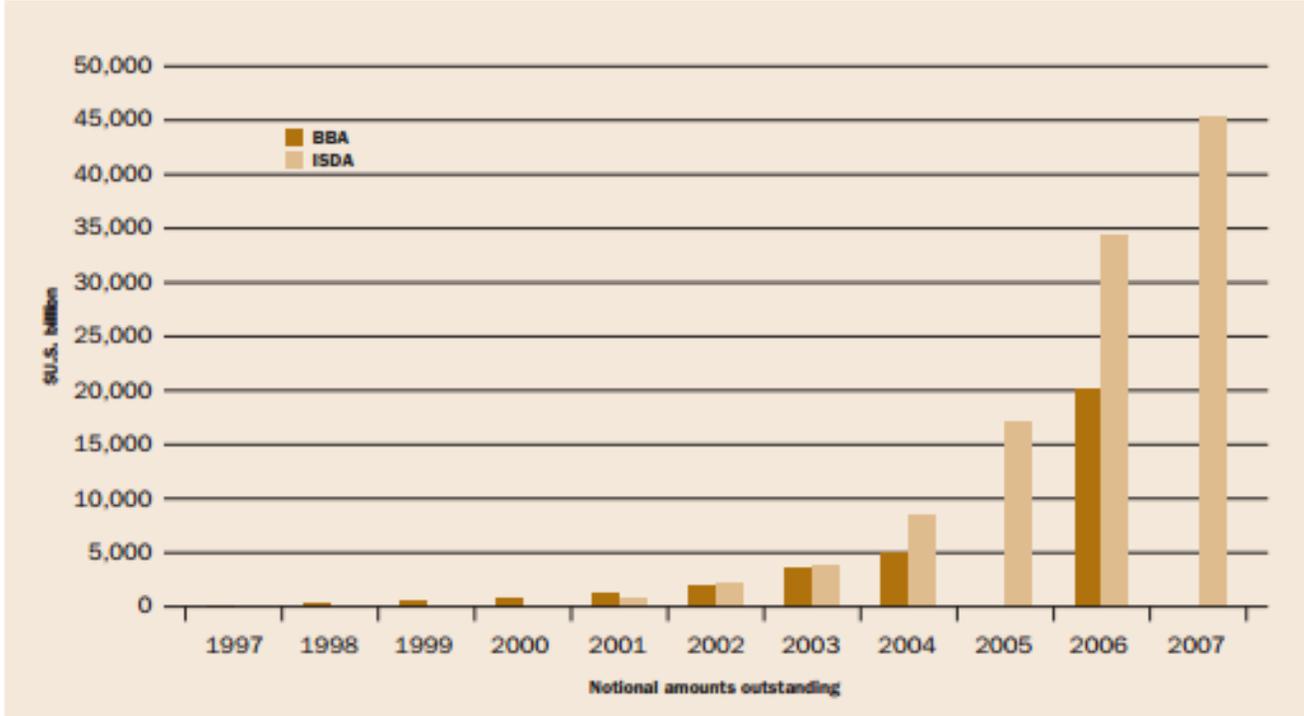
<https://www.cibafi.org/Images/.../2009528328184351.doc>, (accessed on 11-4-2010).

(٧٢) انظر:

Credit Derivatives in Restructurings A Guidance Booklet, P.P 2, 3, [http://www.insol.org/pdf/credit\\_derivatives.pdf](http://www.insol.org/pdf/credit_derivatives.pdf), (accessed on 3-6-2010).

## شكل رقم (12)

حجم تطور تداول عقود CDS من عام 1997 إلى 2007



Source: Federal reserve bank of Atlanta, economic review, fourth quarter, P14

ونلاحظ أن حجم تداول عقود CDS في نهاية 2004 كان 6 بليون دولار ، وارتفع في منتصف 2007 إلى أكثر من 45 تريليون دولار أي بزيادة تجاوزت 100% من 2004 إلى 2006 تباطأت إلى 75 % في منتصف 2007 (٥).

وفي هذا الصدد بلغت خسائر شركة AIG الناجمة عن عقود CDS 447 مليار دولار (٦)، وفي الفترة من عام 2001 إلى عام 2006 بلغت نسبة القروض عالية المخاطر التي تم تحويلها إلى سندات مرهونة بالعقار، وتم بيعها في الأسواق المالية من 60% إلى 80%؛ إذ كانت عملية التوريق بمثابة تأمين للشركات العقارية

(٣) انظر:

MENGLE(DAVID):Credit derivatives, economic review ,fourth quarter, federal reserve bank of Atlanta, P14, [https://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/erq407\\_mengle.pdf](https://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/erq407_mengle.pdf), (accessed on 16-9-2014)

SK Sinha and Zaid Ahmad, Op.cit, P. 186.

(٤)

في تحمل مخاطر القروض العقارية التي منحت لأشخاص ذوى سجل ائتماني ضعيف أو غير معروف مع بنوك أخرى.

والسؤال الذى يطرح نفسه هنا ما هي مصلحة شركات التأمين وصناديق التحوط من التأمين على هذه القروض؟

في الواقع هناك العديد من الاعتبارات العملية النفعية التي قد تكون وراء قيام شركات التأمين والصناديق بالتأمين على هذه القروض، نذكر منها ما يلي:

أولاً: الرسوم النقدية التي يحصلون عليها فكلما كانت المحفظة المالية كبيرة كلما زادت رسومها، وزادت حوافزها.

ثانياً: ارتفاع أسعار العقارات وعدم القلق من حدوث مخاطر التعثر عن السداد وبالتالي يستطيع المقرض تمويل العقار بقرض جديد أو بيعه لتسديد ديناً والحصول على ربح إضافي كلما كانت أسعار العقار أو العقار الذى يتم تمويله مرتفعة، ولن يكون هناك مخاطر تعثر وقد أدى الارتفاع المستمر لأسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 2000 إلى عدم الشعور بالقلق من مشكلات التعثر عن السداد، وهذا الذي ساعد على نمو فقاعة الرهن العقاري؛ لأن الإقراض ساهم في رفع أسعار العقار وارتفاع الأسعار شجع التأمين على القروض لتقليل المخاطر، فأصبح الإقراض والتأمين متلازمين، وكل منهما يغذى الآخر، مما أدى إلى تضاعف حجم الفقاعة في الفترة من عام 2004 إلى أوائل عام 2007، إلى أن انفجرت فقاعة الرهن العقاري<sup>(٥٩)</sup>.

وقد صاحب تجاوز هذه النسبة تجاوز للهدف من عقود الرهن العقاري؛ إذ لم يعد الهدف من هذه العقود هو تمكين ذوى الدخل المحدودة والمتوسطة من امتلاك عقار، بل أصبحت وسيلة لتحقيق أرباح طائلة للمضاربيين<sup>(٥٩)</sup>، وذلك من خلال الزيادة المضطردة لحجم التداول بالمشتقات الائتمانية، حيث قدر

(٥٩) انظر: سامى سويلم ، المرجع السابق،

(٥٩) انظر: مسببات الأزمة المالية العالمية وعلاقتها بالمشتقات المالية والرهن العقاري وجذور الأزمة العالمية وانهييار سوق المال، المرجع السابق،

بأكثر من 5 آلاف مليار دولار في الولايات المتحدة الأمريكية فقط، وانتشر التعامل بها في الأسواق المالية العالمية، وتلقته صناديق الاستثمار والبنوك في أوروبا، وكذلك صناديق التقاعد في بعض دول أوروبا الشمالية، والصناديق السيادية الاستثمارية للدول العربية، دون أن تدرك هذه المؤسسات دورها في فهم وتحليل وتقييم المستوى العالي للمخاطر الموجودة بهذه الأصول التي تم نقل جزء كبير منها من الأصول المنشئة للديون العقارية لمقترضين لا يتمتعوا بالحد الأدنى من الملاءة الائتمانية داخل السوق الأمريكية إلى أوروبا وإلى مختلف دول العالم<sup>(٥٩)</sup>.

وعلى الرغم من أن عقود CDS مشابهة كثيرا لعقود التأمين التقليدية من حيث دفع الأقساط الثابتة مقابل احتمالية تلقى تعويض مقابل ، إلا أنها تختلف عنها في عدة نقاط:

أولاً:البائع في هذه العقود ليس بالضرورة شركة تأمين أو مؤسسة مالية مما أدى إلى زيادة مخاطرة تلك العقود .

ثانياً:هذه العقود تتداول في الأسواق المالية غير المنظمة .

وأخيراً ليس بالضرورة أن يمتلك المشتري العقد فعلياً لسداد هذا الأصل ، وليس بالضرورة أن يكون متضرراً من جراء عدم قدرة المدين - بسند الدين المضمون - على السداد.

فتطور CDS ووصولها إلى هذه الأرقام الضخمة يعكس واقعاً مفاده أن مجموع قيمها فاق كثيراً مجموع قيم ديون السندات المرتبطة بها ذاتها ؛ لأن كثيراً ممن قاموا بشراء تلك العقود لم يكونوا دائنين بتلك الديون ، وإنما قاموا بشرائها بغرض المضاربة فقط<sup>(٦٠)</sup>.

فسوء استخدام المشتقات الائتمانية كان له دور كبير في تفاقم هذه الأزمة، خاصة عند قيام العديد من البنوك الأمريكية الكبرى بإخفاء جانب كبير من عملياتها الاستثمارية والتزاماتها عن طريق نقلها خارج ميزانيتها وعدم إدراجها في قوائمها المالية، وهذا ساهم في صعوبة التقدير الحقيقي للمشكلة<sup>(٦١)</sup>، وأصبح

(٥٩) انظر : فاروق محفوظ ، المرجع السابق، ص6.

(٦٠) انظر :نبال محمود قصبية ،المرجع السابق، ص550.

(٦١) انظر : الأهرام الاقتصادي، توابع الزلازل الأمريكي، عدد2077، 27 أكتوبر 2008، ص28،

الاستثمار العقاري هو المحرك الرئيسي في الاقتصاد الأمريكي، ولم يتم الالتفات إلى أن هذه الطفرة لم تكن نتاجاً لاقتصاد حقيقي، بل كانت قائمة على سلسلة من الديون المتضخمة التي لم يكن لها أي ناتج في الاقتصاد الفعلي.

وهذا الشكل البياني الآتي يبين لنا الإحصاءات غير المسددة للمشتقات الإئتمانية تبعا ل (ISDA) وبنك التسويات الدولية (٥×).

شكل رقم (13)

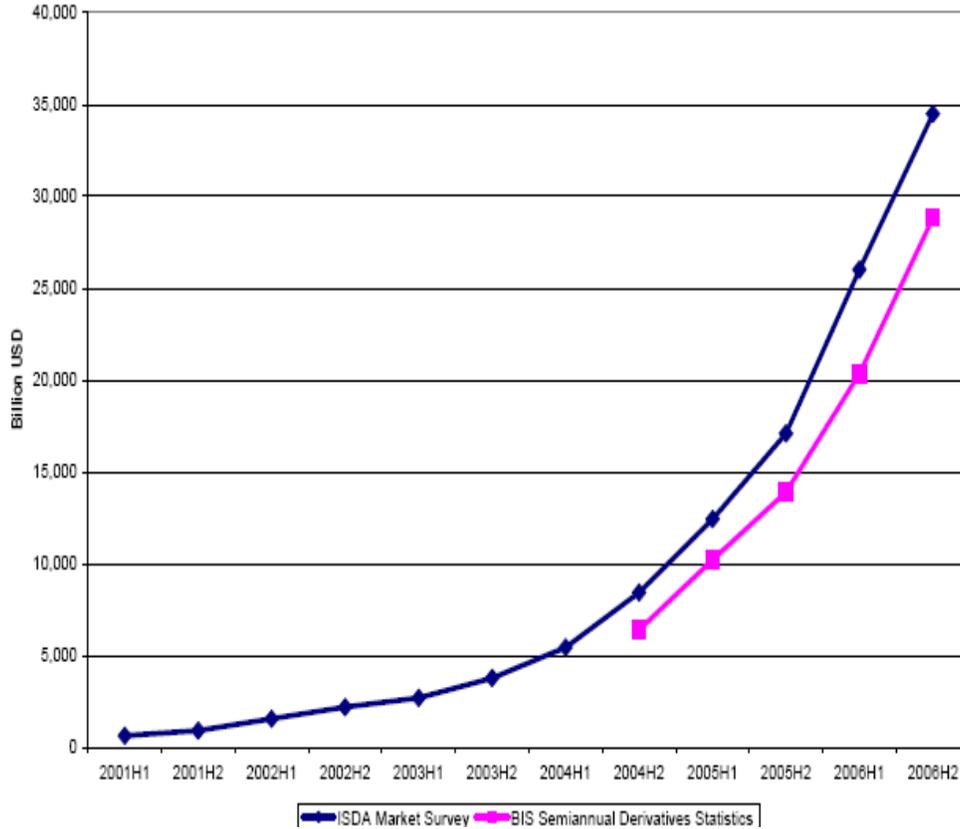
---

المشار إليه في (معتوق) سهير محمود، (الباز) هبه محمود، الأزمة المالية وعدم الانضباط المصرفي، ص78، المؤتمر العلمي الدولي الرابع لأكاديمية شرطة دبي 15-17 مارس 2009.

(٥) انظر :

GIBSON(MICHAEL.S) :Credit Derivatives and Risk Management,Finance and Economics Discussion Series Division of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board,Washington,D.C.,May22,2007,P1,  
<http://www.federalreserve.gov/pubs/FEDS/2007/200747/200747pap.pdf>, (accessed on 6-2-2010)

## الإحصاءات غير المسددة للمشتقات الائتمانية تبعا ل (ISDA) وبنك التسويات الدولية



Source: ISDA market survey and BIS semiannual derivatives statistics , may 22, 2007

فدور سوق المشتقات الائتمانية في الأزمة المالية العالمية كان يكمن في صعوبة تقدير الحجم الفعلي لنشاط هذه السوق في الأسواق المالية التي تتسم بالتطورات الحديثة والمفاجئة، ولكن لا يعنى ذلك البعد عن التعامل بها فالمشتقات الائتمانية لها فوائد تتمثل في استخدامها من قبل المؤسسات المصرفية والمالية الأخرى كوسيلة لإدارة المخاطر وجنى الإيرادات من جراء الاتجار من تداول العقود المالية، فالتعامل في تلك المشتقات المالية من قبل البنوك - وهي غير منوط بها ذلك - هو الذي أدى إلى الخسائر المالية الجسيمة،

وهذا يعود في الأصل إلى فشل تلك البنوك في تفهم هذه الأدوات المالية وعدم تبني استراتيجية مناسبة لإدارة مخاطرها، وليس قصورًا في المشتقات المالية<sup>(٥١)</sup>.

فما حدث في تلك الأزمة العالمية كشف عن ضخامة تلك السوق وارتفاع قيمتها إلى 480 تريليون دولار ويعنى ذلك أن قيمة تلك الأسواق تبلغ 10 أضعاف الناتج المحلى الإجمالى العالمى الراهن وتصل إلى 35 ضعف الناتج المحلى الإجمالى الأمريكى الذى يبلغ 14 تريليون دولار وهى بذلك تساوى ثمانية أضعاف من قيمة الأسهم المتداولة فى البورصات الدولية وتعتبر السوق الأمريكية والبريطانية المحتكران لمعاملات تلك الأسواق تدار من خلال مؤسسات مالية كبرى من البلدين وغيرها من البلدان الأخرى عميقة الاندماج بالنظام المالى<sup>(٥٢)</sup>.

وإذا كانت المشتقات المالية قد تم توريثها في تحمل تلك الأزمة، فإنه يمكن القول بأن المشتقات الائتمانية ليست وحدها التي تقف مسئولة عن الأزمة المالية، وهي إن كان لها دور فهو أنها جعلت المسئولية المالية العالمية أكثر تعقيداً؛ فالأصول الأساسية للمشتقات الائتمانية نجمت عنها خسائر كبيرة، وهي ناجمة أساساً من المعاملات الائتمانية وتضليل من جانب المؤسسات المالية للتوسع في القروض العقارية عالية المخاطر وكيانات ترعاها الحكومة فكان لاستخدام المشتقات الائتمانية والمضاربة عليها وسوء إدارتها أثره في حدوث هذه الأزمة<sup>(٥٣)</sup>.

ومن أحد الدروس الرئيسة من هذه الأزمة إنه يجب على المؤسسات المالية الامتثال لجميع المتطلبات التنظيمية والحكومية ذات الصلة بالإفصاح والشفافية والتخلي عن عقلية الامتثال للمصالح

---

(٥١) انظر: سهير محمود معتوق ، هبه محمود الباز ، المرجع السابق، ص99.

(٥٢) انظر: سحنون محمود ، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمى الدولى الخاص بالأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحكمة العالمية الذى نظمته كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير بجامعة فرحات عباس - سطيف بالتعاون مع مخبر الشراكة والإستثمار فى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فى الفضاء الأوروبى مغربى فى يومى 20-21 أكتوبر 2009

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010.pdf>, (accessed on 27-12-2010).

(٥٣) انظر :

FIRMANSYAH(MAMAN)and TAU (SOK):The Role of Credit Derivatives in the 2008 Global Financial Crisis, <http://mfirmsyah.wordpress.com/2009/02/17/the-role-of-credit-derivatives-in-the-2008-global-financial-crisis/>, (accessed on 20-5-2010).

الخاصة بغياب النظام الرقابي للضوابط التنظيمية والحكومية هو الذي ساعد على نشوء هذه الأزمة وتفاقمها<sup>(٥٦)</sup>. وإذا كان للمشتقات الائتمانية دور في تفاقم هذه الأزمة التي هزت العالم بأكمله، فإن لها دور في معالجة هذه الأزمة؛ عن طريق مراعاة مبادئ الحوكمة في أوضاع المشتقات المالية، بحسبان أن الحوكمة سبباً للحد من الأزمة المالية العالمية. وإذا كان من تداعيات الأزمة المالية العالمية انخفاض الأسعار الأمر الذي تترتب عليه قلة الاستثمار في المستقبل<sup>(٥٧)</sup>، فإنه من الضروري مناقشة الدور الذي يمكن أن تلعبه المشتقات المالية في تحفيز الاستثمار

---

انظر (٥٦)

FLESSNER(MARK.A)& ELISEUSON(ANTHONY.T)& Mascianica(SCOTT.F)&SONNENSCHNEIN(NaATH)and ROSENTHAL (LIP): Subprime Crisis: Lessons Learned, <http://www.sonnenschein.com/docs/subprime-flessner.pdf>, (accessed on 31-5-2010).

انظر (٥٧)

ZANJIR(YASSER):Regional impacts of a global crisis

بحث منشور في المؤتمر الدولي الرابع لأكاديمية شرطة دبي 15-17 مارس 2009، ص313.