

بالتعاون مع:

مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي

الملتقى العلمي الدولي
حول

138

الازمة المالية والاقتصادية الدولية والدوكمة العالمية

أيام 20-21 أكتوبر 2009

عن طريق المدخلات

الفاعل بالمشنقات المالية كاحد عوامل ظهور الازمة المالية العالمية الحالية

من إعداد الباحث

أ/ قريد مصطفى
التخصص: علوم اقتصادية
الرتبة: ماجستير
الوظيفة: أستاذ مساعد
المؤسسة: جامعة بالمسيلة
الهاتف : 0793208649 الفاكس: / العنوان البريدي :
بلدية أولاد عدي لقبالة ولاية المسيلة
البريد الإلكتروني: enviro_samir@yahoo.fr

أ/ بو عافية سمير
التخصص: علوم اقتصادية
الرتبة: ماجستير
الوظيفة: أستاذ مساعد
المؤسسة: جامعة بالمسيلة
الهاتف : 0793208649 الفاكس: / العنوان البريدي :
بلدية أولاد عدي لقبالة ولاية المسيلة
البريد الإلكتروني: enviro_samir@yahoo.fr

التعامل بالمشترقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية

الملخص:

يقف العالم مندهشا أمام ما يطلق عليه " الأزمة المالية " فأكبر اقتصاد في العالم مهدد بالكساد والإفلاس، وتجلى ذلك من خلال انهيار أكبر وأعرق المؤسسات المالية الدولية في أمريكا وأوروبا.

ولقد لعب القطاع المصرفي والقطاع المالي بصفة عامة دورا بارزا في ظهور الأزمة المالية وذلك من خلال التوسع المالي الكبير في إصدار أنواع متعددة من الأصول المالية المتنوعة، مما زاد من عدد المدينين وبالتالي زيادة حجم المخاطرة إذا عجز ادهم عن السداد، ومع تطور النظام المالي في الدول الصناعية تطورت معه أشكال الأصول المالية وظهر ما يعرف بالمشترقات المالية والتي تطور التعامل بها بشكل ملفت في الأونة الأخيرة حيث بلغت قيمتها أكثر من (600 تريليون دولار ، إتريليون = ألف مليار) حول العالم، ولقد ساهمت المشترقات المالية بشكل أساسي في تفاقم الأزمة المالية. ولقد سماها أحد المختصين الماليين المعروفين "أسلحة الدمار المالي الشامل". فهي لا تتضمن المتاجرة بأصول حقيقية، وإنما هي عقود متعلقة بتحقيق شروط أو أحداث في المستقبل.

وسوف نتطرق من خلال هذه المداخلة بشكل مفصل للمشترقات المالية ومخاطرها الائتمانية وعلاقتها بظهور الأزمة المالية.

مقدمة

مازالت الأزمة المالية العالمية تعصف باقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء! وتحولت الأزمة ، التي بدأت ملامحها تتضح في صيف 2007 كأزمة تمويل عقاري في الولايات المتحدة ، إلى أزمة اقتصادية طاحنة تؤثر في الإنتاج والتشغيل.

ولقد أطاحت الأزمة بمجموعة من البنوك وبيوت المال العتيبة التي كانت مثلا للانضباط المالي والصمود في السابق . وانخفضت البورصات الأمريكية والأوروبية والآسيوية بمعدلات غير مسبوقه منذ أيام الكساد العالمي الكبير، وانكشفت بعض البنوك الأوروبية والآسيوية، واضطرت الحكومات للتدخل.

وهكذا انتقلت الأزمة من النطاق المالي إلى الاقتصاد الحقيقي مع تأثر حجم الطلب العالمي الكلي، وانخفاض حجم الصادرات . وأدى هذا بدوره إلى انخفاض غير مسبوق في أسعار المواد الخام والسلع الصناعية كافة.

ويتوقع المحللون الاقتصاديون من خلال تقرير البنك الدولي لعام 2008 -الآفاق الاقتصادية العالمية لعام 2009 - أن تراجع النشاط الاقتصادي سيكون له تأثير بالغ على النمو في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وفي الدول النامية عموما وأن معدل نمو الناتج المحلي العالمي يقدر بنحو 2.5% عام 2008 و 0.9% عام 2009 ومن المرجح أن يبلغ معدل النمو في البلدان النامية حوالي 4.5% مقابل 7.9% عام 2007 مع ارتفاع هوامش أسعار الفائدة ، وانخفاض تدفقات رؤوس الأموال ، وهبوط كبير في حجم الصادرات ، وتباطؤ نمو الاستثمارات في الدول النامية. ولا شك أن هذه المعطيات سيكون لها تأثير كبير على العمالة وتفاقم معدلات البطالة مما جعل الأزمة المالية العالمية تحتل مرتبة متقدمة ضمن أولويات سائر البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء، ولقد كان للتطور الذي عرفه القطاع المصرفي والمالي دورا بارزا في ظهور هذه الأزمة من خلال تنوع وتطور الأصول المالية وظهر ما يعرف بالمشترقات المالية (الإبداعات المالية) التي أعطت لازمة صبغة عالمية أكثر حدة .

ومن خلال هذه المداخلة سنتطرق إلى الأزمة المالية جذورها، أسبابها، انتشارها، نتائجها بعدها سوف نتناول ونتعرف أكثر على التعامل بالمشترقات المالية وأدواتها والمخاطر الناجمة عنها وعلاقتها بالأزمة المالية الحالي.

I-الأزمة المالية العالمية:

1 - الأزمة في الفكر الرأسمالي:

تعرف الأزمات الاقتصادية بأنها اضطراب مفاجئ يحدث على التوازن في النشاط الاقتصادي في بلد ما أو عدة بلدان، ويستعمل الاقتصاديون في بعض الأحيان اصطلاح الدورة الاقتصادية بدلا من الأزمة حيث يمثل

الفرق بين الاصطلاحين، أن الأزمة تدل على الاختلال أو الاضطراب في مرحلة زمنية أو مكانية معينة ، في حين تدل الدورة على انتظام حصولها بصورة متعاقبة ضمن الظواهر الطبيعية لها، مما يعني أن حصول الأزمات تمثل حالة متوقعة الحصول في النظام الرأسمالي وتمثل احد مظاهره الطبيعية.

وقد عرف النظام الرأسمالي عدة أزمات أبرزها الأزمة المالية 1929 حيث عرف الاقتصاد الدولي أزمة حادة إبان فترة الكساد العظيم، و ارتبطت أسباب هذه الأزمة بالظروف العالمية التي سادت حقبة ما بعد الحرب العالمية الأولى و بالفكر الاقتصادي (الكلاسيكي)، الذي كان سائداً آنذاك إلى جانب ما تعرضت له بورصة نيويورك للأوراق المالية من تدهور في أسعار الأسهم¹.

وبظهور أزمة 1929 حصل انقلاب على أفكار النظرية الكلاسيكية وحلت بدلا عنها النظرية الكينزية التي طالبت بتدخل الدولة لإيجاد التوازن في السوق وحددت مجموعة من الأساليب لتحقيق التوازن المطلوب أهم تلك الأساليب هو زيادة الإنفاق الحكومي العام لسد النقص في إنفاق القطاع الخاص، مما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي وبالتالي تنشيط عجلة الاقتصاد والقضاء على الكساد والبطالة. وقد استطاعت اقتصاديات الدول الرأسمالية بموجب النظرية الكينزية تحقيق معدلات نمو عالية واستقرار اقتصادي جيد وأصبح تأثير الدورات الاقتصادية أقل حدة وتم السيطرة عليها دون تطورها لتصل إلى درجة الأزمة الاقتصادية الحادة².

2- الأزمة المالية الحالية:

لقد أدى التطور الذي عرفه النظام الرأسمالي إلى طرح أفكار جديدة تعتمد على ركائز إيديولوجية في بناء إستراتيجية جديدة لتحقيق سياسة اقتصادية فعالة، تحقق قيام مجتمع الرفاهية، أهم هذه الأفكار ضرورة التوسع في تحرير الأسواق ورؤوس الأموال والاقتصاد بشكل عام، وإعادة هيكلة المؤسسات طبقاً لذلك، وبدأ ذلك مع رفع القيود عن حركة رؤوس الأموال وحررت التجارة العالمية ومنحت البنوك حرية أكبر من نشاطها المصرفي العالمي.

ومع تطور النظام الرأسمالي أدى بانتقال المراكز الرأسمالية الكبرى (خاصة الولايات المتحدة الأمريكية) إلى عملية "لا تصنيع" أو "نزع التصنيع" "deindustrialization" حيث انتقلت بموجبها الرأسمالية الغربية من الاعتماد على الأسواق المحلية إلى الشكل المتعولم الحالي من العولمة عبر نقل الصناعات الثقيلة الملوثة للبيئة إلى الدول النامية وقد ترافق مع ذلك "تحرير" أسواق المال ونزع كل القيود المنظمة لها، مما أدى إلى تقسيم عمل دولي جديد فالتكنولوجيا المتطورة والبحث والتطوير "الخاصة" (الخدمات المالية) في المراكز المالية والعمليات الصناعية التقليدية في الأطراف (الدول النامية) هذا التطور لم يؤد فقط إلى خلق بطالة واسعة النطاق في الغرب، بل أيضاً إلى توسع هائل للأسواق المالية، حيث أصبح القطاع المالي في بريطانيا مثلاً مسؤولاً عن نصف النمو الاقتصادي، وكذا الأمر بالنسبة للقطاع العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية حيث اعتمدا بشكل كامل على المضاربة وليس على الاقتصاد الحقيقي³.

والأزمة المالية الحالية ترتبط بما أصبح يعرف بفقاعة العقارات الأمريكية، ولفهم كيفية تطور هذه الفقاعة لابد من الرجوع إلى سنة 2000 أو ما يعرف بعام انفجار فقاعة الانترنت* ، ففي أعقاب ذلك تحول المستثمرون والمضاربون في السوق الأمريكي إلى قطاع العقارات مما أدى إلى ارتفاع هائل في الطلب الحقيقي والمضاربي على العقارات الأمريكية واستمر هذا الارتفاع حتى وصل إلى ذروته في صيف 2007. وقد رافق ذلك ارتفاع مستمر في أرباح وأسعار أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة الأمريكية وكذا البورصات العالمية، مما جعل شراء الأصول العقارية من أفضل أنواع الاستثمار. وقد رافق هذا التوسع الهائل في الطلب على العقارات في السوق الأمريكي سواء بهدف السكن أو الاستثمار أو المضاربة، إلى توسع كبير مماثل في التسهيلات العقارية إلى درجة أن المصارف وخاصة العقارية منها أقدمت وبشكل جشع وغير مسبوق على منح قروض لجميع الأفراد الراغبين دون التأكد من قدرتهم على سداد ديونهم بسبب دخولهم الضعيفة.

وقد رافق هذا التوسع في طلب العقارات إقبال غير مسبوق من قبل المستهلكين في دول العالم الغنية وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية على شراء السلع الاستهلاكية المعمرة والتفاحرية كالأثاث والتجهيزات المنزلية والسيارات مستفيدين من الائتمان السهل الأمر الذي ضاعف من قيمة التسهيلات الائتمانية الممنوحة وغير المضمونة وأدى إلى تضخم هذه الفقاعة العقارية إلى حجم ضخم أدى إلى انفجارها في صيف 2007،

حيث بدأت منذ ذلك الحين قيمة العقارات بالتراجع ولم يعد الأفراد المثقلين بالديون وفوائدها قادرين على السداد ، وفقد أكثر من مليوني أمريكي ملكيتهم العقارية وأصبحوا مكبلين بالتزامات مالية طويلة الأجل⁴ .

أ- أسباب الأزمة المالية الحالية:

لقد ارتبطت الأزمة المالية بصورة أساسية بالارتفاع المتوالي لسعر الفائدة من جانب بنك الاحتياطي الفيدرالي منذ عام 2004، وهو ما شكل زيادة في أعباء القروض العقارية من حيث سداد أقساطها، خاصة في ظل التناقص عن السجل الائتماني للعملاء وقدرتهم على السداد حتى بلغت تلك القروض نحو 1.3 تريليون دولار في مارس 2007. وقد تفاقمت الأزمة مع تكبد أكبر مؤسستين للرهن العقاري في أمريكا وهما "فاني ماي" و "فريدي ماك" خسائر بالغة نتيجة عدم سداد الأقساط المالية المستحقة على المقرضين حيث تتعامل هاتين المؤسستين بمبلغ 6 تريليون (1 تريليون = ألف مليار)، وهو مبلغ يعادل ستة أضعاف حجم اقتصاديات الدول العربية مجتمعة⁵ .

ويمكن تحديد أهم أسباب الأزمة من خلال:

1- أن الأزمة المالية بدأت نتيجة توفر ما يعرف بالأموال الرخيصة (انخفاض سعر الفائدة حتى وصل إلى 1% في عام 2003م مما رفع الطلب على القروض وخاصة القروض العقارية، ومع سهولة وتيسير هذه القروض تزايد الطلب عليها مما أدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة. هذه الفقاعة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، ما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع.

2- وهذا يأتي من أن المواطن الأمريكي يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار، حين يرتفع ثمن العقار المرهون يحاول صاحب العقار ونتيجة لسهولة الحصول على قرض فإن صاحب الرهن يسعى للحصول على قرض جديد، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا تسمى الرهون الأقل جودة، لأنها رهونات من الدرجة الثانية، أي أنها أكثر خطورة في حال انخفاض ثمن العقار، وتوسعت البنوك في هذا النوع من القروض الأقل جودة مما رفع درجة المخاطرة في تحصيل تلك القروض.

3_ الزيادة الهائلة في توريق الديون العقارية، وهو ما قام به المهندسون الماليون في الولايات المتحدة وأنه يمكن تحويل تلك القروض إلى أوراق مالية معقدة (توريق الديون) يمكن عن طريقها توليد موجات منتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد.

كما أن البنوك لم تكثف بالتوسع في القروض الأقل جودة، بل استخدمت (المشتقات المالية) لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي للتوسع في الإقراض.. وذلك عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه (المحفظة من الرهونات العقارية) لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه التوريق، فكأن البنك لم يكثف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات بل استخدم هذه القروض كرهن على قروض أخرى.

4- نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة. حيث لا تخضع البنوك الاستثمارية للمنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية، حيث كانت دورات الزيادة والهبوط في أسعار العقار مقصورة في السابق على الدول التي تمر بها من قبل، لكن الفقاعة الأخيرة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار من دول أخرى على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، ما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع.

وذلك ما جعل انهيار القطاع العقاري الأمريكي وأزمة القروض العقارية السيئة تنتشر حول العالم وتقود إلى انكماش ائتماني وصعوبة في الإقراض وركود في الاقتصاد تطلب تدخل البنوك المركزية، بضخ المليارات من السيولة النقدية في القطاع المصرفي، كما تضمنته خطة الإنقاذ الأمريكية على سبيل المثال ورفع مبلغ الضمان الحكومي على المدخرات⁶.

ب- انتقال الأزمة المالية إلى العالمية:

لقد انتقلت الأزمة الأمريكية إلى جميع أنحاء العالم مع ملاحظة أن نسبة التراجع لم تكن على وتيرة واحدة، حيث كان لانفجار الفقاعة العقارية الأمريكية عاملاً مهماً لهبوط أسهم الشركات غير العاملة في القطاع العقاري، في حين لوجود لمثل هذا العامل في دول أخرى ومع ذلك هبطت أسهم شركاتها القارية وغير العقارية. كما أن الأسهم التي أصابها تندهور شديد في الخليج لا علاقة لها بالأنشطة العقارية بل بالاستثمارات البتروكيمياوية أي بسلع التجارة الخارجية، ويمكن تحليل عالمية الأزمة المالية بالاعتماد على مجموعة من الآليات التي انتقلت في ظلها الأزمة إلى مختلف ربوع العالم.⁷

1-آلية أسعار الأصول المالية: في ظل العولمة فإن حركة الأموال بين الدول قد تحررت وتضاعف حجمها عشرات المرات خلا العقود الخمسة الأخيرة. وبالتالي فإن تدفقها إلى داخل أو خارج دولة أو إقليم ما بحثاً عن الأرباح بهذه الأحجام الضخمة يمكن أن يخلق حالات اختلال سوقي يترتب عليها تغيرات حادة في أسعار الأسهم والسندات والفوائد. فعلى سبيل المثال فإن تدفق أموال المضاربة والاستثمار بأحجام كبيرة إلى سوق دولة أو إقليم ما سيخفض أسعار الفوائد ويرفع أسعار الأسهم والأصول المالية الأخرى بشكل حاد ويزيد بشكل كبير من أرباح المضاربين في أسواق المال.

ويمكن اعتبار آلية أسعار الأصول المالية مشابهة لما حدث للاقتصاد الأمريكي خلال السنوات القليلة الأخيرة السابقة لمرحلة التراجع والانهييار. حيث تدفقت رؤوس الأموال الأوروبية والآسيوية والشرق أوسطية إلى السوق الأمريكي من خلال المصارف وصناديق الاستثمار، للاستفادة من فرص الاستثمار المالية الواعدة عالية المردود، حيث ضخت هذه الأموال الهائلة في السوق الأمريكي لتمويل الإنفاق الهائل لهذا الاقتصاد بقطاعيه الخاص والعام. على صعيد القطاع الخاص استخدمت نسبة كبيرة من هذه الأموال لتمويل النفقات الاستهلاكية الأمريكية كسواء القصور والسيارات الفاخرة والقوارب والطائرات الخاصة وأجهزة الترفيه والتسليّة... الخ. لقد كان لتهاافت مدراء البنوك والمؤسسات العقارية وشركات التأمين على جني الأرباح والمكافآت دافع كبير إلى التنافس في منح التسهيلات الائتمانية لجميع الأفراد الراغبين دون التمييز أو التأكد من جدارتهم الائتمانية. أما على صعيد القطاع العام فإن التوسع في الإنفاق غير المسبوق للإدارة الأمريكية الحالية وخاصة في المجالات العسكرية لتمويل الحروب الأمريكية في أفغانستان والعراق وغيرها إضافة إلى برامج غزو الفضاء قد ساهم في رفع المديونية العامة إلى مستويات خطيرة وغير مسبوقة. مثل هذه التغيرات في أسعار الفائدة الأمريكية تؤدي إلى تغيرات موازية في أسعار الفوائد الأجنبية من خلال ما يعرف بالية تعادل أسعار الفوائد الدولية international interest parity. وتتضمن هذه الآلية بالنسبة للدول التي تثبت عملتها مقابل الدولار بان تقوم بتعديل أسعار فائدتها المحلية بنسب معادلة لتغيرات الفوائد الأمريكية مما يفقدها استقلالية سياستها النقدية.

2-آلية أسعار الصرف الأجنبي: تركت أسعار الصرف الأجنبي منذ انتهاء نظام برتن وودز عام 1970 دون أي غطاء من الذهب، وأعطيت الدول في النظام النقدي الجديد حرية تعويم أو إدارة أو تثبيت عملتها مقابل عملة دولية رئيسية أو سلة من العملات الرئيسية. ولجأت معظم الدول المتقدمة في أعقاب فترة وجيزة من التعويم الحر تميزت بعدم الاستقرار في أسعار الصرف الأجنبي، إلى نظام التعويم المدار الذي يسمح لسلطاتها النقدية بالتدخل المحدود في أسواق صرفها للحيلولة دون حدوث تغيرات كبيرة في أسعار صرفها. في المقابل فإن غالبية الدول النامية بما فيها عدد كبير من الدول العربية قد اختارت تثبيت أسعار صرف عملتها مع الدولار الأمريكي بشكل رئيسي، الأمر الذي ربط مستويات التضخم وأسعار الفوائد فيها مع تلك السائدة في السوق الأمريكي. من ناحية أخرى فقد حافظ الدولار الأمريكي على دوره كعملة رئيسية للمدفوعات الدولية في النظام النقدي الجديد، مما أعطى أمريكا ميزة رئيسية كونها الدولة الوحيدة في العالم التي لا تحتاج إلى بناء احتياطاتها من النقد الأجنبي (بعد وقف التحويل للذهب)، مما أعطى سلطاتها النقدية حرية كبيرة فيما يتعلق بسياساتها النقدية وخاصة التوسعية منها حيث أن الكلفة الوحيدة لذلك هو كلفة الورق وطباعته. والاعتقاد السائد أن الولايات المتحدة الأمريكية قد استغلت هذه الميزة وبالغت كثيراً في الإصدار النقدي وطباعة الدولارات وخاصة في الفترة السابقة لظهور الأزمة، وذلك لتمويل التوسع الهائل في النفقات العامة نتيجة لتورطها في حروب عديدة كما سبقت الإشارة إليه، الأمر الذي ساهم في زيادة المديونية العامة من جهة وإلى تراجع مستمر في قيمة الدولار الأمريكي مقابل العملات الدولية الرئيسية وخاصة اليورو والين الياباني. وبالطبع ففي كل مرة يتراجع فيها الدولار مقابل العملات الأخرى الرئيسية يعني خسارة نقدية للاستثمارات المالية بالدولار سواء في الولايات المتحدة أم خارجها وسواء كانت تعود ملكيتها لمستثمرين أمريكيين أم أجنبياً. وتمتد هذه الخسارة أيضاً وبنفس النسبة تقريباً إلى الدول التي تثبت قيم عملتها المحلية مع الدولار الأمريكي. وعلى هذا الأساس فإن أية أزمة مالية في الولايات المتحدة الأمريكية تقود إلى سحب استثمارات

من هذه الأقطار لتتوطن في دول أخرى ذات عملات معومة كأوروبا وبلدان جنوب شرق آسيا و/ أو لتعويض النقص في السيولة الناجم عن الخسائر المتحققة في هذه الدول.

3- آلية أسعار السلع: إضافة إلى تدفقات الأموال والأصول بين الدول فإن التحرير التجاري المصاحب لتعزز ظاهرة العولمة قد أدى إلى مضاعفة حجم التجارة الدولية في السلع والخدمات. وتعتبر السوق الأمريكي من أكبر الأسواق العالمية من حيث الحجم والقوة الشرائية حيث تقدر الانكثاد مستوردات الولايات المتحدة بما يقارب 20 % من إجمالي المستوردات العالمية. وهذا يوفر آلية ثالثة لنقل تغيرات أسعار السلع المتاجر فيها دوليا من خلال ما يسمى في الاقتصاد بمبدأ تعادل القوة الشرائية purchasing power parity. وتعمل هذه الآلية باتجاهين: فيمكن للولايات المتحدة أن تستورد التضخم من خلال الصادرات القادمة لها من الخارج، ويمكن له أيضا أن تصدر التضخم من خلال ما تستورده الدول الأخرى من السوق الأمريكي. فعلى سبيل المثال ساهم ارتفاع أسعار النفط في الآونة الأخيرة قبيل انفجار الفقاعة العقارية في رفع معدلات التضخم الأمريكية مما أضاف أعباء إضافية على الأفراد المستهلكين والمقترضين، ولزيادة الأمور سوءا فقد تزامن ذلك مع سياسة رفع أسعار الفوائد الذي انتهجته السلطة النقدية الأمريكية لمواجهة الضغوط على الدولار وكذلك الضغوط التضخمية. الأمر الذي أدى في النهاية إلى عجز الأفراد عن السداد وانفجار الفقاعة الائتمانية أو العقارية.

4- آلية التوقعات: تقوم الوحدات الاقتصادية المختلفة وخاصة المستثمرين والمضاربين بالتوقع حول المستقبل عند اتخاذ قراراتها، وتتأثر توقعاتها بعوامل اقتصادية ونفسية معقدة الأمر الذي يجعلها ذات طبيعة غير منتظمة ولا تستند بالضرورة إلى المنطق أو الرشد الاقتصادي. ويصنف الاقتصاديون التوقعات إلى توقعات متفائلة أو توقعات متشائمة. فإذا تفاعل المستثمرون أو المضاربون حول المستقبل فإنهم يقومون بالتوسع في استثماراتهم ومضارباتهم الآن مما يميل إلى إيجاد مزيد من التوسع وتسارع العجلة الاقتصادية. أما في حالة التشاؤم فيحجمون عن الاستثمار أو إبرام الصفقات مما يؤدي إلى آثار انكماشية مضاعفة. ونظرا للطبيعة المعقدة لهذه التوقعات فإن أحدا لا يستطيع التنبؤ باتجاهها. على صعيد الأزمة المالية الحديثة تلعب التوقعات دورا كبيرا وتساهم في تفاقم الأزمة: فانفجار الفقاعة العقارية قد أوجد حالة من التوقعات التشاؤمية حول التطورات الاقتصادية المستقبلية الأمر الذي دفع المستثمرين إلى الإحجام عن الاستثمارات الجديدة أو تقليصها على الأقل، ودفع البنوك إلى الإحجام عن الإقراض سواء فيما بينها أو للأفراد خوفا من النقص في السيولة لديها مما ساهم بالضغط للأعلى على معدلات الفوائد وخلق شحا في السيولة. من جهة أخرى فإن التوقعات المتشائمة قد أدت إلى موجة من الهلع في أوساط الأفراد العاديين والمضاربين ودفعتهم إلى الإقبال الشديد على بيع الأسهم وغيرها من الأصول لتجنب الخسائر المحتملة الأمر الذي أدى بدوره إلى مزيد من الانهيار والتراجع الاقتصادي.

ومن الجدير بالذكر أن هذه الآليات لا تعمل بشكل منفصل عن بعضها البعض بل تتفاعل بشكل آني فيما بينها. فالضغوط الانكماشية أو التضخمية في السوق الأمريكي سواء كان مصدرها محليا أم مستوردا ستميل إما لتغيير قيمة الدولار مقابل العملات الدولية الرئيسية و/أو تكيف أسعار الفوائد مما يؤدي إلى آثار معززة ومضاعفة على الاقتصاد الأمريكي والذي بدوره ينشر هذه الآثار من خلال القنوات المذكورة أعلاه إلى بقية أنحاء العالم ولكن بدرجات متفاوتة وذلك اعتمادا على درجة انفتاحها ومدى ارتباط أسواقها بالسوق الأمريكي وطبيعة استجابة صانعي السياسات فيها. إضافة إلى ذلك فإن التوقعات التشاؤمية محليا ستؤدي إلى مضاعفة هذه الضغوط في الأسواق المحلية وتساهم أيضا من خلال وسائل نقل المعلومة المتعددة والسريعة في نقل العدوى للأسواق الأجنبية. مثل هذه التفاعلات السريعة والمتصاعدة والعالمية بطبيعتها قد تتطور إلى ديناميكية خطيرة تهز الثقة العالمية في المؤسسات المالية والنقدية وحتى في النظام المالي والنقدي الدولي برمته كما هو حاصل الآن.

ج-نتائج الأزمة المالية العالمية:

لقد ظهرت بوادر الأزمة المالية العالمية في عام 2007 وقد ألحقت خسائر كبيرة بالمؤسسات المالية العالمية بلغت 2.8 تريليون دولار وذلك وفقا لتقديرات بنك إنجلترا المركزي ونوجز فيما يلي أهم النتائج المترتبة عن الأزمة⁸:

* فيفري 2007 : عدم تسديد تسليفيات الرهن العقاري الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على السداد مما أدى إلى ظهور عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة .

* أوت 2007 : بدأت البورصات تتدهور أمام مخاطر اتساع الأزمة وقد طال التراجع البورصات الرئيسية الأجنبية والعربية ، وبدأت المصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة وفقدت الأسهم المتداولة 60 % من قيمتها في سبتمبر 2008 .

* أكتوبر 2007: شهدت عدة مصارف كبرى انخفاضا كبيرا في أسعارها بسبب أزمة الرهن العقاري.

* فيفري 2008 : الحكومة البريطانية تؤم بنك Northern Rock .

* مارس 2008 : "جى بى مورغان تشيز" يعلن شراء بنك الأعمال الامريكى "بيرستيزنز" بسعر منخفض.

* سبتمبر 2008 : انهيار شركتي فاني ماي وفريدي ماك ، وهنا قام الاحتياطي الفيدرالي بتأميمها وتحمل ديونهما البالغة 5.4 تريليون دولار .

-انهيار بنك ليمان برانرز رابع اكبر بنك استثماري في أمريكا وله دور كبير في مجال التمويل العقاري ، عقبه انهيار بورصة وول ستريت وتراجع البورصات الأوروبية بشدة .

- استحواذ بنك أوف أمريكا على مؤسسة ميريل لينش .

* الحكومة الأمريكية تؤم اكبر مجموعة تامين في العالم "أمريكان انترناشيونال جروب للتأمين" (AIG) المهددة بالإفلاس من خلال منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل 80% من أسهمها وكانت هذه الشركة تصدر كميات كبيرة من الضمانات المتبادلة في حالة التقصير الائتماني .

* قيام البنك البريطاني (Lloyds TSB) بالاستحواذ على (HBOS) وهو من اكبر البنوك العقارية المقرضة في بريطانيا.

* انهيار بنك واشنطن Washington Mutual وهو من أضخم البنوك الأمريكية المتخصصة في الإقراض العقاري وتم بيعه لمؤسسة Jp Morgan مقابل 1.9 مليار دولار وبذلك يصبح بنك Jp Morgan ثاني اكبر بنك في الولايات المتحدة محتلا بذلك مكانة بنك أوف أمريكا إذ تبلغ قيمة أصوله 2.04 تريليون دولار ولن يسبقه سوى بنك سيتي جروب .

* تأميم بنك " براد فورد وبينغلي" في بريطانيا .

* أعلن بنك "سيتي جروب" الامريكى شراء منافسه "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفيدرالية نتيجة لانهياره.

* انهيار "بنك اندي ماك" الامريكى والذي كان يستحوذ على أصول بقيمة 32 مليار دولار وودائع تصل إلى 19 مليار دولار وإغلاق ثلاثة بنوك خلال الثلث الأخير من شهر نوفمبر 2008 ، وهم بنك " داونى سيفنجر اندلون " في نيويورك وبنك BFF تراست في يوموتا ، وبنك " لوجان فيل "

* انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في البورصات العالمية بنحو نصف قيمتها لتبلغ اقل من 30 تريليون دولار من أعلى قيمة لها هذا العام

* أدى ارتباط المؤسسات المالية الآسيوية بسوق المال الامريكى إلى امتداد اثر الأزمة إليها وظهر ذلك من خلال هبوط مؤشر البورصة في اليابان وسحب العديد من المستثمرين اليابانيين أموالهم من الولايات المتحدة مما نتج عنه ارتفاع الين مقابل الدولار الأمر الذي انعكس بشكل سلبي على الصادرات اليابانية .

* طبقا لتقديرات صندوق النقد الدولي فإن معدل نمو الاقتصاد العالمي سينخفض الى 1% خلال 2009 ويصبح معدل النمو صفرا في الولايات المتحدة وأوربا واليابان ، وينخفض معدل نمو الاقتصاد الصيني من 9.4% إلى 7.5%

* من المتوقع أن تؤدي الأزمة إلى خفض معدلات التضخم نتيجة الركود العالمي، وانكماش التجارة الدولية لأول مرة منذ عام 1982 وبنسبة 2.1 % .

* شهدت أسواق الصرف العالمية انخفاضا في سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية الأخرى

* تدخلت الحكومة الأمريكية لإنقاذ مجموعة سيتي جروب أحد أكبر المؤسسات المصرفية في العالم والتي انخفضت أسهمها بما يزيد عن 60 % خلال نوفمبر 2008 نتيجة للأزمة المالية ، لذا قامت الحكومة بسخ 20 مليار دولار في رأسمال البنك وضمّان أصول تبلغ قيمتها 306 مليار دولار ، فضلا عن 25 مليار دولار ضختها بالبنك وتحصل في المقابل على أسهم ممتازة، و أدى ذلك إلى ارتفاع قيمة أسهم البنك مرة أخرى في معظم البورصات ، كذلك أعلنت المجموعة الاستغناء عن حوالي 20 % من عمالتها .

* أدت الأزمة إلى تعرض كبرى شركات السيارات الأمريكية وهم جنرال موتورز وفورد وكرايسلر إلى أزمة مما جعلها تطلب قروضا حكومية عاجلة تصل قيمتها إلى نحو 34 مليار دولار لتتفادي خطر الانهيار والإفلاس .

* كان للأزمة التي نشأت في سوق العقارات الأمريكية وانتقالها إلى أسواق المال الأوروبية والأسبوية والعربية انعكاسات سلبية على عدد من الأسواق الأخرى غير المالية حيث انخفضت أسواق الذهب عالميا ، كما شهدت أسواق النفط الخام انخفاضا ملحوظا خلال فترة قصيرة إلى أكثر من النصف حيث انخفض من 147 دولار للبرميل إلى نحو 39.5 دولار للبرميل، مما انعكس على الفوائض المالية والأرباح العربية حيث يستحوذ البترول على 75 % من الصادرات العربية .

* كذلك تضررت أسواق المال العربية من الأزمة المالية و انخفض مؤشر البورصة بها، كذلك تأثرت البنوك العربية بالأزمة نتيجة لاستثماراتها في الخارج ، وعلى سبيل المثال قدرت مصادر مصرفية كويتية حجم الخسائر في بنك الخليج خامس أكبر بنك في الكويت بما يصل إلى 200 مليون دينار .

II-التعامل بالمشتقات المالية:

لقد تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية في العقدين الأخيرين من القرن الحالي سواء من ناحية حجم التعامل بهذه الأدوات الجديدة إذ تشير الإحصاءات إلى ارتفاع حجم التداول بالمشتقات على اختلاف أنواعها خلال الفترة من 92 - 93 إلى 12 - 16 تريليون دولار لتصل إلى نحو 45 تريليون في نهاية 1994 أو من ناحية تنوعها بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرها من الموجودات الأخرى ، أو من ناحية اتساع عدد المشاركين في أسواق المشتقات .

ولقد ساهم مساهمة فعالة في تسارع ثورة المشتقات ظاهرة عالمية الأسواق GEOBALIZATION وهو ما يعرف بعصر " العولمة " التي نجمت إلى حد كبير عن التحرير المتسارع لأسواق المال العالمية وإزالة القيود التي تحد من نشاط المؤسسات المالية وانتقال رؤوس الأموال مستفيدة من ثورة المعلومات والاتصالات العالمية المتطورة ، فضلا عن التنافس المحموم بين المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها وما ترتب عليه من تسابق بينها لابتكار أحدث المنتجات والأدوات المالية وطرحها في الأسواق وما صاحبها من عوامل الإغراء للمستثمرين والمتعاملين للإقبال عليها، وكان من هذه الأدوات " المشتقات المالية " كأدوات صاحب ظهورها تعاضم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية كأدوات جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة لغرض تسهيل عملية نقل وتوزيع المخاطر كأدوات للمضاربة والتحوط .

وتعد الأوراق المالية SECURITIES وبخاصة الأسهم والسندات الأدوات الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال الفورية وتصنف هذه الأوراق باعتبارها عديدة : فمن حيث مفهومها : تصنف إلى أوراق مالية تمثل ملكية وهي الأسهم العادية وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات وما يماثلها ، أما الأسهم الممتازة

فتجمع بين النوعين السابقين أي من الأسهم العادية والسندات وإن كانت تصنف ضمن الأوراق المالية التي تمثل ملكية ، ومن حيث تاريخ الاستحقاق : تصنف إلى أوراق مالية قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل وطويلة الأجل ومن حيث أسواق المال : FINANCIAL MARKET التي تداول فيها تلك الأوراق فإن أسواق رأس المال تنقسم إلى أسواق رأس المال وأسواق النقد .

وتنقسم أسواق رأس المال بدورها إلى أسواق حاضرة أو فورية وأسواق العقود المستقبلية والأسواق الحاضرة هي التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) حيث يتم تسليمها وتسلمها فور إتمام الصفقة ومن هذه الأسواق ما هو منظم أي البورصات، ومنها ما هو غير منظم وهي التي تتداول فيها الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والمصارف التجارية وما شابه ذلك أما أسواق العقود المستقبلية فهي أسواق تتعامل أيضاً في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق ويقصد بها أسواق الاختيار وأسواق العقود .

أما أسواق النقد فهي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السمسرة والمصارف التجارية وكذا من خلال وزارة الخزانة بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة. وقد كشفت التحقيقات العلمية عقب انتهاء الكساد العظيم في 1929 - 1933 على أن أسواق رأس المال كانت سبباً أساسياً في حدوثه لأسباب قصور التشريعات عن تحقيق الانضباط في التعامل وسبب الممارسات الصورية والاحتكار واستغلال ثقة العملاء واتفاقيات التلاعب⁹.

ولقد أثبتت الأزمة المالية العالمية أن أسواق رأس المال ليس في الولايات المتحدة فحسب بل وفي كافة أنحاء العالم غير قادرة عن مقاومة هبوط مفاجئ في الأسهم وقد تعددت التفسيرات والتقارير والدراسات للأزمة وساد الاعتقاد إلى حد ما بأن أساليب الاتجار لتي استحدثت في السوق الأمريكية ومنتصف السبعينات وأوائل الثمانينيات وأسواق العقود المستقبلية في الأوراق المالية الذي بدأ نشاطه عام 1972 هي التي تسببت في إحداث الأزمة في العالم بأسرة ويذهب تحليل إلى أن الأزمة لا بد وأن ترجع إلى متغيرات لها صفة العالمية .

1- مفهوم المشتقات المالية :

على ضوء المتوفر من مفاهيم المشتقات DERIVATIVES يعرفها البعض :

بأنها عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية، وتتحد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها¹⁰.

ويعرفها البعض¹¹ بأنها: بأنها عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع...لخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية FINANCIAL ENGINEERING .

ويعرفها البعض¹²: بأنها الورقة المالية التي تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية لورقة مالية أخرى محددة مثل السهم العادي أو السند وبالتالي فليس للمشتقات المالية حقوق مالية مباشرة على أصول حقيقية . REALASSETS

2 - أنواع المشتقات ودورها :

تتعدد المشتقات المالية وتشتمل على عقود الخيارات OPTIONS والعقود المستقبلية FUTURE CONTRACTS والعقود الأجلة FORWARD CONTRACTS وعقود المبادلة SWAPS أو مزيج من اثنين من هذه العقود وهو ما يسمى بمشتقات المشتقات DERIVATIVES ON DERIVATIVES مثل عقود المبادلات الخيارات SWAPTIONS .

وقد يكون موضوع هذه العقود منتجات و سلع حقيقية REAL COMMODITIES أو مؤشرات معينة مثل سعر الصرف EXCHAMJE RATE أو سعر الفائدة INEREST RATE أو أوراق مالية SECURITIES من أسهم وسندات أو عملات أجنبية FOREIGN CURRENCIES أو حتى تدفق نقدي.

وإذا كانت المخاطرة عاملاً يلزم الاستثمار عموماً إلا أنها أعلى ما تكون في الاستثمار في المشتقات المالية وينشأ ارتفاع مخاطر الاستثمار في المشتقات المالية من حالة عدم التأكد UNCERTAINTY المحيطة بأسعارها كونها تعتمد أساساً على التوقعات المستقبلية ومدى تحقق فرص حصولها .

ولكن المشتقات على الرغم من ذلك تستخدم من قبل المضاربين على التعامل بها ومن قبل المؤسسات المصرفية والمالية الأخرى وكوسيلة لجني الإيرادات SOURCE OF REVENUE من جراء الاتجار والتداول بالعقود المالية بفعل التقلبات السعرية للأدوات المالية الأصلية المشمولة بعقودها ، كما أنها وسيلة لإدارة المخاطر من ناحية كونها تتيح للمستثمر فيها فرص تحديد مخاطر السوق ذات الصلة بالعقود المالية وإدارة كل مخاطرة على حده ومن ثم إتاحة الفرصة لتخفيض درجة المخاطر عموماً وذلك من خلال التحوط أو التغطية HEDGING للحماية من آثار التقلبات السعرية والتي تنشأ عادة إما عن تقلب أسعار الصرف أو تقلب أسعار الفائدة أو تقلب أسعار أصول المحافظ الاستثمارية سواء كانت هذه الأصول سلعاً أم أوراقاً مالية .

ويمكن تصنيف المشاركين في أسواق المشتقات إلى فئتين¹³:

الفئة الأولى : هي المستخدمون النهائيون ENDS USERS الذين يدخلون هذه الأسواق لتحقيق أهداف معينة تتصل بالتحوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة، وتشتمل هذه الفئة على مجموعة واسعة من المؤسسات مثل : المصارف وبيوت الأوراق المالية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار .

الفئة الثانية : هي فئة الوسطاء INTERMEDIARIES أو المتعاملين DEALERS الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات باستخدام هذه الأدوات الجديدة في الأسواق وذلك في مقابل جني إيرادات في شكل رسوم الصفقات وهوامش عروض البيع والشراء بالإضافة إلى الاستفادة من مراكزهم المالية الخاصة.

لكن أكثر أنواع المشتقات تداولاً في الأسواق المالية أربعة هي : عقود الخيارات، العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلات.

أ- عقود الخيارات : وهي اتفاقيات تجري بين طرفين بغرض تداول أصول حقيقية كالسلع المختلفة وقد تكون تخيلية أو أدوات مالية كالأسهم والأدوات ذات العوائد الثابتة وعمليات أجنبية أو بعض المؤشرات، وذلك لتنفيذ في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار (أو التسليم)¹⁴ . والخيار عقد يقوم بموجبه محرر العقد أو بائع الخيار بمنح مشتري العقد الحق (جواز التنفيذ) في أن يشتري منه، أو يبيع له، أو الاثنان معا أصل معين بسعر معين وبكمية معينة (غالبا) خلال فترة زمنية معينة أو بتاريخ محدد، والعقد الذي يتضمن منح حق الشراء يدعى خيار الشراء، بينما يدعى العقد المتضمن منح حق البيع خيار البيع، ويدعى السعر المحدد لغرض تنفيذ العقد في موعده بسعر التنفيذ. أما بالنسبة لموعد التنفيذ للعقد المبرم فيأخذ شكلين: عند الالتزام بممارسة الحق في تاريخ معين فان ذلك يدعى عقد الخيار الأوربي، بينما إعطاء حق التنفيذ لعقد الخيار خلال المدة المحصورة ما بين الاتفاق وحتى انتهاء صلاحية العقد فان ذلك يتبع نموذج عقود الخيار الأمريكية¹⁵ .

كما أن قيمة عقد الخيار (سعر التنفيذ) سوف تشتق أو تتوقف على الورقة المالية الأصلية التي تكون موضع حق الشراء أو البيع. أما عملياً فان مالك عقد الخيار يختار بين الشراء في حالة عقود خيار الشراء أو البيع في حالة عقود خيار البيع فقط إذا كان ذلك يحقق مصلحته التي دفع تكلفة مقابلها.

فمالك خيار الشراء ينفذ إذا ما ارتفع سعر الأصل المتعاقد عليه عن سعر التنفيذ في تاريخ صلاحية العقد، وبخلافه فهو غير مجبر على التنفيذ، وبالتالي فهو يستطيع تحقيق مكاسب غير محدودة في حالة ارتفاع السعر في حين تكون خسارته القصوى مقدار العلاوة المدفوعة لشراء الحق من محرره، على عكس محرر حق الشراء فخسارته غير محدودة عند ارتفاع السعر في حين أن مكسبه محدد بمقدار العلاوة المدفوعة له عند انخفاض الأسعار .

أما مالك خيار البيع فانه ينفذ إذا ما انخفض سعر الأصل المتعاقد عليه عن سعر التنفيذ في تاريخ صلاحية العقد، ويحقق مالك الخيار أرباحاً غير محدودة عند الانخفاض المستمر في سعر الأصل، بينما يتكبد خسارة مساوية لعلو سعر الق عند الارتفاع بعكس محرر العقد¹⁶.

ب- العقود الآجلة:

تعتبر العقود الآجلة من أقدم صور العقود المستقبلية، وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني في وقت لاحق وبسعر يحدد مسبقاً، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية وشركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين وبكمية محددة في موعد لاحق¹⁷ ومن أمثلتها عقود الاستيراد والتصدير.

وعملياً إذا كان سعر الأصل (سعر التنفيذ) المتفق عليه بين طرفي العقد أقل من السعر السائد في تاريخ التسليم فإن المشتري سيحقق مكاسب مساوية لقيمة الفرق بين السعر الجاري (السائد) في تاريخ التسليم وسعر التنفيذ، أما إذا كهذا الأخير أعلى من السعر السائد للأصل عند استحقاق العقد فعندئذ سيحقق البائع أرباحاً على حساب المشتري.

ولتوضيح الفوائد المترتبة عن العقود الآجلة، يمكن افتراض أن مستثمراً ما أبرم عقداً آجلاً في تاريخ ما لشراء مليون جنيه إسترليني بعد 90 يوم بسعر صرف قدره 1.6065 دولار للجنيه الواحد. وبمقتضى هذا العقد سيلتزم المشتري بشراء مليون جنيه مقابل تسديده لنحو 1605600 دولار فإذا ارتفع مثلاً سعر صرف الجنيه مقابل الدولار إلى نحو 1.6500 دولار للجنيه الواحد عند تاريخ الاستحقاق فسيحقق المستثمر أو المشتري ربحاً قدره 44400 دولار، أي $(1.6500 - 1.6065) * 1000000 = 44400$ دولار، وذلك لأن الجنيهات الإسترلينية يمكن أن تباع بنحو 1650000 دولار فور شرائها، وبالمثل إذا انخفض سعر صرف الجنيه إلى نحو 1.55 دولار عند تاريخ الاستحقاق فإن المستثمر سيتكبد خسائر قدرها 55600 دولار لأن العقد الآجل سيلزم المستثمر بدفع مبلغ يزيد عن السعر السوقي للجنيه بمقدار 55600 دولار.

ج- العقود المستقبلية:

أولاً: مفهومها ومحلها:

يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلع معينة في مكان وزمان محددتين وبسعر محدد.

ويتم التعامل بهذه العقود في سلع حقيقية مثل: البن والسكر والقطن والنفط والمعادن الثمينة من الذهب والفضة أو مالية كالسندات والأسهم والودائع والعملات الأجنبية كما يمكن أن تشمل أيضاً على مؤشرات السوق المالي.

وعرفها البعض بأنها عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته¹⁸.

ثانياً: عناصر العقد الرئيسية:

يجب أن يشتمل العقد على: أطرافه (البائع والمشتري) - تاريخ التعاقد - محل الأصل (نوع الأصل محل التعاقد) - تاريخ التسليم - الكمية - سعر التنفيذ أو سعر التسوية - مكان وطريقة التسليم.

ثالثاً: خصائص العقود المستقبلية:

1 - فيها يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها PRISE RISK إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعاً .

2 - يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة CLEARING HOUSES تُوكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد .

3 - لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشؤ العقد هامشاً معيناً يسمى MARGIN تتراوح قيمته عادة بين 5 - 15 % من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد ، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد ، ومن ثم أثر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته ، ومما هو جدير بالذكر أنه لا سبيل للتعامل في سوق العقود المستقبلية إلا من خلال بيوت السمسرة

4 - إذا كان من الممكن تحرير عقود مستقبلية على أي سلعة فإن قليلاً من السلع تتوافر فيها الشروط التي تناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية ومن أهمها:

- أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد .

- أن تكون السلعة قابلة للتميط من حيث الكمية والجودة .

- أن تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها .

- أن يوجد طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها .

وبذلك تناسب هذه الأسواق سلعاً مثل المنتجات الزراعية وبصفة خاصة البن والشاي والذرة والبطاطس وكذلك العملات والأوراق المالية.

5 - لضمان توفير سوق منظم للعقود المستقبلية لجأت بورصات العقود إلى تميمط شروط التعاقد في خمسة أساسية هي :

- وحدة التعامل : ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد التي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد

- شروط التسليم وتتضمن الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد والفترة الزمنية التي ينبغي أن يتم فيها التسليم والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل ودرجة جودة الأصل محل التعاقد فمثلاً في عقود أدونات الخزانة يكون التسليم واجباً خلال الثلاثة أيام التالية لثالث يوم اثنين في الشهر المحدد للتسليم . هذا وتحدد شروط التسليم بواسطة إدارة البورصة وشروط التسليم في العقود المستقبلية على الأصول المالية ليست جامدة فالورقة المالية محل التعاقد قد تحل محلها ورقة مالية أخرى بل وقد تمتد المرونة إلى تاريخ التسليم أيضاً .

- حدود تقلب الأسعار حيث تفرض أسواق العقود حداً أدنى للتغيرات السعرية يتفاوت حسب الأصل محل التعاقد وحداً أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد وإن كانت بعض العقود مثل : العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى .

- الهامش المبدئي يرجع إلى أن الاستثمار في العقود المستقبلية أي التعاقد على الشراء والبيع لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن أو جزء منه ، ولكي لا يتعرّض أي طرف للضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف الآخر للالتزامه فقد تقرر فرض هامش مبدئي INITIAL MARGIN يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي

يتعامل معه وتختلف قيمة الهامش المبدئي باختلاف الأصل محل التعاقد ولا يمثل هذا الهامش سوى نسبة ضئيلة تتراوح ما بين 5 - 15 % من قيمة العقد¹⁹.

د- عقود المبادلة:

هي عقود مشتقة وهي اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية)، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية... الخ). وهو عقد ملزم للأطراف على خلاف عقد الاختيار، كما أن متحصلات أو مدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يوميا كما هو في العقود المستقبلية، فضلا عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة، بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ. كما أن عقود المبادلة تستخدم غالبا لتغطية المخاطر وخاصة مخاطر تغير سعر الفائدة.

وعلى الرغم من توسع عقود المبادلة لتشمل أنواع عديدة من الأصول، إلا أنها غالبا ما تتركز في أدوات وتدعى بمبادلة أسعار الفائدة ومبادلة عملات²⁰.

ففي عقود مبادلة أسعار الفائدة، فإن احد الأطراف سوف يدفع فائدة تعتمد على معدل متغير (عائم) بينما الطرف الآخر يقوم بدفع معدل فائدة ثابت. بينما في عقود مبادلة العملات فإن احد الأطراف سوف يدفع على الدولار مثلا بمعدل عائم بينما يدفع الطرف الآخر على عملة أخرى بمعدل ثابت، لذلك فإن التغيرات في أسعار الفائدة تحدد مركز الخسارة والربح للأطراف المتعاقدة بمبادلة أسعار الفائدة، بينما تغيرات سعر الصرف الرابح والخاسر في عقود مبادلة العملات²¹.

III- مخاطر المشتقات المالية وعلاقتها بالأزمة المالية:

ساهمت المشتقات المالية بشكل أساسي في تفاقم الأزمة المالية. ولقد سماها أحد المختصين الماليين المعروفين "أسلحة الدمار المالي الشامل". فهي كما رأينا سابقا لا تتضمن المتاجرة بأصول حقيقية، وإنما هي عقود متعلقة بتحقيق شروط أو أحداث في المستقبل. وهي أقرب للقمار منها للتجارة. وأحد أوضح صور تجارة المشتقات تتعلق بالمضاربة على اتجاه ارتفاع أو انخفاض البورصة. ونوع آخر يتعلق بوعود البيع أو الشراء لسلعة أو أصل مالي في المستقبل عند سعر معين. ولا يشترط في البائع أو المشتري تملك السلعة أو الورقة المالية، ويكتفي فقط بتقديمه وعدا بالبيع أو بالشراء. وساهمت عقود المشتقات، التي تطور التعامل بها بشكل ملفت في الآونة الأخيرة حيث بلغت قيمتها أكثر من 600 تريليون دولار حول العالم مما ساهم في نشوء مثل هذه الأزمة المالية، كما أن التعامل بالمشتقات المالية يتضمن عدة مخاطر تتراوح بين المخاطر الائتمانية ومخاطر السوق إلى المخاطر الرقابية والقانونية وهو ما زاد من حدة الأزمة المالية العالمية²².

إن المخاطر الناجمة عن الأدوات المالية المشتقة هي نفس المخاطر المتواجدة في الأدوات المالية المؤلفة بدرجة أكبر ومذلك تمتلك الأدوات المالية المشتقة سمات خاصة مثل:

- 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 أداتان ماليتان مشتقتان أساسيتان أو أكثر في صورة مدمجة يؤدي بها إلى زيادة المخاطرة.
- صعوبة تقدير قيمة الأدوات المالية المشتقة المعقدة

وفي مايلي أهم المخاطر الأساسية المرتبطة بالمشتقات المالية :

المخاطر الائتمانية:

ترتبط هذه المخاطرة بالخسائر الاقتصادية التي سيتكبدها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف الآخر في العقد (الطرف المقابل) في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها في العقد وتقوم المنشآت في الغالب بإجراء

حصر كمي لمخاطر الخسارة هذه باعتبارها تكلفة استبدال الأداة المشتقة ، ويخفف الاشتراط الخاص بقيام المشاركين بتسوية التغيرات في قيمة مراكزهم يوميا من المخاطرة الائتمانية المرتبطة ببعض الأدوات المالية المشتقة مثل العقود المستقبلية وتتم تسويتها وفق قواعد محددة ومن خلال بورصة منظمة، ومخاطر التسوية ترتبط باحتمال فشل الطرف المقابل في الأداء بموجب عقد ما بعد أن يكون المستخدم النهائي قد سلم أموالا أو أصولا وفقا للالتزامات المنصوص عليها في العقد ويستطيع المستخدمون النهائيون أن يقللوا مخاطر التسوية من خلال اتفاقيات تصفية رئيسية أما مخاطر الطرف المقابل فتعني إمكانية التعرض لمخاطر ائتمانية كلية نابعة من كل المعاملات المؤداة مع طرف مقابل واحد.

مخاطر السوق :

ترتبط هذه المخاطر بشكل كبير في الخسائر الاقتصادية الراجعة لحدوث تغيرات غير مواتية في القيمة العادلة للأداة المشتقة ، وتشمل المخاطر ذات العلاقة بـ - سعر الصرف- مخاطر الأساس- مخاطر السيولة- مخاطر التقييم وتتصل المخاطر السعرية بالتغيرات الحادثة في مستوى الأسعار نتيجة لحدوث تغيرات في :أسعار الفائدة أو أسعار صرف العملات الأجنبية أو عوامل أخرى متصلة بالتقلب السوقي في المعدل أو المؤشر أو السعر الذي ترتكز عليه الأدوات المشتقة، أما مخاطرة الأساس فتتعلق بالتأثير المختلف لقوى السوق على أداة أو قيمة أدوات متميزتين أو أكثر مستخدمتين في صورة مدمجة أما مخاطرة السيولة فتربط بالتغيرات في القدرة على بيع أو التصرف في الأداة المشتقة أو تصفية المركز ومن ثم التأثير على قيمتها ، وربما يعود ذلك إلى عدم وجود عقود كافية أو أطراف مقابلة راغبة في دخول عقد داخل المنشأة. أما مخاطر التقييم أو النموذج فتربط بعدم اكتمال ذاتية النماذج والافتراضات ذات الصلة المستخدمة في تقدير قيمة الأدوات المشتقة .

المخاطر القانونية :

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني تنظيمي يبطل صلاحية العقد يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقا لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة - مثل هذه المخاطر يمكن أن تنشأ - مثلا - من عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس أو إدخال تغييرات مخالفة أو عكسية في قوانين الضرائب ، أو وجود قوانين تطرأ على المؤسسات الاستثمارية في أنواع معينة من الأدوات المالية .

المخاطرة الرقابية :

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الناتجة عن فشل أو غياب ضوابط الرقابة الداخلية في منع أو اكتشاف المشكلات مثل الخطأ البشري ، الغش وتزوير ، القصور في النظر وهو ما يؤدي إلى إعاقة مستخدم المشتقات عن تحقيق أهدافه التشغيلية أو تلك المتصلة بإعداد التقارير المالية و الالتزامات ومثل هذا الإخفاق يمكن أن ينتج عنه فشل مستخدم نهائي في فهم الخصائص الاقتصادية لعقد ما ،كذلك فإن انعدام الرقابة الكافية يمكن أن يؤثر على ما إذا كانت المعلومات المالية المنشورة عن المشتقات قد أعدت بشكل موثوق يعتمد عليه ، وأخيرا فإن المستخدم النهائي يمكن أن يتأثر سلبا إذا فشلت الضوابط في منع أو رصد حالات عدم الالتزام بالعقود أو القوانين أو اللوائح ذات الصلة ، وعدم فهم المشتقات المستخدمة قد يؤدي إلى عدم كفاية تصميم ضوابط الرقابة على استخدامها .

الخاتمة:

لقد كان للقطاع المصرفي والقطاع المالي بصفة عامة دورا كبيرا في نشوء الأزمة المالية العالمية من خلال الإفراط الكبير في زيادة حجم الأصول المالية المتداولة وتنوع هذه الأخيرة بشكل مستقل عن الاقتصاد العيني.

والأزمة المالية بدأت محلية بظهور أزمة الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية وانتهت إلى العالمية نتيجة التشابك والترابط بين مختلف اقتصاديات دول العالم.

وكنتيجة لتطور النظام المالي ظهرت المشتقات المالية كأحدث الأدوات المالية المتداولة في الأسواق العالمية وقد كان للمشتقات المالية صور عديدة هي عقود الاختيار، العقود الآجلة ، العقود المستقبلية وعقود المبادلات وكلها عقود تحفها العديد من المخاطر نتيجة أن التعامل بها لا يتم على أساس الاقتصاد الحقيقي

وإنما يتم على أساس الرهان والمضاربة وهو ما زاد من حدة الأزمة المالية العالمية. ولهذا فإن الضرورة تدعو إلى إيجاد أدوات مالية أقل مخاطرة واستحداث مشتقات إسلامية بعيدة عن عالم الرهان والمضاربة.

قائمة المراجع والهوامش:

1- نقي الحسين عرفات، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999، ص20.

2- فلاح شفيح، النشاط الربوي والأزمات المالية www.alnoor.se/extra/26.doc

3- حازم الببلاوي، الأزمة المالية العالمية الحالية" محاولة للفهم" - www.iid-alraid.de/Arabisch/Abwab/Artikel/2008/Dirasat/Dr0000117.doc

* انهيار أسعار شركات الانترنت في السوق الأمريكية عندما اجتاحت البلاد موجة جنون بسبب الانترنت وظن الناس أن أسهم شركات الانترنت سوف ترتفع فصاربوا عليها بشكل جنوني إلى أن انتهى الأمر بما يسمى بفقاعة الانترنت.

4 - الأزمة المالية الدولية الراهنة: الأسباب والآفاق والآثار، المرصد الاقتصادي، الجامعة الأردنية، عمان، أكتوبر، 2008 .

5- مي معز محمد احمد، نشأة الأزمة المالية العالمية وأثرها على خطط المتدرب المستقبلية <http://pathways.cu.edu.eg/news/news/uf doc>

6- المرجع السابق.

7- الأزمة المالية الدولية الراهنة: الأسباب والآفاق والآثار، المرصد الاقتصادي، الجامعة الأردنية، عمان، أكتوبر 2008.

8- الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاد العالمي: <http://www.idbe-egypt.com/doc/the%20finaancial%20crisi.doc>

9- منير إبراهيم هندي، الأسواق المالية، المؤسسة العربية المصرفية، ص176.

10- حمود بن سنجور وآخرون، الصناعة المصرفية العربية وعالم التمويل، اتحاد المصارف العربية، 1995، ص85.

11- محمد مطر، أدوات الاستثمار، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، ص262.

12- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف الإسكندرية، ط1993، ص656.

13- حمود سنجور وآخرون، مرجع سابق، ص87.

14- هوشيار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، جامعة البلقاء التطبيقية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص158.

15- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات، أوراق، بورصات، ط1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص126.

16- محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص127.

17-Aimé Scannavino, les Marchés Internationaux (Paris.Dunod, 1999) pp 62-64.

18- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 31.

19- Aimé Scannavino , op cit, p65.

20- هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 159.

21- نفسه، ص 160.

22- <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Accountancy/33222.doc>