

جامعة 8 ماي 1945

قائمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود ومؤسسات مالية

تحت عنوان

علاقة نشاط صناديق التحوط وآلية التوريق

بسوق الأوراق المالية

دراسة حالة سوق الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2000 - 2015

إشراف الأستاذ:

شرياق رفيق

إعداد الطالبتين:

بوراس نور الهدى

شطيبي مروة

السنة الجامعية: 2015/2016.

الفهرس

الفهرس

.....كلمة شكر.....

.....الإهداءات.....

.....قائمة الجداول.....

.....قائمة الأشكال.....

.....قائمة الملاحق.....

.....قائمة المختصرات.....

.....المقدمة العامة.....

الفصل الأول: التأسيس النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

2.....تمهيد.....

3.....المبحث الأول: ماهية صناديق التحوط.....

3.....المطلب الأول: نشأة، تعريف وخصائص صناديق التحوط.....

3.....أولاً: نشأة صناديق التحوط.....

4.....ثانياً: تعريف صناديق التحوط.....

5.....ثالثاً: خصائص صناديق التحوط.....

5.....المطلب الثاني: الأدوات والاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق التحوط.....

5.....أولاً: أدوات وتقنيات صناديق التحوط.....

6.....1- البيع على المكشوف.....

6.....2- الرفع المالي.....

6.....3- المشتقات المالية.....

6.....4- المراجعة.....

7.....5- العدالة الدولية.....

7.....6- التسيير البديل.....

7.....ثانياً: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق التحوط.....

7.....1- إستراتيجية الأسهم المحايدة للسوق : equity market neutral.....

8.....2- الإستراتيجية المدفوعة بالأحداث : even driven.....

- 3- إستراتيجيات تأمين المحافظ: 8.....
- 4- إستراتيجية أسهم التحوط: long/short equity ou equity hedge 9.....
- 5- إستراتيجية المراجعة القابلة للتحويل: convertible arbitrage 9.....
- 6- إستراتيجية مراجعة الدمج بين الشركات: merger arbitrage 10.....
- 7- إستراتيجية العائد الثابت: fixed income arbitrage 10.....
- 8- الإستراتيجية الانتهازية: distressed 10.....
- 9- الإستراتيجية الكلية: global macro 10.....
- 10- الإستراتيجية المتعددة: multi stratégie 11.....
- 11- إستراتيجية إدارة المستقبلات: managed futures 11.....
- 12- إستراتيجية الأسواق الناشئة: emergingmarkets 11.....
- 13- إستراتيجية صندوق صناديق التحوط: hedgefund of funds 11.....
- المطلب الثالث: الفرق بين صناديق الاستثمار وصناديق التحوط. 11.....
- المطلب الرابع: مزايا ومخاطر الاستثمار في صناديق التحوط. 12.....
- أولاً: مزايا الاستثمار في صناديق التحوط. 12.....
- ثانياً: مخاطر الاستثمار في صناديق التحوط. 13.....
- المبحث الثاني: ماهية التوريق. 14.....
- المطلب الأول: نشأة، تعريف وأنواع التوريق. 14.....
- أولاً: نشأة وتطور التوريق. 14.....
- ثانياً: تعريف التوريق. 15.....
- ثالثاً: أنواع التوريق. 16.....
- 1- التوريق بحسب نوع الأصول. 16.....
- 2- التوريق بحسب المدة. 17.....
- 3- التوريق بحسب الضمانات. 18.....
- 4- التوريق بحسب طبيعة التوريق. 18.....
- المطلب الثاني: أهداف ودوافع عملية التوريق. 19.....

19.....	أولاً: أهداف عملية التوريق.....
19.....	1- أهداف اقتصادية.....
20.....	2- أهداف رقابية.....
20.....	ثانياً: دوافع عملية التوريق.....
21.....	المطلب الثالث: ركائز عملية التوريق.....
21.....	أولاً: أركان عملية التوريق.....
21.....	ثانياً: أطراف عملية التوريق.....
21.....	1- الممول (المنشئ).....
21.....	2- الجهة المصدرة.....
22.....	3- شركة خدمة الدين.....
22.....	4- شركات التصنيف الائتماني.....
22.....	5- شركات ترويج وتغطية الاكتتاب.....
22.....	6- وكالات التنقيط.....
22.....	ثالثاً: خطوات عملية التوريق.....
23.....	المطلب الرابع: مقومات نجاح عملية التوريق.....
24.....	المطلب الخامس: مزايا ومخاطر عملية التوريق.....
24.....	أولاً: مزايا عملية التوريق.....
24.....	1- بالنسبة للمؤسسات المالية والمستثمرين.....
25.....	2- بالنسبة للأسواق المالية.....
25.....	ثانياً: مخاطر عملية التوريق.....
27.....	خلاصة.....

الفصل الثاني: نظرة عن أسواق الأوراق المالية وأزماتها

29.....	تمهيد
30.....	المبحث الأول: سوق الأوراق المالية.....
30.....	المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية وخصائصها.....
30.....	أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية.....
30.....	ثانياً: خصائص سوق الأوراق المالية.....
31.....	المطلب الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية والأوراق المتداولة فيها.....
31.....	أولاً: أقسام سوق الأوراق المالية.....
31.....	1- أسواق أولية.....
31.....	2- أسواق ثانوية.....
32.....	ثانياً: أنواع الأوراق المتداولة.....
33.....	1- السندات bonds.....
33.....	2- الأسهم stocks.....
35.....	3- المشتقات والأوراق المهجنة securities driven.....
38.....	المطلب الثالث: أهمية وكفاءة أسواق الأوراق المالية.....
38.....	أولاً: أهمية أسواق الأوراق المالية.....
39.....	ثانياً: كفاءة سوق الأوراق المالية.....
39.....	1- مفهوم السوق المالي الكفاء.....
40.....	2- شروط تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية.....
40.....	3- المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية.....
41.....	المطلب الرابع: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية.....
42.....	أولاً: الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية.....
42.....	ثانياً: الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية.....
43.....	1- شرط الذرية.....
43.....	2- شرط السيولة.....

44.....	3- شرط الشفافية.....
45.....	المبحث الثاني: الأزمات المالية.....
45.....	المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية و خصائصها.....
45.....	أولاً: مفهوم الأزمة المالية.....
46.....	ثانياً: خصائص الأزمة المالية.....
47.....	المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية وأسبابها.....
47.....	أولاً: أنواع الأزمات المالية.....
47.....	1- الأزمات المصرفية.....
47.....	2- أزمات العملة وأسعار الصرف.....
48.....	3- أزمات الأسواق المالية.....
48.....	ثانياً: أسباب الأزمات المالية.....
49.....	ثالثاً: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية.....
52.....	المطلب الثالث: عرض بعض الأزمات.....
52.....	أولاً: أزمة الكساد الكبير 1929 - 1933.....
52.....	ثانياً: أزمة أكتوبر 1987.....
53.....	ثالثاً: أزمة اليابان 1993.....
53.....	رابعاً: أزمة المكسيك 1994.....
54.....	خامساً: أزمة جنوب شرق آسيا 1997.....
54.....	سادساً: أزمة فقاعات شركات الإنترنت وتكنولوجيا المعلوماتية عام 2000.....
55.....	سابعاً: أزمة الأرجنتين 2001.....
55.....	المطلب الرابع: الأزمة المالية العالمية 2008.....
55.....	أولاً: جذور ومظاهر الأزمة.....
57.....	ثانياً: أسباب أزمة 2008.....
57.....	1- الأسباب المباشرة.....
58.....	2- الأسباب غير المباشرة.....

60.....	ثالثا: آثار أزمة 2008.....
61.....	رابعا: التدابير المتخذة لمواجهة أزمة 2008.....
63.....	خلاصة.....

الفصل الثالث: علاقة صناديق التحوط وآلية التوريق بالأزمة المالية العالمية 2008 في سوق

الولايات المتحدة الأمريكية

65.....	تمهيد.....
66.....	المبحث الأول: بورصة نيويورك.....
66.....	المطلب الأول: نشأة بورصة نيويورك.....
68.....	المطلب الثاني: تنظيم بورصة نيويورك وآليات التداول.....
68.....	أولا: تنظيم بورصة نيويورك.....
68.....	1- أعضاء بورصة نيويورك.....
69.....	2- عضوية بورصة NYSE وشروط إدراج الشركات فيها.....
70.....	ثانيا: آلية التداول في سوق نيويورك.....
71.....	المطلب الثالث: مؤشرات بورصة نيويورك.....
71.....	أولا: مؤشر داو جونز Dow Jones.....
72.....	ثانيا: مؤشر ستاندر أند بور 500.....
73.....	ثالثا: مؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم.....
73.....	رابعا: مؤشر فالويلين 1400 Value Line.....
74.....	المطلب الرابع: التلاعبات في بورصة نيويورك وانتقال الأزمة إلى العالم.....
74.....	أولا: التلاعبات في بورصة نيويورك.....
74.....	1- التلاعب في ضمانات قروض التوريق.....
75.....	2- التلاعب في عقود المشتقات.....
75.....	3- التلاعب للتهرب من الرقابة.....
75.....	ثانيا: انتقال الأزمة المالية من بورصة نيويورك إلى العالم.....

المبحث الثاني: علاقة صناديق التحوط وآلية التوريق بالأزمة المالية العالمية 2008.....	80
المطلب الأول: علاقة صناديق التحوط بالأزمة المالية العالمية 2008.....	80
المطلب الثاني: علاقة آلية التوريق بالأزمة المالية العالمية 2008.....	82
أولاً: دور آلية التوريق في الأزمة المالية العالمية 2008.....	82
ثانياً: المنتجات المالية المرتبطة بقروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.....	84
1- الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري (MBS).....	84
2- الأوراق المالية المضمونة بأصول (ABS).....	85
3- السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة (CMO).....	86
4- التزام الدين المضمون (CDO).....	86
5- أوراق مبادلة مخاطر الائتمان (CDS).....	89
المطلب الثالث: أداء بورصة نيويورك.....	90
أولاً: مؤشر داو جونز.....	90
ثانياً: مؤشر ستاندر أند بور 500.....	92
المطلب الرابع: أداء بورصة نيويورك وعلاقته بصناديق التحوط وآلية التوريق.....	93
أولاً: أداء بورصة نيويورك وعلاقته بصناديق التحوط.....	93
1- تطور إجمالي أصول صناديق التحوط.....	93
2- تحليل أداء مؤشر بورصة نيويورك وعلاقته بصناديق التحوط.....	94
ثانياً: أداء بورصة نيويورك وعلاقته بآلية التوريق.....	96
1- تطور إجمالي الأصول المورقة.....	96
2- تحليل أداء مؤشر بورصة نيويورك وعلاقته بآلية التوريق.....	97
خلاصة.....	99
الخاتمة العامة.....	100
قائمة المراجع.....	103

قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
34	الفرق بين الأسهم و السندات	1
51	المؤشرات الاقتصادية الدالة على وقوع الأزمات المالية	2
80	المتعاملين بالتزامات الدين المضمونة (CDO)	3
87	إصدارات (CDO) في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2003 - 2006	4
88	تطور النسبة المئوية السنوية لقروض (Subprime) المورقة خلال الفترة 2001 - 2006	5
90	توزيع مشتقات القروض لسنة 2003	6
91	تطور مؤشر داوجونز خلال الفترة 2000 - 2015	7
92	تطور مؤشر ستاندر أند بور 500 خلال الفترة 2000 - 2015	8
93	تطور إجمالي أصول صناديق التحوط في العالم خلال الفترة 2000 - 2015	9
95	تطور قيمة مؤشر داو جونز وإجمالي صناديق التحوط في العالم خلال الفترة 2000 - 2015	10
96	تطور إجمالي الأصول المورقة في الوم أ خلال الفترة 2001 - 2015	11
98	تطور قيمة مؤشر داو جونز وإجمالي الأصول المورقة في الوم أ خلال الفترة 2001 - 2015	12

قائمة الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
72	بطاقة فنية لمؤشر داو جونز	1
73	بطاقة فنية لمؤشر ستاندر أند بور	2
83	المهرم المقلوب	3
84	سوق (MBS) في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1999-2007	4
85	سوق (ABS) في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1999 - 2007	5
86	سوق الأوراق المالية حسب المصدرين في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1996-2007	6
89	نسبة قروض (Subprimes) من إجمالي القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2001-2006	7
91	تطور مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة 2000 - 2015	8
93	تطور مؤشر مؤشر ستاندر أند بور 500 خلال الفترة 2000 - 2015	9
94	تطور إجمالي أصول صناديق التحوط في العالم خلال الفترة 2000 - 2015	10
96	أداء مؤشر بورصة نيويورك وعلاقته بصناديق التحوط	11
97	تطور حجم الأصول المورقة في الو م أ خلال الفترة 2000 - 2015	12
98	أداء مؤشر بورصة نيويورك وعلاقته بألية التوريق	13

قائمة الملاحق:

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
112	رأس المال المستثمر من خلال إستراتيجية صناديق التحوط	1
112	عدد صناديق التحوط "المطروحة في السوق/ التي تمت تصفيتها" خلال الفترة 1996- 2013	2
113	أثر أزمة (Subprime) على البورصات العالمية.	3
113	التطور السنوي لمؤشر ستاندر أند بور 500 خلال الفترة 1986 – 2015	4
114	تطور إجمالي أصول صناديق التحوط في العالم خلال الفترة 1997 – 2015	5
114	تطور إجمالي الأصول المورقة في الو م أ خلال الفترة 2001 – 2015	6

قائمة المختصرات:

LTCM: Long Term Capital Management.	إدارة رأس المال طويل الأجل
ABCP: Asset-Backed Commercial Paper	الأوراق التجارية المضمونة بأصول
ABS: Asset-Backed Securities	الأوراق المالية المضمونة بالأصول
SPV: Special Purpose Vehicule.	شركة ذات غرض خاص
MBS: Mortgage Backed Securities	أوراق مالية مضمونة بالرهن العقاري
NYSE: New York Stok Exchange	بورصة نيويورك
AMEX: American Stok Exchange	البورصة الأمريكية
AIG: American International Group	أمريكان إنترناشيونال غروب
CDS: Crédit Défaul Swaps.	أوراق مبادلة مخاطر الائتمان
CDO: Collateralized Debt Obligation.	التزامات الدين المضمونة
HFR: Hedge Fund Research.	مؤسسة بحوث صناديق التحوط
RMBS: Residencial Mortgage Backed Securities.	الأوراق المالية المضمونة برهن عقار سكني
CMO: Collateralized Mortgage Obligation.	السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة

المقدمة العامة

المقدمة العامة:

شهدت الأسواق المالية والصناعة المصرفية جملة من التطورات السريعة والتغيرات المتلاحقة خلال الربع الأخير من القرن الماضي، وذلك ضمن أيديولوجية التحرير المالي التي انتهجتها الدول المتقدمة من بداية السبعينات ثم اتبعتها الدول النامية، حيث أن هذه التطورات أدت إلى توسع حجم النشاط في الأسواق المالية وتنوع وتعدد المنتجات المالية المتداولة فيها، بالإضافة إلى تعاضد المخاطر نتيجة للتحرر المالي الذي أصبحت تتمتع به المؤسسات المالية بشكل خاص والنظام المالي بشكل عام، فظهرت الحاجة إلى ابتكار وسائل الحماية والتغطية ضد مختلف المخاطر، مما أدى إلى ظهور ما يعرف بالابتكارات المالية الناتجة عن الهندسة المالية، غير أن سرعة انتشار هذه الأدوات واستخدامها بهدف المضاربة في أسواق الأوراق المالية من طرف مختلف المتعاملين أدى إلى تزايد وتنوع المخاطر الناتجة عن التعامل بها، مما دفع بالبنوك والمؤسسات المالية الأخرى إلى استعمال آلية أخرى من آليات الهندسة المالية وهي التوريق، خاصة وأن هذه التقنية تحقق لها الكثير من المزايا.

وتعتبر آلية التوريق من أهم تقنيات الهندسة المالية التي تعمل على تحويل الاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل إلى قصيرة الأجل من خلال تجسيدها لتلك الاستثمارات في شكل سندات وبيعها في سوق الأوراق المالية، وبالتالي تحويلها إلى سيولة آنية، لذلك ارتبطت عملية التوريق بالقروض العقارية أساساً، وذلك نظراً لكون هذه القروض طويلة الأجل، وقد نشأت مؤسسات متخصصة لهذه التقنية في مختلف بلدان العالم، خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تعتبر المنشأ الأصلي لها.

يضاف إلى ذلك ظهور مؤسسات جديدة كصناديق التحوط باعتبارها أحد سبل الاستثمار الكبيرة وغير التقليدية، فهي في الدائرة العليا للنظام الرأسمالي وتجذب شخصيات طموحة وغير قادرة على القبول بالسلم التقليدي في إدارة المصارف وبيوت المال، فهذه الصناديق في الأساس تحاول استغلال الفرص الاستثمارية من خلال تبنيها مجموعة من الاستراتيجيات لجني أرباح هائلة من عناصر غير كفؤة في السوق، وذلك بالمراهنة على الفراغات والفضاءات الناجمة عن عدم كفاءة وفعالية أسواق الأسهم والعملات والسندات والسلع، وبما أن هذه الصناديق تعتمد على الرافعة المالية فإنها عالية المخاطر وأحياناً سريعة الحركة.

وبالرغم من المنافع العديدة والتسهيلات والمزايا المختلفة التي حملتها صناديق التحوط وآلية التوريق لجميع الأطراف المشاركة فيها، إلا أن الواقع أثبت غير ذلك، حيث أن تحليل الأزمة المالية العالمية لعام 2008 أكد أنهما تعتبران حجر الزاوية في نشوئها وضخامة الخسائر الناتجة عنهما.

حيث أن الاستخدام السيئ وغير المدروس لآلية التوريق، والدور السلبي الذي تلعبه صناديق التحوط أدى إلى حدوث مخاطر ضخمة، أي أنها أصبحت من أهم العوامل التي أدت إلى ظاهرة عدم استقرار الأسواق المالية المنظمة وغير المنظمة وتفشي الأزمات.

1- إشكالية البحث:

إن التحرير المالي المفرط وغياب القوانين الصارمة شجع المؤسسات المالية وخاصة البنوك على اتخاذ المضاربة في الأسواق المالية أسلوب عمل، ساعدها في ذلك الانتشار الكبير الذي عرفته الهندسة المالية من خلال التوريق، يضاف إلى ذلك ظهور مؤسسات جديدة كصناديق التحوط والتي تحمل في طياتها العديد من المساوئ التي قد تؤدي إلى انخيار الأنظمة المصرفية والمالية، وخير دليل على ذلك ما حصل في الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، مما يقودنا إلى التساؤل عن علاقة نشاط كل من صناديق التحوط وآلية التوريق بسوق الأوراق المالية.

على ضوء ما سبق، يمكن تقديم إشكالية البحث في التساؤل الرئيسي التالي:

ما علاقة صناديق التحوط والاستخدام الواسع لآلية التوريق بسوق الأوراق المالية؟

هذه الإشكالية تنفرع عنها مجموعة من التساؤلات الفرعية يمكن صياغتها على النحو التالي:

- ماذا يقصد بصناديق التحوط وما هي أهم الاستراتيجيات التي تعتمد عليها؟
- ماذا يقصد بآلية التوريق وما هي أهم أنواعه؟
- فيما يتمثل دور صناديق التحوط وتقنية التوريق في سوق الأوراق المالية؟
- هل صناديق التحوط وتقنية التوريق هي أدوات للتحوط، أم أنها فخ للوقوع في الأزمات؟

2- فرضيات البحث:

على ضوء ما تم طرحه من تساؤلات حول موضوع البحث وأملا في تحقيق الأهداف المرجوة، يمكن تحديد مجموعة من الفرضيات لاختبارها وهي على النحو التالي:

- صناديق التحوط تشكل تهديدا كبيرا على استقرار النظام المالي العالمي، وهذا راجع إلى تزايد أعدادها وحجم الأصول التي تديرها.
- يعمل التوريق على تنويع المخاطر، من خلال تحويل مخاطر الائتمان المتعددة لعدة أصول إلى خطر ائتماني واحد.
- تعمل صناديق التحوط وتقنية التوريق على تقليل المخاطر العامة في أسواق الأوراق المالية، حيث تعمل على تحسين كفاءتها وتزويدها بالسيولة.

- الهدف من ظهور صناديق التحوط وآلية التوريق هو خلق أدوات للتحوط.

3- مبررات اختيار الموضوع:

- كون الموضوع ضمن تخصص نقود ومؤسسات مالية.
- حداثة الموضوع وقلة الدراسات التي تتناول هذا البحث بصورة وافية.
- الرغبة الشخصية للطالبتين في التعرف على حيثيات وجوانب الموضوع.
- الأهمية البالغة التي يحظى بها الموضوع.
- إبراز دور صناديق التحوط وآلية التوريق في إحداث الأزمات.

4- أهمية البحث:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من التغيرات التي يشهدها الاقتصاد العالمي ومن الاهتمام المتزايد بتطوير الأدوات المالية، فبالنسبة للتوريق يعد أحدث ابتكار نوعي في الأدوات المالية منذ ثمانينات القرن العشرين، حيث ساهم في زيادة حجم التعاملات والأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية. أما صناديق التحوط فتعتبر أوعية استثمارية، لها دور كبير في تحقيق مكاسب للمستثمرين، من خلال تقديم مجموعة متنوعة من أدوات الاستثمار البديلة ذات الأداء الجيد نسبياً، والتي يمكنها أن تكمل الاستثمارات التقليدية التي تتم في الأسواق المالية وتساعد المستثمر على تنويع محفظته الاستثمارية.

5- أهداف البحث:

- الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية، مع تحديد موقع سوق الأوراق المالية ضمن خريطة السوق المالية.
- الكشف عن أهم أزمات أسواق الأوراق المالية العالمية.
- تبيان بؤار الأزمة المالية العالمية 2008، والتعرف على أسبابها وآثارها.
- إعطاء تصور لماهية صناديق التحوط وآلية التوريق.
- إظهار كيف يتسبب سوء استخدام هذه الأدوات في إحداث الأزمات.

6- منهج البحث:

لتحقيق هدف البحث تم انتهاج المنهج الوصفي لكونه ملائماً لعرض المفاهيم المرتبطة بصناديق التحوط، التوريق، سوق الأوراق المالية والأزمات، كما تم اعتماد المنهج التحليلي وذلك من أجل تجميع الحقائق والمعلومات المتعلقة ببورصة نيويورك، وعلاقة صناديق التحوط وآلية التوريق بالأزمة المالية العالمية 2008.

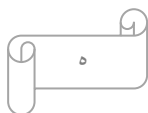
7- أقسام البحث:

لإنجاز هذا البحث قمنا بتقسيمه إلى ثلاثة فصول رئيسية، تسبقهم مقدمة عامة تتضمن الأبعاد الأساسية لموضوع البحث واشكاليته، وتعبهم خاتمة تتضمن النتائج النظرية والتطبيقية للبحث، وتمثل هذه الفصول فيما يلي:

الفصل الأول تحت عنوان التأسيس النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق، نتطرق من خلاله إلى المبحث الأول للتعرف على صناديق التحوط، أدواتها واستراتيجياتها، مزاياها ومخاطرها، بينما تناول المبحث الثاني مختلف الجوانب المتعلقة بآلية التوريق من مفهوم وأنواع، أهداف ودوافع، ركائز ومقومات نجاح عملية التوريق، بالإضافة إلى مزاياها ومخاطرها.

أما الفصل الثاني فهو بعنوان نظرة عن أسواق الأوراق المالية وأزماتها، حيث تضمن المبحث الأول تعريف سوق الأوراق المالية وخصائصها، أقسامها والأوراق المتداولة فيها، أهميتها وكفاءتها، في حين تضمن المبحث الثاني الإطار النظري للأزمات المالية.

أما فيما يتعلق بالفصل الثالث والذي يحمل عنوان علاقة صناديق التحوط وآلية التوريق بالأزمة المالية العالمية 2008 في سوق الولايات المتحدة الأمريكية، حيث نتطرق في المبحث الأول إلى تنظيم بورصة نيويورك، مؤشراتهما وانتقال الأزمة إلى العالم، أما المبحث الثاني تضمن دراسة علاقة كلا من صناديق التحوط وآلية التوريق بالأزمة المالية العالمية 2008.



الفصل الأول:

التأصيل النظري لصناديق

التحوط وآلية التوريث

تمهيد

تمثل صناديق التحوط إحدى فئات الاستثمار البديلة التي تسعى بصفة عامة لجني الأرباح من العناصر غير المتسمة بالكفاءة بالنسبة للسوق، حيث أنها غالباً ما تعمل على أساس عالمي ولا تقتصر على استثمارات الأسهم فحسب مما يضع نطاق عريض من الأسواق والسندات المالية تحت تصرفها، وثمة نطاق عريض من استراتيجيات صناديق التحوط المختلفة والتي تحمل كل منها سماتها المختلفة، وهناك سمة واحدة مشتركة بين جميع صناديق التحوط تقريباً ألا وهي فكرة "التحوط"، حيث يعني التحوط تقليل المخاطر عن طريق الاستثمار في بعض الأصول المحددة.

من جهة أخرى تعتبر تقنية التوريق إحدى النتائج الأساسية لمجموعة التطورات التي مست الأسواق المالية العالمية، والتي في مقدمتها التحرير المالي والتحول في نمط التمويل على المستوى الدولي من صيغة القرض البنكي إلى صيغة الأوراق المالية، إلى جانب تنامي ظاهرة الابتكار المالي بفعل الهندسة المالية، وإذا كانت المشتقات المالية تعتبر من أهم منتجات الهندسة المالية، فتقنية التوريق تعتبر من أهم تقنياتها، خاصة وأنها تلي عدة أغراض كالقدرة على تحمل المخاطر، زيادة القدرة التمويلية، زيادة السيولة والتقليل من الحاجة إلى الأموال الخاصة.

ومن خلال هذا الفصل سنحاول التعرف على كل من صناديق التحوط وآلية التوريق حيث سنتطرق في المبحث الأول إلى نشأة، تعريف، خصائص صناديق التحوط، والأدوات والاستراتيجيات الاستثمارية لها، إضافة إلى المزايا والمخاطر التي تتعرض لها، أما المبحث الثاني سنتناول فيه نشأة، تعريف وأنواع التوريق، أهدافه ودوافعه، ركائز ومقومات نجاحه، إضافة لمزاياها ومخاطرها.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

المبحث الأول: ماهية صناديق التحوط

إن طبيعة الاقتصاد الرأسمالي تتميز بالسعي لجني الأرباح الهائلة والسريعة من خلال المجازفة وليس على أساس الإنتاج الحقيقي، حيث أن السيولة النقدية الهائلة والمكسب السريع قادا لانتشار ظاهرة صناديق التحوط في أنحاء العالم، حتى باتت توصف بأنها مالكة الكون، إذ تسيطر على ثلث مداورات الأسهم، وبجوزتها أصول بقيمة 2 تريليون دولار.

المطلب الأول: نشأة، تعريف وخصائص صناديق التحوط

أولاً: نشأة صناديق التحوط

مرت صناديق التحوط بالعديد من التطورات، حيث أنه في 17 ديسمبر 1930 أطلق المختبر الإحصائي كارل كارستن صندوق يعمل على أساس توقعاته الإحصائية، عن طريق شراء وبيع الأسهم على المكشوف، وبعد ستة أشهر كان أداء الصندوق قد حقق 78% أي ما يعادل 250% سنوياً، وفي سنة 1931 قام كارستن بنشر التنبؤات التي أسست لعمل صناديق التحوط.¹

حيث تأسس أول صندوق تحوط في منتصف القرن العشرين عام 1949، على يد الفرد ونيسلو جونز، عالم الاجتماع، عندما كان يبحث عن أهم الوسائل المستخدمة في تحليل أداء الأسواق المالية، والتنبؤ بتطوراتها، حيث توصل إلى آلية تمكنه من تحقيق عوائد أعلى مما يحققه المحترفون، وكانت إستراتيجية الصندوق تقوم على المتاجرة في الأسهم بناء على مركزين ماليين.²

كما أن صناديق التحوط عرفت انتعاش كبير في الفترة الممتدة ما بين 1975 و1997 من خلال العوائد المرتفعة المحققة من قبل الصناديق، كما أدت إلى نشوء نوع جديد من الصناديق يعتمد على عوامل الاقتصاد الكلي أطلق عليه اسم global macro، ولكن سرعان ما واجهت صناديق التحوط أزمة 1987، التي تكبدت على إثرها خسائر كبيرة ولكن هذا التدهور لم يستمر طويلاً لأن صناديق التحوط حققت أداء يقدر بـ 19.5%، وقد زاد عدد هذه الصناديق بعد ذلك زيادة كبيرة بحيث قدر عدد من تزيد أمواله على مليار دولار أمريكي بنحو 196 صندوق في عام 2005، وبمجموع أصول قدره 743 مليار دولار أمريكي، وزاد هذا المجموع إلى 1442 مليار

¹ ليلي زياية، عينة ماضي، صناديق التحوط بين تسيير المخاطر وآلية لافتعال الأزمات، مذكرة ماستر، تخصص علوم مالية، قسم العلوم المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، فالمة، 2012، ص 34.

² عبد الرحمن سلوم، إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط، على الموقع: www.tahasoft.com/books/120.docx، تاريخ الاطلاع:

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

دولار في عام 2006، أي بزيادة نسبتها نحو 94%، ويقدر مجموع أصول هذه الصناديق بنحو 2.68 تريليون دولار في الربع الثالث من سنة 2007.¹

ثانيا: تعريف صناديق التحوط

يمكن القول بأنه ليس هناك تعريف محدد لصناديق التحوط بسبب أنها محاطة بشيء من السرية، وأيضا كونها لا تخضع لنفس القوانين التي تخضع لها الصناديق العادية، فضلا عن الصفقات التي تدخلها بطرق استثمارية معينة، والتي تفرض عليها عدم الإفصاح عن كل شيء، وقد جاءت التعاريف على النحو التالي:

وعاء استثمار يضم عددا من المستثمرين من أصحاب رؤوس الأموال الضخمة، وتقوم فلسفته على ضمان تحقيق ربح للمستثمر فيه، بغض النظر عما يحدث في أسواق العالم من تقلبات، ويصل عدد المستثمرين في الصندوق الواحد إلى نحو خمسمائة مستثمر لا أكثر.²

كما عرفت أيضا على أنها: صناديق استثمارية خاصة، مفتوحة فقط لبعض المستثمرين وفقا لشروط، ويتقاضى مديرها عوضا ماليا عن الإدارة، فضلا عن العوض المالي بناء على الأداء المحقق.³

من كل ما سبق يتضح أن صناديق التحوط عبارة عن مؤسسات مالية نخبوية، وهي ليست مفتوحة لعامة الشعب بل للأثرياء فقط، تستثمر بالاعتماد على استراتيجيات متقدمة في المتاجرة، وتسعى إلى تحقيق أعلى عائد ممكن من الاستثمارات مقابل مستوى عال من المخاطر، كما تتقاضى عمولة على الأرباح. وعليه يمكن استخلاص النقاط التالية حول صناديق التحوط وهي:⁴

- وعاء استثماري خاص يضم عددا محددًا من المستثمرين لا يزيد عن 500 مستثمر.
- الأجر الذي يتقاضاه المدير عالي، يتراوح ما بين 1-2 من قيمة الأصول إضافة إلى 20 من الأرباح.
- قيمة الاشتراك في الصندوق مرتفعة جدا حيث تقدر بمليون دولار كحد أدنى.
- صناديق التحوط غير خاضعة للتسجيل تحت أنظمة الجهات الرقابية، المناط بها مراقبة الصناديق الاستثمارية.

¹ ليلي زياية، يمينة ماضي، مرجع سابق، ص 34.

² ميساء العلي، صناديق التحوط تستعيد عافيتها، جريدة الثورة، مؤسسة الوحدة للصحافة، الاثنين 25، 26 أبريل 2011، على الموقع: <http://thawra.sy/-print-veiw.asp?file>، تاريخ الاطلاع: 2016/02/07.

³ حسين نور الدين، صناديق التحوط هل يدل اسمها عليها، جريدة القبس، الكويت، العدد 15311، 23 أبريل 2008، على الموقع: <http://www.alqabas-kw.com/qabas->، تاريخ الاطلاع: 2016/02/07.

⁴ ليلي زياية، يمينة ماضي، مرجع سابق، ص 35.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

- ليس هناك أي قيود على مدير الصندوق من الجهات المنظمة في آليات الاستثمار، ومن حيث استخدام الرفع المالي، أدوات المشتقات، والبيع على المكشوف.

ثالثا: خصائص صناديق التحوط

تتسم صناديق التحوط بمجموعة من الخصائص نذكر منها ما يلي:¹

- الاختيار الحر لرؤوس الأموال: صناديق التحوط ليس لديها مستوى محدد لرأس المال.
- الاختيار الحر للأسواق: الكثير من صناديق التحوط لا تركز على سوق معين، لكن تستثمر على أساس الفرص وفي مناطق مختلفة مثل: أوروبا، الولايات المتحدة الأمريكية.
- الاختيار الحر لنوع التجارة: غير أن بعض صناديق التحوط تعتمد على نوع من الاستراتيجيات المستعملة عامة، وتحتوي على الحذر والسرية في إتباع تقلبات نظامية مرتفعة أو منخفضة، وبعض هذه الاستراتيجيات تركز على البحوث الاقتصادية الجزئية والكلية، والبعض الآخر موجه تقنيا أو إحصائيا.
- الاختيار الحر للآليات: معظم صناديق التحوط تستثمر في منتجات بأموال حاضرة ومشتقة، هذه الآليات يمكن أن تكون في بورصات آمنة أو غير مسجلة.
- نقص الشفافية: بما أن صناديق التحوط تباع لفئة خاصة جدا وتتواجد في مناطق حرة، فان شفافتها محدودة للغاية.
- ارتفاع الحد الأدنى للاستثمار: لأسباب إدارية وعادية.
- فرص الاكتتاب والاسترداد: وهي غير مألوفة، مع الإشعار الدوري الطويل من المعايير المعمول بها في صناديق التحوط.

المطلب الثاني: الأدوات والاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق التحوط

أولا: أدوات وتقنيات صناديق التحوط

تتمثل أهم الأدوات والتقنيات المعتمدة من طرف مسيري صناديق التحوط في:

¹ العديد من المراجع أهمها:

*Michel prada, **le monde des hedgefunds**: préjugés réalité, la contribution de l'AMF débat sur les stratégies de gestion alternative, banque de France, avril 2007, le site : <http://www.banque de France. Archipel/ publications/ bdfersF/ etudesbdfersF/bdfersF 10etu10 pdf> . date de consultation :08/02/2016.

*alexandremontgeron et autre, **leshedgefunds arme de guerre économique** ? infolabo , le site: <http://www.infoguerre.fr/Fichiers/infolabo-hedge-Funds.pdf>, date de consultation: 08/02/2016.

1- البيع على المكشوف:

بيع الأوراق المالية المقترضة (المملوكة للغير) هو أحد الآليات التي يلجأ إليها المستثمرون في أسواق الأوراق المالية لتحقيق الأرباح في حالة اتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الانخفاض، حيث يعتقد معظم المتعاملين قليلي الخبرة في أسواق الأوراق المالية أن الطريق الوحيد لتحقيق الربح هو شراء الأسهم التي يتوقع ارتفاع أسعارها في المستقبل، فإذا كان من المتوقع انخفاض أسعار الأسهم بصفة عامة في المستقبل كان من المعتقد أن أفضل الطرق التي يلجأ إليها المستثمرون هو البقاء خارج السوق لتجنب تحقيق الخسائر، حيث يقوم هؤلاء المضاربين ببيع أوراق مالية لا يمتلكونها أساساً بسعرها السوقي وذلك بعد القيام باقتراضها من مستثمرين آخرين (مقابل عمولة وأتعاب)، ثم القيام بشرائها من السوق بعد أن ينخفض سعرها ويكون الفارق ما بين صافي قيمة بيع تلك الأوراق المالية المقترضة وتكلفة إعادة شرائها بغرض سداد هذا القرض بمثابة الأرباح الرأسمالية التي تتحقق للمضاربين باستخدام تلك الأداة.¹

2- الرفع المالي:

تعمل صناديق التحوط على أساس الاقتراض من مؤسسات مالية كالبنوك بأسعار فائدة منخفضة، ثم تستثمر هذه الأموال مقابل فوائد مرتفعة وتربح من الفرق بين القيمتين.²

3- المشتقات المالية:

هي عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع... الخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية.³

صناديق التحوط تمتاز باستخدامها الواسع للمشتقات وأهمها: الخيارات، العقود الآجلة، العقود المستقبلية وعقود المعاملات خارج البورصة، فهي تستخدمها سواء للمضاربة أو لتغطية محفظتها.

4- المراجعة:

هي عملية تنطوي على استغلال حالة عدم التوازن في السوق وتحقيق الربح من وراء ذلك، وعادة ما تنتهي بإعادة التوازن واختفاء فرص تحقيق الأرباح، وطبقاً لنظرية تسعير المراجعة، فإن الأوراق المالية التي تتعرض

¹ عبد الكريم أحمد قندور، المشتقات المالية، مؤسسة الوراق، عمان، 2013، ص 68.

² عبد الرحمن سلوم، إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط، على الموقع: مرجع سابق.

³ عبد الحميد محمد البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العلمية وفي الرؤية الشرعية، الكويت، 1999، ص 7.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

لها بالتساوي لذات المخاطر تحقق نفس العائد، وهو ما يطلق عليه بقانون السعر الواحد، وإذا لم يحدث هذا تبدأ عملية المراجعة، حيث يتوقع أن يقوم المراجحو بالاندفاع لشراء الورقة ذات العائد المتوقع أن يرتفع وبيع الورقة ذات العائد المتوقع أن ينخفض، ونتيجة لذلك يرتفع سعر الورقة الأولى وينخفض بالتالي العائد المتوقع أن يتولد عنها، ويستمر نشاط المراجحو على هذا النحو إلى أن يتساوى العائد المتوقع من الورقتين، أي إلى أن تختفي أرباح المراجعة، ويتحقق التوازن في أسعار الأوراق المالية تبعا للعوائد المتوقع أن تتولد عنه.¹

5- العدالة الدولية:

تقوم الصناديق بشراء ديون دول العالم الثالث بأسعار منخفضة، بعد ذلك تقوم باتخاذ إجراءات قانونية تسمح بدخول المواد الخام، أو القيم الأخرى من أجل الانتماء إلى هذه الدول.²

6- التسيير البديل:

يستند على البحث والتحليل الجزئي أو الاقتصاد الكلي، الذي يساعد على إيجاد الفرص سواء في الاتجاهات الكامنة في الاقتصاد أو الأسواق المالية، أو من خلال اكتشاف مؤسسات ذات خبرة عالية أو أوضاع متعثرة.³

ثانيا: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق التحوط

تختلف صناديق التحوط باختلاف مقاربتها وطرق استكشافها للأسواق وأخذها بالفرص واعتماد التقنيات المتعددة أو الاستراتيجيات الاستثمارية، حيث تقسم إلى:

1- إستراتيجية الأسهم المحايدة للسوق: equity market neutral

تستخدم محفظة الأسهم المحايدة للسوق أساليب كمية معقدة لتحليل بيانات الأسعار، للتحقق من معلومات حركة الأسعار والعلاقات بين الأوراق المالية المختارة لعملية البيع والشراء مستقبلا، تشمل هذه الإستراتيجية على استراتيجيات المراجعة، التداول.⁴

¹ ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية منذ 2008، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون سنة، ص ص 28، 29.

² زياية ليلي، ماضي يمينة، مرجع سابق، ص 43 .

³ مرجع نفسه، ص 44.

⁴ Guillaume ravix, typologie des hedgescfunds, mémoire de recherché de fin d'étude, HEC paris, avril 2007, p40, le site: www.vernimmen-net/ftp/mémoire-typologie-hedge-funds.pdf, date de consultation : 13/02/2016.

2- الإستراتيجية المدفوعة بالأحداث: even driven

تداول الأوراق المالية لشركات مقبلة على عمليات اندماج أو إعادة هيكلة أو إعادة رسملة أو إعادة شراء الأسهم أو ما شابه من فرص.¹

ويمكن أن نميز في هذه الإستراتيجية ثلاث حالات:²

أ- مراجعة الدمج: وتتضمن بشكل أساسي صفقات معلن عنها مسبقا، مع عدم التعرض أو التعرض بنسبة محدودة لتواريخ سابقة ولاحقة أو مواقف لا يتوقع فيها أي إعلان رسمي.

ب- المواقف الخاصة: تركز على فرص الحصول على حقوق الملكية أو الوثائق المتعلقة بملكية شركات أخرى في الشركات المشتركة في صفقات طرح الأوراق المالية، أو إعادة شرائها أو بيع الأصول أو توزيع الحصص أو أي موقف ينشئ عن محفز ما، كما تشمل كل الصفقات المعلنة والمواقف اللاحقة أو القادمة أو المواقف التي لا يتوقع فيها أي إعلان رسمي عن الصفقات.

ج- الشركات المتعثرة: تركز على وثائق الدخل الثابت للشركات، أي وثائق اعتماد الشركات التي تتداول بقيمة أقل من القيمة الحقيقية عند الطرح، أو الملزمة بسعر التعادل عند الاستحقاق نتيجة لإجراءات الإفلاس الرسمي أو دراية سوق المال لوقوع هذه الإجراءات على المدى القريب.

3- استراتيجيات تأمين المحافظ:

هناك إستراتيجيتان تتعلقان بتأمين المحافظ:³

أ- إستراتيجية التحوط الساكن: تدور هذه الإستراتيجية حول التقييد بتغطية المخاطر ساعة اتخاذ القرار، أي أن الهدف من التحوط هنا هو تثبيت السعر حتى تاريخ الاستحقاق، وتنطوي هذه الإستراتيجية على بيع محفظة الأسهم وشراء العدد المناسب من الشهادات التي تصدرها الشركات وتعطي لحاملها الحق في شراء الأسهم أو السندات في تاريخ مستقبلي بسعر محدد مستقبلا.

ب- إستراتيجية التحوط المتحرك: تدور هذه الإستراتيجية حول تحقيق عوائد إضافية بعد القيام بعملية التحوط، أي أنها تلجأ إلى تعديل مراكزها المتحوط ضدها نتيجة توقعاتها لاتجاهات أسعار الصرف أو سعر الفائدة أو قيمة

¹ Hedge fund investment strategies, p24. le site: <http://www.cba.uri.edu/14-othor-hedgefundstrategies.pdf>. date de consultation: 13/02/2016.

² HFR STRATEGY REGIONAL CLASSIFICATIONS, last updated: Februry 17, 2009, p6. Le site: <http://www.hedgefunds.com/pdf/new-strategy-clasifications-AR.pdf>. date de consultation: 13/02/2016.

³ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها أحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، القاهرة، ط2005، ص 326-328.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

الأصول، بمعنى أن يكون نوعاً من المضاربة على المراكز المغطاة، ويتعين على الجهة التي تتعامل بهذه الإستراتيجية الدراية الكافية بالتعامل في هذه الأسواق.

4- إستراتيجية أسهم التحوط: long/short equity ou equity hedge

وهي الإستراتيجية التي تستخدم تقنيات وأساليب تحليل يتم من خلالها توقع فرضية الاستثمار على أساس تقرير خصائص القيمة للشركات الأساسية بهدف تحديد الشركات المقيمة بأعلى من قيمتها، وقد تعمل هذه الإستراتيجية على تنويع مستوى الاستثمار أو مخاطر البيع على المكشوف على مدار دورات السوق، ولكن الخاصية المميزة الأساسية التي تميز هذه الإستراتيجية أن مدير الاستثمار يحتفظ بوضع معرض للخطر لأجل قصير، ويتوقع منه أن يحقق نجاحاً في خفض أسواق الأسهم أكبر من النجاح الذي يحققه مدير الاستثمار الذي يعمل في الأسهم التقليدية.¹

5- إستراتيجية المراجعة القابلة للتحويل: convertible arbitrage

استراتيجيات تعتمد فرضية الاستثمار فيها على تحقيق التوزيع بين السندات المتعلقة ببعضها، حيث يكون أحد مكونات التوزيع أو العديد منها قابلاً للتحويل إلى سندات، وهي إستراتيجية توظف عملية استثمار مصممة لتحديد الفرص الجذابة بين سعر *سند قابل للتحويل وآخر* غير قابل للتحويل أصدرهما نفس المصدر، فالهدف من هذه الإستراتيجية هو معرفة العلاقة التي تربط السند القابل للتحويل والسهم محل التعاقد، وكقاعدة عامة، فإن الأصل القابل للتحويل ينزل أقل من السهم في السوق الهبوطي، بينما يتبع اتجاه السهم في فترة السوق الصعودي.²

¹ Hedge fund strategies , **hedge funds fundamentals**, p 8, le site: www.hedgefundfundamentals.com/wp-content/uploads/2012/12/hff_hedgefund_strategies_11-2012.pdf, date de consultation: 13/02/2016.

*سند قابل للتحويل: هو سند قابل للتحويل إلى أسهم عادية وهذا لفترة زمنية محددة، حيث تستطيع المؤسسة أن تصدر سندا بقيمة اسمية، وتحوّل حامله الحق بتحويله إلى عدد معين من الأسهم العادية خلال فترات زمنية محددة.

*سند غير قابل للتحويل: هذا السند لا يمكن تحويله بأي حال من الأحوال، فيعتبر سند عادي مصادق عليه في عقد الإصدار.

² Vigdis Boasson, Emil Boasson, **Risk and returns of hedge funds investment strategies**, Investment Management and Financial Innovations, publishing company "Business Perspectives", volume 8, Issue 2, le site : businessperspectives.org/journals_free/imfi_en_2011_02_Boasson.pdf, date de consultation: 13/02/2013.

6- إستراتيجية مراجعة الدمج بين الشركات: merger arbitrage

تقضي هذه الإستراتيجية عموماً بشراء أسهم الشركة المستهدفة بعد الإعلان عن الدمج وبيع كمية مناسبة من أسهم شركة الحيازة على المكشوف، وبسبب التخبط الذي يلف إنجاز عملية الدمج المعلن عنها، أو إمكانية قيام العروض فيما تعبر شركات أخرى عن نيتها في الحيازة، تتفاوت الأسعار وتحاول صناديق التحوط الاستفادة من أي اختلال في الأسعار.¹

7- إستراتيجية العائد الثابت: fixed income arbitrage

عرفت هذه الإستراتيجية تطوراً كبيراً في سنوات 1990 خاصة بعد أزمة (LTCM)، بالرغم من المخاطر العالية التي تواجهها والتي تتمثل في: خطر الصرف، القرض، السيولة، التوقيت، كما أن مسير هذه الإستراتيجية يعتمدون على كفاءة أسواق المعدلات Taux، ويستخدمون الرفع المالي من أجل تحقيق أرباح غير اعتيادية، وتعتمد هذه الإستراتيجية أيضاً على المقارنة بمنحنيات العائد، وذلك عبر شراء سندات خزينة بدلاً من سندات الشركات.²

8- الإستراتيجية الانتهازية: distressed

تقوم على شراء وبيع الملكيات الخاصة أو السندات أو الديون، وذلك في حالات الإفلاس والمشاكل المالية أو إعادة الهيكلة المالية، يسعى المديرون هنا لتحقيق عوائد أعلى من أرخص أسعار ما يشترطه بفعل حاجة الغير إلى الأموال، أو عبر الدخول لتطوير بعض الشركات وتدفعاتها المالية.³

9- الإستراتيجية الكلية: global macro

تهدف هذه الصناديق إلى الاستفادة من التغيرات الحاصلة في الاقتصاديات العالمية الناتجة من التغيرات في السياسات الاقتصادية للحكومات والبنوك المركزية التي تؤثر على أسعار الفائدة والعملات والأسهم وأسواق السندات، وتقوم هذه الصناديق بالاستثمار في الأسهم والسندات والعملات والسلع، وتلجأ إلى التمويل بالاستدانة والمشتقات المالية، وتختلف عن إستراتيجيات صناديق التحوط التقليدية لجهة تركيزها على الاتجاهات الرئيسية السائدة في الأسواق بدلاً من التركيز على أوراق مالية معينة.⁴

¹ على الموقع: <http://mostasmer.com/%D8%B5%D9%86%D8%AF%D9%88%D9%82>، تاريخ الاطلاع: 2016/02/13.

² Vigdis Boasson, Emil Boasson, op.cit, p 112.

³ Guillame Ravix, op.cit, p 35.

⁴ Hedge Fund Strategies, op.cit, p 4.

10- الإستراتيجية المتعددة: multi stratégie

وتقوم على انتهاز الفرص باعتماد العديد من الإستراتيجيات الأخرى وتعدد الأصول بما فيها السلع الغذائية والعملات، أي بشراء الأدوات المالية وغير المالية، ويتوزع مديرو مثل هذه الصناديق على العالم ولديهم باعة في اصطيد الفرص ومتابعتها.¹

11- إستراتيجية إدارة المستقبلات: managed futures

تقتصر هذه الصناديق على الاستثمار في أسواق العقود الآجلة التي تمتاز بالسيولة الكبيرة والشفافية والنظامية وارتفاع استعمال الرفع المالي، تعامل العقود المستقبلية المدارة مع الاستثمارات غير المتعلقة بالأسهم، كما أنها عادة ما تخصص في العقود الآجلة والخيارات، وبالنسبة للصناديق التي تتبع هذه الإستراتيجية، فإنه يتم تنظيمها بدقة شديدة تعمل على توفير السيولة اليومية، كما تتميز بالشفافية العالية على خلاف إستراتيجيات صناديق التحوط الأخرى.²

12- إستراتيجية الأسواق الناشئة: emerging markets

تقوم صناديق التحوط بالاستثمار في الأسواق الناشئة، التي يغلب عليها التضخم الشديد والتي تقدم للمستثمرين إمكانات نمو عالية وأفاق للتنوع مثيرة للاهتمام، كما أن عمليات البيع على المكشوف نادرة جدا في هذه الأسواق.³

13- إستراتيجية صندوق صناديق التحوط: fund of hedge funds

هو بمثابة صندوق يستثمر في صناديق تحوط أخرى، وبالتالي زيادة التنوع في الاستثمار والمخاطر والتخفيف من التقلبات، لكن يكمن العائق الأكبر في صندوق الصناديق في وجود شريحة أخرى من الرسوم الإضافية.⁴

المطلب الثالث: الفرق بين صناديق الاستثمار وصناديق التحوط

هناك عدة فروق بين صناديق التحوط وصناديق الاستثمار، تتمثل فيما يلي:⁵

- صندوق الاستثمار مؤسسة مالية عامة للجمهور، وصندوق التحوط وعاء خاص على شكل شراكة محدودة.

¹ Guillame ravix, op.cit, p 55.

² Hedge Fund Strategies,op.cit, p 11.

³ GuillameRavix, op.cit, p 50.

⁴ على الموقع: <http://mostasmer.com/%D8%B5%D9%86%D8%AF%D9%88%D9%82->، تاريخ الاطلاع: 2016/02/13.

⁵ ليلي زياية، يمينة ماضي، مرجع سابق، ص39.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

- يحدد الحد الأدنى للاستثمار في صناديق الاستثمار بالمدخرات الصغيرة، أما قيمة الاشتراك بالصندوق عالية حيث تقدر بمليون دولار.
- صناديق الاستثمار يكون عدد المستثمرين غير محدود، بحيث يستطيع المستثمر الواحد أن يشارك في العديد من الصناديق، أما عدد المستثمرين في صناديق التحوط محدود، بحيث لا يزيد في الغالب عن 500 مستثمر، ولا يستطيعون الاستثمار في أكثر من صندوق.
- صناديق الاستثمار يمكن للمستثمر أن يسترد أمواله في أي وقت يرغبه، أما صناديق التحوط يكون الاسترداد شهريا أو سنويا.
- صناديق الاستثمار يقدر الحد الأقصى ب 3% من الأرباح المحققة من المبيعات قصيرة الأجل، وبالنسبة لصناديق التحوط لا يتم تحديد نسبة الأرباح التي يحققها المسير من البيع على المكشوف.
- يتقاضى مدير صندوق الاستثمار عمولة أو أتعاب، يحددها عادة النظام الداخلي في صورة نسبة مئوية من صافي قيمة وحدة الصندوق، أما الأجرة التي يتقاضاها مدير صندوق التحوط عالية حيث تتراوح ما بين 1 و 2 من قيمة الأصول إضافة إلى 20% من الأرباح.

المطلب الرابع: مزايا ومخاطر الاستثمار في صناديق التحوط

- تقدم صناديق التحوط العديد من الفوائد والمزايا للقطاع المالي والاقتصادي، حيث تعمل على تحسين كفاءة الأسواق المالية وتزويد هذه الأخيرة بالسيولة اللازمة، لكن مثل جميع الاستثمارات هناك بعض المخاطر المرتبطة بهذا النوع من الاستثمار.

أولا: مزايا الاستثمار في صناديق التحوط

تتمثل أهم المزايا فيما يلي:¹

- العديد من إستراتيجيات صناديق التحوط لديها القدرة على توليد عوائد كبيرة في أي حال من ارتفاع أو هبوط أسواق الأسهم والسندات.
- إدخال صناديق التحوط في محفظة التوازن يقلل من المخاطر العامة للمحفظة والتقلب وزيادة العوائد.

¹علي حمودي، ما هي صناديق التحوط...؟، على الموقع: <http://www.marketstoday.net/analysis/Analysis-> تاريخ الاطلاع:

2016/02/15.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

- هناك مجموعة كبيرة من نماذج الاستثمار لصناديق التحوط، وكثير ما تكون غير مترابطة مع بعضها البعض، وتوفر للمستثمرين مجموعة واسعة من إستراتيجيات صناديق التحوط لتلبية أهدافهم الاستثمارية.
- أظهرت الأبحاث الأكاديمية أن صناديق التحوط تقدم أفضل العوائد، وتعمل على تقليل المخاطر أفضل من صناديق الاستثمار التقليدية.
- توفر صناديق التحوط حلا مثاليا للاستثمار على المدى الطويل.
- إضافة صناديق التحوط إلى المحافظ الاستثمارية، يمكن أن يقدم احتمال التنوع الذي لا يستطيع الاستثمار التقليدي تحمله.

ثانيا: مخاطر الاستثمار في صناديق التحوط

تعرض صناديق التحوط للعديد من المخاطر منها:¹

- **مخاطر الرافعة المالية:** أي المخاطر التي ترتبط بما تقتضيه هذه الصناديق من أموال، إلى جانب استثمارات أصحاب الصندوق، والتي قد تكون نسبة القروض إلى الأموال المستثمرة أكبر من 10/1 وقد تصل إلى أكثر من عشرين ضعفا، وفي هذه الحالات إذا تعرض الصندوق لخسارة فإنها تأكل الأموال التي استثمرها المستثمرون فيه.
- **مخاطر البيع على المكشوف:** ففي حالة ارتفاع أسعار الأدوات التي باعها على المكشوف إلى مستوى يفوق كثيرا سعر البيع السابق بما يحملها خسارة كبيرة.
- **الميل الشديد للمخاطر:** أن صناديق التحوط بطبيعتها الاقتصادية تستهدف التوجه نحو الاستثمارات ذات المخاطرة الأكبر، مثل السندات ذات العوائد المرتفعة، والأوراق المالية ذات الأسعار المنخفضة، والديون المرهونة والديون العقارية.
- **نقص الشفافية:** تعد صناديق التحوط منشآت اقتصادية ذات طبيعة سرية، لذا قد يكون من الصعوبة لبعض المستثمرين تقييم استراتيجيات الصندوق الاستثمارية، أو تنوع الاستثمارات أو تركيبة المحافظ.
- **نقص الرقابة:** لا تخضع أغلب صناديق التحوط للقوانين العادية من المنظمين، لذا فإنها قد تحمل بعض المخاطر في هيكلها التنظيمية.

¹ زياية ليلي، ماضي يمينة، مرجع سابق، ص 54.

المبحث الثاني: ماهية التوريق

يعتبر التوريق من أهم الإبداعات الجديدة في الهندسة المالية منذ العقد الأخير من القرن الماضي، حيث كانت تمثل هذه الأدوات المالية الجديدة أثراً مباشراً في أسلوب التمويل للأسواق المالية العالمية، إذ دفعت مخاطر الأنشطة الاستثمارية للمصارف الدولية إلى البحث عن مجالات أكثر أماناً والتي وجدت ضالتها في نشاط التوريق من خلال التوسع الكبير في هذا المجال.

المطلب الأول: نشأة، تعريف وأنواع التوريق

أولاً: نشأة و تطور التوريق

كان أول ظهور لتقنية التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1970، في إطار ما يعرف بالهندسة المالية و كان ذلك مع نمو سوق الرهن العقاري، إلا أنه تم التعامل بهذه التقنية قبل هذا التاريخ فقد تم إنشاء مؤسسة سميت بالبنك الفدرالي لتمويل السكن في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1930، وتعمل المؤسسة على نظام التسهيلات المالية الذي يقوم على أساس توفير الأموال اللازمة من أجل وضعها تحت تصرف السوق العقارية الابتدائية، وفي عام 1968 ظهرت كل من المؤسستين "جيني ماي" و "فاني ماي" حيث تعدان أول مؤسستين متخصصتين في مجال الرهن العقاري وإصدار الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية من الدرجة الأولى، وفي عام 1970 ظهرت مؤسسة رهونات القروض الداخلية الفدرالية وعرفت بمؤسسة "فريدي ماك"، و الهدف من إنشائها هو شراء القروض العقارية التي تصدرها مؤسسة الادخار في الولايات المتحدة الأمريكية. ومنذ ذلك الوقت عرفت تقنية التوريق تطوراً ملحوظاً، حيث أصبحت تشكل أحد أهم مكونات النظام المالي الأمريكي، في حين أنها استغرقت أكثر من 15 سنة، لتنتقل إلى الدول الأخرى بداية في بريطانيا ثم كندا لتليها أستراليا، وذلك بفضل علاقتهم مع الولايات المتحدة الأمريكية، ثم انتشرت في كل من فرنسا واليابان، إيطاليا، إسبانيا، ألمانيا، السويد، وبذلك فإن التوريق يأتي في الصف الأول من حيث التقنيات المالية رفيعة المستوى التي تؤدي إلى التقدم الدولي.¹

حيث أن التوريق في بدايته كان مرتبطاً ارتباطاً وثيقاً بالرهن العقاري، إلى درجة أنه كان يعرف بالتوريق العقاري، وكان الهدف منه هو حل أزمة الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال مساعدة البنوك والمؤسسات المالية على التخلص من قروض الإسكان غير السائلة للتمكن من منح تمويلات جديدة لغايات الإسكان، ومع بداية الثمانينات من القرن الماضي، ظهرت أزمة المديونية الخارجية العالمية في معظم الدول النامية،

¹ عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك و المؤسسات المالية، دار طيبة، الإسكندرية، بدون سنة، ص 124.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

حيث بدأ تعثر هذه الدول في دفع ديونها وفوائدها في مواعيد استحقاقها، وكحل لهذه المشكلة تم اقتراح تحويل الديون الخارجية إلى سندات موقرة، أي تم تحويل هذه الديون إلى أوراق مالية، وأول الدول التي قامت بتوريق ديونها هي المكسيك.¹

ومنذ منتصف الثمانينات لم يعد استعمال التوريق مرتبطا بالقروض المضمونة برهون عقارية والديون الخارجية، وإنما امتد ليشمل مجالات أخرى مثل: قروض السيارات، الديون المرتبطة ببطاقات الائتمان، تأجير المعدات الخ، وقد مكنت عملية التوريق من تحقيق الاندماج بين أسواق الائتمان وأسواق رأس المال، لأنها أزالَت الحدود بين القروض المصرفية والأوراق المالية.

ثانيا: تعريف التوريق

قبل التطرق لمفهوم التوريق تجدر التفرقة هنا بين التوريق والتورق، فيظهر من بيان مفهوم التوريق الفرق بينه وبين التورق، فهما وإن اتفقا في هدف توفير السيولة إلا أن التوريق يقوم البنك بمقتضاه بنقل ملكية الأصول أو بيع المديونيات لطرف آخر، بينما التورق يشتري بمقتضاه العميل سلعة أو يشتريها له البنك وكالة بالأجل ثم يقوم ببيعها بنفسه أو البنك وكالة لطرف ثالث بالنقد.²

ولقد اختلفت تعاريف التوريق باختلاف الرؤية التي تهم الكاتب، وسوف نعرض بعض هذه التعاريف كما يلي: التوريق أو التسديد هو: تحويل أصول مالية غير سائلة إلى أوراق مالية (أسهم أو سندات) قابلة للتداول في أسواق رأس المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين.³

كما يعرف على أنه: أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي يمكن عن طريقها المؤسسات المالية المصرفية أو غير المصرفية أن تقوم بتحويل الحقوق المالية (غير القابلة للتداول والمضمونة بأصول) إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص، بهدف إصدار أوراق مالية جديدة في مقابل هذه الحقوق المالية تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.⁴

¹ عمر طالب، عبد الحميد غوي، إعادة التمويل الرهني وأثره على المنظومة المالية والمصرفية، مجلة الأكاديمية العربية المفتوحة، العدد الثاني، الدنمارك، 2007 على الموقع: http://up.top4top.net/downloadf-top4top_9fc3408ea31-rar.html، تاريخ الاطلاع: 2016/02/10.

² عجيل جاسم النشمي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما، بحث مقدم إلى الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي، الشارقة، 2009، ص 4، 5، على الموقع: www.ahlalheeth.com/vb/attachment.php?attachmentid=67254&d، تاريخ الاطلاع: 2016/02/07.

³ مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب، القاهرة، 2001، ص 237.

⁴ محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 315.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

كما يعرف أيضا على أنه: عملية يتم بمقتضاها تجميع أنواع معينة من الأصول يمكن إعادة حزمها في شكل أوراق مالية تدر فوائد، ويتم تحويل الفوائد والمدفوعات المسددة عن الأصول إلى مشتري الأوراق المالية.¹ ويعرف كذلك على أنه: أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بجشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة بأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلا للمخاطر، وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك.²

ولضمان صحة عملية التوريق يجب تحقق الشروط التالية:³

- أن تكون محفظة الديون محل التوريق محفظة متجانسة مضمونة بالرهون العقارية أو غيرها.
 - أن تكون الأوراق المالية التي صدرت بها مضمونة بتلك الأصول المضمونة.
 - أن تكون هذه الديون ذات تدفقات نقدية مستمرة، أي تكون لها فوائد ذات عائد دوري ثابت.
 - أن تكون الأوراق المالية المصدرة على أساس هذه الديون ذات فوائد دورية ثابتة.
 - أن تتوافق تواريخ استحقاق الأوراق المالية وفوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها.
- وعليه فمن الضروري أن تكون الأوراق المالية متجانسة ومتوافقة مع الديون محل التوريق من حيث المقدار، الآجال، الفوائد والضمانات.

ثالثا: أنواع التوريق

تتعدد أنواع التوريق بتعدد معايير تصنيفاته، ويمكن توضيح أهم هذه التصنيفات فيما يلي:

1- التوريق بحسب نوع الأصول: وينقسم إلى:

أ- توريق الديون: وهذا النوع هو المقصود الأصلي من كلمة التوريق، والذي بمقتضاه تقوم المؤسسة المالية المتخصصة في التمويل، بتجميع ديونها المتشابهة أو المتجانسة في أغراضها وفي آجالها وضماناتها في محفظة مالية واحدة، ثم تتولى بنفسها أو عن طريق شركة التوريق إصدار سندات أو صكوك مالية وتطرحها على جمهور المستثمرين للاكتتاب فيها، وتقوم بذلك لغرض الحصول على السيولة المبكرة قبل حلول آجال ديونها على الغير،

¹ ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 11.

² سعيد عبد الخالق، توريق الحقوق المالية، دليل المحاسبين، على الموقع: <https://www.facebook.com/notes/sherif-ahmad> تاريخ الاطلاع: 2016/02/10.

³ علي محي الدين القرة داغي، دراسة حول الصكوك الإسلامية وتداولها، بحث مقدم إلى الدورة 19 لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة، 26 - 30 أبريل 2009، ص 6، على الموقع: <http://www.kantakji.com/Fiqh/Files/markets/> تاريخ الاطلاع: 2016/02/11.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

لتحول الحقوق الآجلة غير السائلة إلى أصول عاجلة سائلة، تمكنها من إعادة إقراضها للغير بفائدة، وهذا النوع هو المستخدم دوليا.¹

ب- توريق الأصول: غير الديون من الأصول المالية الأخرى المدرة للدخول، استحدثت المؤسسات المالية الإسلامية توريقها في صكوك ربوية، حيث تقوم المؤسسات مباشرة أو عن طريق وسيط (شركة التوريق) بطرح صكوك قابلة للتداول بقيمة أصولها المدرة للدخول، وتبيعها للجمهور للاكتتاب فيها، ثم تستأجرها منهم تأجيرا تمويليا، يحصل حملة الصكوك على أقساط الإجارة كعائد عن صكوكهم، مخصوما منهم عمولة متفق عليها تستحقها نظير إدارتها، ثم تقوم المؤسسة باستلام هذه الصكوك بشراء جزء من قيمتها بصفة دورية وتعود ملكيتها إليها مرة أخرى في نهاية المدة.²

ج- توريق الدخل: بمقتضى هذا النوع تقوم بعض المؤسسات بتوريق بعض دخولها التي ستحققها في المستقبل، بنفسها أو عن طريق شركة التوريق، وذلك بنفس طريقة توريق الديون، فمثلا تاجر مرتبط بعقود تصدير بمبالغ كبيرة وسوف يستمر بتنفيذ العقد عدة سنوات، ويستلم مستحقاته خلال تلك المدة، فيتفق مع شركة التوريق على بيع هذه المستحقات المتوقعة وإصدار أوراق مالية بها، وهذا النوع مطبق في الولايات المتحدة الأمريكية.³

2- التوريق بحسب المدة: ونميز:⁴

أ- التوريق قصير الأجل: وهو يمكن الشركات من الحصول على التمويل لفترات تقل عن سنة واحدة، وذلك من خلال بيع محفظة من الأصول إلى شركة التوريق، والتي تقوم بدورها بإصدار أوراق مالية قصيرة الأجل تمكنها من إعادة تمويل نفسها، ومن أهم هذه الأوراق: الأوراق التجارية المضمونة بأصول (ABCP).

¹ مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 - دراسة تحليلية - ، مذكرة الماجستير، تخصص مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص80، على الموقع:

<http://bu.umc.edu.dz/theses/economie/ASER3725.pdf>، تاريخ الاطلاع: 2016/02/10.

² صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية في ضوء الفكر الإسلامي، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول "الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية"، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، 1، 2، أبريل 2009، ص7، على الموقع:

https://alazmah.wordpress.com/... التوريق و-أثره في-وقوع-الأزمة-المالية، تاريخ الاطلاع: 2016/01/30.

³ مرجع نفسه، ص7.

⁴ Thierry granier&coryne jaffeux, la titrisation aspects juridiqueet financier, economica, paris, 2 edition, 2004, p47.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

ب- التوريق متوسط وطويل الأجل: وهو الذي يمكن الشركات من الحصول على التمويل لفترات تزيد عن سنة، وهو يتعلق أساسا بتوريق أصول مؤسسات الائتمان وشركات التأمين، ومن أشهر منتجاته الأوراق المالية المضمونة بالأصول (ABS).

3- التوريق بحسب الضمانات: وفيه:¹

أ- التوريق بضمان أصول ثابتة: مثل التمويل العقاري، الذي يكون فيه العقار مرهونا للمقرض، وينتقل قانونا بالتوريق عند إتباع طريقة حوالة الحق، أو اتفاقا في طريقة التجديد.

ب- التوريق بضمان متحصلات آجلة: وذلك في حالة الديون التي لا يقدم المدين فيها ضمانات عينية، مثل ديون بطاقات الائتمان والسلع الاستهلاكية.

ج- التوريق بضمان حكومي: وذلك في حالة كون المدين جهة حكومية، وتضمن الحكومة المركزية السداد من الموازنة العامة للدولة.

4- التوريق بحسب طبيعة التوريق: وينقسم إلى:²

أ- التوريق الكلاسيكي: ويعرف كذلك بالتوريق خارج الميزانية، وفيه تقوم المؤسسة البادئة بالتوريق بجمع القروض الراغبة في توريقها في محفظة مالية متجانسة، ثم تقوم ببيعها وتحويل جميع الحقوق والأخطار المرتبطة بها إلى شركة التوريق التي تقوم بتصنيفها في شكل شرائح، وذلك بحسب المخاطر المرتبطة بكل منها، ثم تقوم بإصدار أوراق مالية تطرحها على المستثمرين.

ب- التوريق الاصطناعي: ويعرف كذلك بالتوريق داخل الميزانية وفي هذا النوع من التوريق، لا يتم إخراج القروض وضماناتها من ميزانية المؤسسة البادئة بالتوريق، وإنما يتم تحويل المخاطر المرتبطة بها فقط إلى شركة التوريق، ولذلك فهو يعتبر تقنية لتسيير الميزانية، تسمح للمؤسسات التي ليست بحاجة إلى السيولة أن تتخلص من المخاطر المرتبطة بأصولها دون الحاجة إلى التنازل عنها كليا، ويتم ذلك من خلال قيام المؤسسة البادئة بالتوريق بشراء الحماية من شركة التوريق مقابل دفع رسم الحماية، وتقوم هذه الأخيرة بإصدار أوراق مالية بقيمة محفظة التغطية، وتمثل هذه الأوراق المالية في المشتقات الائتمانية، التي تعتبر وسائل للحماية ضد مختلف المخاطر المرتبطة بالمحفظة المالية، وخاصة خطر عدم الدفع وذلك من خلال إصدار مبادلات الائتمان المعيبة (CDS).

¹ محمد عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى الدورة 19 لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة، 26 - 30 أبريل 2009، ص 13، على الموقع: iefpedia.com/.../d8a7d984d8b5d983d988d983، تاريخ الاطلاع: 2016/02/10.

² Conseil déontologique des valeurs mobilières, la titrisation, janvier, 2011, p 6- 8.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

المطلب الثاني: أهداف ودوافع عملية التوريق

أولاً: أهداف عملية التوريق

يتلخص السبب الرئيسي للجوء المؤسسات إلى تبني تقنية التوريق في سماح هذه الأخيرة بتعظيم أهم الأهداف الإستراتيجية والمتمثلة في تدوير جزء من الأصول السائلة الناجمة عن توريق أصولها غير السائلة، إلا أن ذلك لا ينفى وجود مجموعة أساسية من الأهداف الاقتصادية وأخرى رقابية.

1- أهداف اقتصادية: وتتمثل فيما يلي:¹

- خفض مخاطر التمويل: ويتم ذلك عن طريق قيام التوريق بعزل هذه المخاطر من خلال قيام الممولون بشراء مجموعة من الديون في قطاع معين للبيع بالتجزئة.
- التوريق يوفر تمويل أقل تكلفة: وبالتالي عائد ومردود أعلى قياساً بطرق التمويل التقليدية.
- مقابلة حاجة المؤسسات المالية والشركات لتحسين ميزانياتها العمومية وربحياتها: ويتم ذلك من خلال عمليات بيع الديون والتوسع في العمليات خارج الميزانية، والتي لا تؤثر على بنود داخل الميزانية وتحقق ربحية أعلى من الأنشطة العادية، وكذلك لا تحتاج من الناحية العلمية إلى زيادة في مصادر التمويل.
- التوريق يتيح للبنوك والمؤسسات المالية المختلفة إمكانية منح القروض ثم تحريكها واستبعادها من ميزانياتها خلال فترة قصيرة: وبالتالي تخليصها من الحاجة إلى تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها.
- مقابلة توجه العديد من الدول إلى برامج خصخصة في كل القطاع العام: وذلك من أجل توفير مصادر جديدة لتمويل هذه المشروعات، فقد سمحت تلك الدول لمؤسساتها التي تعاني من عجز مالي مزمن بتحويل تلك القروض إلى دين في شكل سندات تطرح للتداول.
- تأمين استمرار حصول البنك على التدفقات النقدية المطلوبة وكذلك تأمين نسبة معينة من موجوداته على شكل ديون: وذلك يتم من خلال تسنيد الديون والذمم المدينة كأسلوب إستراتيجي، دون أن يستخدم البنك الأسلوب التقليدي في الوساطة المالية والقيام بدلا عنها بأعمال السمسرة والإسناد مباشرة إلى مجهزي الأموال ومقترضيها.

¹ محمد خميسي بن رجم، التوريق ووقعه على الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، مجلة سداسية، العدد الثامن، المركز الجامعي سوق أهراس، ديسمبر 2010، ص ص 61،60، على الموقع:

<http://dspace.univ-biskra.dz:8080/jspui/bitstream/123456789/1328/1/4.pdf>، تاريخ الاطلاع: 2016/02/10.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

2- أهداف رقابية: وتتمثل فيما يلي:¹

- تعزيز إمكانيات البنوك على الوفاء بمتطلبات معايير كفاية رأس المال وفقاً لاتفاقية بازل 1998 والمعدلة في مارس 2000، وذلك من خلال التخلص من الأصول غير السائلة وذات الأوزان العالية المخاطر واستبدالها بأصول أخرى سائلة وذات أوزان منخفضة المخاطر، بمعنى أن التوريق يساعد على إعادة هيكلة المحافظ الاستثمارية للبنوك.
- إتاحة المجال أمام المؤسسات المالية متوسطة الحجم باستخدام التوريق بديلاً عن الحساب الجاري للمدين أو الحساب المكشوف أو خط ائتماني، وبالتالي تخفيض الضغوط التي قد تنشأ عن تصنيف الائتمان في إطار السياسة النقدية للمصارف المركزية.

ثانياً: دوافع عملية التوريق

هناك مجموعة من الدوافع التي تدفع بالمؤسسات إلى استخدام تقنية التوريق، ويمكن تلخيصها في النقاط التالية:²

- انحسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية، وإنعاش سوق الديون الراكدة.
- تخفيض وطأة المديونية مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال.
- تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل: العقارات والسيارات.
- تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية وتنشيط سوق تداول السندات.
- التوريق أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية التوريق مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.
- توفير العملات الأجنبية في حالة التوريق عبر الحدود، فيما لو أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهتمة بتحويلات العاملين في الخارج أو بطاقات الائتمان وغيرها.

¹ عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص 126 .

² الويزة بودراهم، بوساحة مفيدة، توريق الديون كأداة مالية حديثة في التمويل، مذكرة ماستر، تخصص تمويل التنمية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2010، ص 69.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

- التوريق يشكل أداة مالية جديدة نستطيع إجراء تحول في السوق السكنية والعقارية بإنشاء سوق للقروض العقارية، وتأمين موارد وسيولة جديدة طويلة الأجل لتمويل الإسكان، بالإضافة إلى سائر الاستخدامات كتسديد قروض السيارات وإيرادات بطاقات الائتمان وقروض الإيجار التمويلي.

المطلب الثالث: ركائز عملية التوريق

أولاً: أركان عملية التوريق

للتوريق خمسة أركان أساسية هي:¹

- وجود علاقة مديونية قائمة بين بنك مقرض ومدين مقترض.
- وجود رغبة لدى البنك الدائن في التخلص من سندات الدين الموجودة تحت يده وتحويلها إلى جهة أخرى.
- قيام الجهة المحال إليها الدين بإصدار سندات جديدة قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية.
- استناد الأوراق المالية الجديدة إلى تدفقات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة.
- ضرورة وجود مستثمر لديه الرغبة في شراء السندات التي تصدرها المؤسسة المتخصصة، ثم قيامه بتحصيل العوائد التي تدرها هذه السندات في مواعيد استحقاق تلك العوائد.

ثانياً: أطراف عملية التوريق

تتطلب تقنية التوريق توافر عدة أطراف حتى يتم إنجازها، وتتلخص هذه الأطراف في:

- 1- **الممول (المنشئ)**: ويطلق عليه مصطلح البادئ أو المقرض الأصلي، وهو الذي يكون له قروض أو ديون أو مستحقات مالية في ذمة الآخرين، أو مالكا للأصول محل التوريق، ودوره في عملية التوريق تملكه للأصل ثم يبيعه أو نقله لشركة التوريق، وأحيانا يقوم بخدمة الأوراق المالية بتحصيل المستحقات نيابة عن شركة التوريق.²
- 2- **الجهة المصدرة**: غالبا ما تكون هذه الشركة شركة ذات غرض خاص (S.P.V) تتولى عملية الإصدار، وتتخذ جميع الإجراءات اللازمة لعملية التوريق مقابل أجر أو عمولة محددة في نشرة الإصدار.³

¹ رفيق شرياق، السعيد بريكة، أسواق الأوراق المالية بين تهديدات التوريق التقليدي وتطلعات التصكيك الإسلامي، بحث مقدم إلى المنتدى الوطني حول "الوضع الراهن للأسواق المالية والدروس المستفادة من الأزمات الاقتصادية السابقة"، المنظم بقسم العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، كلية الحقوق، المركز الجامعي أمين العقال الحاج موسى أق أمهوك، تمارست، 09، 10 أبريل 2013، ص 05.

² محمد خميسي بن رجم، مرجع سابق، ص 58.

³ رفيق شرياق، السعيد بريكة، مرجع سابق، ص 15.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

- 3- شركة خدمة الدين: تتطلب عملية التوريق أن تتولى جهة معينة خدمة الدين، حيث تقوم باستلام المتحصلات من المدينين الناشئة عن الأوراق المالية في تواريخ استحقاقها، وتسليمها إلى شركة التوريق لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها، وفي أكثر الحالات يكون الممول هو نفسه الجهة المسؤولة عن خدمة الدين.¹
- 4- شركات التصنيف الائتماني: وهي وكالات متخصصة تقوم بإجراء تقييم لبيان مدى الجدارة الائتمانية والمالية للإصدارات المالية التي ستطرح في سوق رأس المال، وما تتمتع به من ضمانات وتحديد نسبة المخاطر التي تنطوي عليها.²
- 5- شركات ترويج وتغطية الاكتتاب: تقوم هذه الشركات بعمليات الطرح العام أو الخاص من خلال إعداد نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات بعد القيام بالدراسة المستقلة للمول، بهدف توفير الإفصاح الكامل والشفافية اللازمة لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات الاستثمار.³
- 6- وكالات التنقيط: على وكالة التنقيط إصدار رأي حول مستوى المخاطر المرتبطة بالأصول محل التوريق لتستطيع تقييم قدرات هيئة الإدارة ونوعية الأصول الأساسية (Actifs sous-jacent) وهيكل الصفقة، والناتج التي تتوصل إليها وكالة التنقيط ستحدد درجة الاعتماد الممنوح للقرض واللازم لطمأنة المستثمرين المحتملين (التقييم والتنقيط هي معلومات محايدة توفر للمستثمرين).⁴

ثالثا: خطوات عملية التوريق

تمر عملية التوريق بالمراحل التالية:⁵

- بيع البنك بعض أصوله المضمونة بسعر مخفض لمنشأة متخصصة، غالبا ما تكون في صورة بنك متخصص في ذلك النشاط يطلق عليها شركة ذات غرض خاص (SPV)، من المستبعد تعرضها للإفلاس من خلال دعمها ائتمانياً، فتدخل الأصول في الذمة المالية للبنك المتخصص وتبتعد عن مخاطر إفلاس البنك الراغب في التوريق.

¹ الويزة بودراهم، مفيدة بوساحة، مرجع سابق، ص 63.

² شرياق رفيق، بريكة السعيد، مرجع سابق، ص 16.

³ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 317.

⁴ رايح أمين المانسيح، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، تخصص نقود وبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، 2011، ص 155، على الموقع:

http://biblio.univ-alger.dz/jspui/bitstream/1635/11812/1/ALMANSBA_RABAH.PDF.pdf، تاريخ الاطلاع:

2016/02/05.

⁵ علي يوسفات، هاجر بوزيان رحمان، التوريق والأزمة المالية العالمية، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الثاني، المركز الجامعي بخميس مليانة، 5، 6 ماي

2009، ص 6، 5، على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp->، تاريخ الاطلاع: 2016/02/05.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

- هذه الأصول تكون في معظم الأحيان سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك الذي يكون دائما بها لمجموعة من المدينين الذين يكونون غالبا مقترضين، وتجسد هذه السندات مديونياتهم للبنك فتنقل الأصول (سندات المديونية) بضماناتها للمنشأة المتخصصة (SPV).

- تصدر المنشأة ذات الغرض الخاص أوراقا مالية تكون غالبا سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق، وذلك للحصول على سيولة نقدية يمكنها من شراء سندات المديونية، ولذلك يطلق على تلك المنشأة أحيانا وصف "المصدر" Issue وغالبا ما تلجأ ال (SPV) للقروض المصرفية البسيطة لتمويل شراء السندات مع مراعاة أن تكون مواعيد وفاء المدينين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة القرض المصرفي.

- المستثمر الذي يشتري الأوراق المالية المصدرة من المنشآت ذات الغرض الخاص يكون شاغله الأساسي ما تدره هذه الأوراق من فوائد، دون أن يعني بالقدرة الائتمانية للبنك البائع لسندات المديونية.

المطلب الرابع: مقومات نجاح عملية التوريق

نجاح عملية التوريق يتطلب توفر مجموعة من الشروط التي تتعلق بكل ما يخص هذه العملية، والمتمثلة أساسا فيما يلي:¹

- وجود أصول مملوكة للمؤسسة البادئة بالتوريق تكون قادرة على توليد تدفقات نقدية في المستقبل، وهذه الأصول قد تكون في شكل قروض، أصول مؤجرة ... إلخ.

- أن تتمتع الأصول المراد توريقها بالجاذبية بالنسبة للمستثمر، وهذا يتطلب أن يكون للمدينين أصحاب الأصول محل التوريق سجل ائتماني جيد.

- عادة ما تكون الأصول محل التوريق موزعة على عدد كبير من المدينين، ولذلك لا بد من تجميع المتشابه منها من حيث العائد والأقساط ومواعيد الاستحقاق في محفظة مالية واحدة لتوريقها.

- يجب أن تكون مبالغ الأصول المطلوب توريقها كبيرة، بحيث يمكن تقسيمها وإصدار أوراق مالية بقيمتها وطرحها للاكتتاب العام.

- يجب أن تكون مدة استحقاق الأصول محل التوريق طويلة، لكي تسهل عملية تسويق الأوراق الصادرة بضمانها.

¹ مريم سرامة، مرجع سابق، ص ص 106، 107.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

- إلى جانب الشروط المتعلقة بالأصول محل التوريق، هناك شروطاً أخرى تتعلق بالأطراف الفاعلة فيه والإجراءات اللازمة لتطبيقه، ومن أهمها:¹
- أن يكون هناك عقد نمطي بين المؤسسة البادئة بالتوريق وشركة التوريق، يعطي جميع المشاركين الثقة في وجود الضمانات اللازمة لمقابلة الالتزامات بصورة محددة وقاطعة ويمكن تنفيذها من الناحية القانونية.
 - أن تتوفر مجموعة من معايير الملاءة المالية والخبرة في مجالات الأوراق المالية والأوراق التجارية وإدارة الأصول في الشركات العاملة في مجال التوريق.
 - أن يكون لهذه الأوراق المالية دخل مستمر ومنتظم طوال المدة التي تغطيها عملية التوريق.
 - أن يكون التصنيف الائتماني للأوراق المالية الصادرة عن عملية التوريق قد تم بواسطة الشركات التي تعتمد عليها الهيئة العامة لسوق المال، وأن يتمتع بالموضوعية والحيادية.
 - أن تكون الأوراق المالية المعروضة في عمليات التوريق ملائمة لأهداف المستثمرين، من حيث آجالها واختلاف عوائدها باختلاف درجات المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون في هذه الأوراق.
 - يجب أن تتوفر الضمانات اللازمة لحماية المستثمرين من الخسائر التي يمكن التعرض لها، خاصة في حالة إفلاس الشركة القائمة على خدمة الدين بيعها للحقوق المالية التي لديها.
 - أن يتوفر نظام معلومات آلي متكامل، يمكن الشركات من التواصل فيما بينها وإدارة عملياتها بكفاءة.
 - أن تكون هناك تشريعات قانونية وجهات رسمية لضبط عملية التوريق وحفظ حقوق المتعاملين فيه.

المطلب الخامس: مزايا ومخاطر عملية التوريق

أولاً: مزايا عملية التوريق

تتمثل مزايا التوريق فيما يلي:²

1- بالنسبة للمؤسسات المالية والمستثمرين:

إن عملية التوريق تشجع المؤسسات المالية على الدخول في عمليات التمويل طويلة الأجل، وبالتالي فإنها تستفيد منها في هذا المجال، وهكذا الأمر بالنسبة للمستثمرين الراغبين فيه، إضافة إلى الاستفادة من سرعة تسيلها من خلال بيعها، وبالتالي توفير السيولة في أي وقت مطلوب، وبذلك تتمكن المؤسسات المالية والمستثمرون من إعادة توظيفها بمنح قروض جديدة أو استثمارات أخرى.

¹ محمد صالح الحناوي، جلال العبد، مرجع سابق، ص 321، 322.

² علي محي الدين القرعة داغي، مرجع سابق، ص 5، 6.

2- بالنسبة للأسواق المالية:

إن التوريق هو أداة مالية حديثة ظهرت في الثمانينات من القرن الماضي في أمريكا، ثم توسعت دائرته، ولذلك فإن توسيع دائرة التوريق يساعد البورصات العالمية والمحلية إلى تنشيط حركتها من خلال توسيع الأوراق المالية وتنشيطها عبر الموارد المالية وتنوع الأدوات الاستثمارية المتوفرة للمضاربة فيها، أو التعامل فيها، إضافة إلى ذلك فإن توسيع دائرة التوريق يؤدي إلى وجود سوق ثانوية للرهن العقاري التي ترغب في شرائها صناديق التأمينات، والمعاشات والمؤسسات المالية وشركات التأمين التجارية وغيرها.

ثانيا: مخاطر عملية التوريق

تنطوي عملية التوريق على عدة مخاطر يمكن توضيح أهمها فيما يلي:¹

- **خطر التسديد المسبق:** يعد أول خطر تم التعرف عليه بمجرد استعمال أوراق الرهن العقاري (MBS)، فعوائد تسديدات الأوراق المتنازل عنها لصالح شركة التوريق، يمكن توجيهها بشكل كبير عن طريق القرارات المتخذة من طرف المدينين، الذين يفضلون تسديد ديونهم قبل تاريخ الاستحقاق، لقد شكلت هذه الاحتمالية دائما مشكل بالنسبة للمؤسسات المتخصصة في حيازة قروض الرهونات العقارية، حتى أنها مست جميع القروض المختلفة الأخرى غير العقارية التي تضمن تقسم من التسديدات المسبقة، فالخطر يتزايد دائما عندما يرى مصدر الأوراق المالية ذات المعدل الثابت، وفي إطار انخفاض معدل الفائدة في السوق، بأنه من مصلحتهم تسديد بعض الأوراق من الديون السابقة لتعويضها بأوراق جديدة مصدرة في ظروف أكثر ملائمة.
- **خطر إعسار المدينين:** يمكن تمثيل خطر إعسار المدينين بخطر الائتمان، إذ يمكن للمقترضين عدم الوفاء بالتزاماتهم اتجاه الدائنين، فمعدل الإعسار أو تقدير احتمالية الإعسار متوقفين أساسا على طبيعة القروض المورقة.
- **خطر تذبذب التدفقات النقدية:** يمكن أن يحدث تذبذب في التزام بين التدفقات النقدية المنتظرة من طرف ملاك الحصص، والتدفقات المسددة فعلا من طرف شركة التوريق، هذه التذبذبات يمكن أن تكون ناجحة عن التأخر في الدفع، التسديدات المسبقة، مشاكل الأخطاء أو الصعوبات التقنية أثناء الدفع.
- **خطر إعسار المتدخلين:** مثلما رأينا هناك عدة مؤسسات تتدخل في عملية التوريق، فإعسار أي متدخل يعتبر خطر على إتمام هذه العملية، وهو أمر وارد دائما، فضلا عن ذلك فبعض الأخصائيين يرون بأن هذا الخطر مؤكد في حالة ما إذا قام نفس الهيكل بلعب عدة أدوار في بنية عملية التوريق.

¹ عمار طكوك، دور التوريق في نشاط البنك - حالة بنك التنمية المحلية -، مذكرة ماجستير، تخصص بنوك وتأمينات، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2008، ص 70، 71، على الموقع: <http://bu.umc.edu.dz/theses/economie/ABOU2405.pdf> تاريخ الاطلاع: 2016/02/10.

الفصل الأول: التأصيل النظري لصناديق التحوط وآلية التوريق

و لقد ظهرت العديد من الأساليب لتخفيض المخاطر وأبرزها:¹

- خطاب الضمان المصرفي: يمكن لشركة التوريق أن تشتترط على المنشئ (الممول) في حالة ما لم يكن الممول بنك أو مؤسسة مصرفية أن يقدم لها مع الحقوق المالية المحالة خطاب ضمان مصرفي، يتعهد فيه بالوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية المصدرة، حيث أن الممول يكون في جميع الأحوال ضمانا لسداد حقوق المستثمرين.
- بوليصة التأمين: يمكن أن يكون بعض الممولين (المنشئين) بالتأمين على الحقوق المحالة ضد مخاطر عدم السداد، كما يقومون بالتأمين على الأصول المرهونة كضمان لهذه الديون ضد مخاطر التلف والانتهيار والسرقة أو غير ذلك من المخاطر التي قد تتعرض لها تلك الأصول، وتقوم بتقديم بوليصة التأمين لشركة التوريق من أجل زيادة الثقة ودعم عملية التوريق ائتمانيا.

¹ محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق ، ص 322 ، 323 .

خلاصة

من خلال هذا الفصل اتضح جليا الأثر الهام والدور الحيوي الذي تقوم وتساهم به صناديق التحوط في الأسواق المالية، من خلال الأدوات والتقنيات التي تتبعها متميزة بذلك عن باقي الصناديق الأخرى. وقد ظهرت صناديق التحوط من أجل مواكبة التحولات في أساليب العمل والتسيير التي عرفها العالم، وكذا من أجل تعظيم الدور الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص في التمويل، فهذه الصناديق تعتبر جيدة نسبيا، حيث أن الاستراتيجيات التي تعتمدها تعمل على تنويع المخاطر.

وفي النهاية هذا النوع من الصناديق يعطي انطباع بأنها تهدف نحو تقليل المخاطر، ولكنها في الواقع تهدف صناديق التحوط إلى تحقيق أقصى ربح ممكن، وليس هناك أي قيود على مديري هذه الصناديق من الجهات المنظمة والرقابية وهذه من النقاط القوية التي تؤخذ عليها.

كما يمكن القول أن الهندسة المالية ساهمت بإبداعاتها المالية في إيجاد حلول مبتكرة للعديد من المشاكل من خلال آلية التوريق، ولتحقق هذه العملية يتطلب القيام بمجموعة من الإجراءات من خلال تدخل مجموعة من الأطراف وتوفر عدة شروط لضمان نجاحها.

كما تتعدد أنواع التوريق بتعدد معايير تصنيفاته، إلا أن أهم أنواعه: التوريق الكلاسيكي والتوريق الاصطناعي، وبالرغم من المزايا والفوائد التي تحققها تقنية التوريق لمختلف الأطراف الفاعلة فيها بشكل خاص، والأسواق المالية والاقتصاد بشكل عام، إلا أنها تنطوي على مجموعة من المخاطر التي من شأنها أن تؤدي إلى إحداث أزمات كبيرة.

الفصل الثاني:

نظرة عن أسواق الأوراق

المالية وأزماتها

تمهيد

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية وعلى وجه الخصوص أسواق الأوراق المالية في معظم الاقتصاديات العالمية بغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها، والتي أصبحت تعكس الوجه الحقيقي لأي اقتصاد، وتعتبر أحد المصادر المهمة لتوفير الاستثمار للقطاعات التي لديها سيولة غير مستغلة، بالإضافة إلى الدور الحيوي والمهم الذي تؤديه في تمويل القطاعات التي تعاني عجزا في السيولة النقدية.

كما شهدت الأسواق المالية العالمية عدة أزمات تميزت بسرعة انتشارها وتباين أسبابها وآثارها المستقبلية، باعتبارها خطر حقيقي لا يتعلق بالماضي والحاضر فقط، بل ينتشر تأثيرها في المستقبل، ومن أبرز هذه الأزمات أزمة الكساد الكبير 1929، أزمة المكسيك التي وقعت في الفترة ما بين 1994 و 1995، والأزمة المالية التي ضربت مناطق جنوب شرق آسيا خلال الفترة الممتدة بين 1997 و 1998، وفي مطلع القرن الحادي والعشرين شهد العالم أزمة مالية عنيفة عرفت بأزمة الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 2007، أين منيت البنوك والمؤسسات الأمريكية بخسارة فادحة، هذه الأزمة تحولت في بداية 2008 وبسرعة مذهلة إلى أزمة مالية عالمية.

وستتناول في هذا الفصل نظرة على أسواق الأوراق المالية وأزماتها، حيث سنتناول في المبحث الأول تعريف سوق الأوراق المالية وخصائصها، أقسامها والأوراق المتداولة فيها، أهميتها، كفاءتها ومقومات نجاحها، بينما نعرض في المبحث الثاني تعريف الأزمة المالية، خصائصها، أنواعها، أسبابها، مؤشراتنا وعرض لبعض الأزمات وأخيرا نتعرض للأزمة المالية العالمية 2008.

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية

الأسواق المالية هي مكان التقاء المدخرين بالمستثمرين وفق سياسات معينة وطرق متنوعة، وتعمل الأسواق المالية على الوساطة بينهما، وتلجأ في هذا إلى وسائل كثيرة بحيث يجد كل ذي فائض الطريقة التي تناسبه من حيث الفترة التي يمكنه التحلي عن هذا الفائض خلالها، أو شروط التحلي عنه، وما إذا كان يرغب في نوع من المخاطرة أم لا يريد تحمل أي قدر منها، كما يجد أصحاب العجز ملاذهم من خلال طلب هذا الفائض لمواصلة نشاطهم الاقتصادي.

وتعد السوق المالية النظام الأوسع والأشمل للأسواق التي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية، لذا في الغالب الأعم تبوب السوق المالية وفقاً لأغراض التمويل، منها يخصص في تمويل المشاريع الاقتصادية، ومنها تمويل عمليات التمويل.

المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية وخصائصها

أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية

ينبغي الإشارة أن سوق الأوراق المالية هنا يقصد به البورصة، ويعرف سوق الأوراق المالية على أنه: المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري للأصول المالية من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية، تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي، سواء كان البائع أو المشتري مدخراً أو مستثمراً للأموال، ويحقق الصلة بينهما وسيط يساعد على تحويل المدخرات النقدية لأصول استثمارية، أو تحويل هذه الأصول النقدية مرة أخرى، ويتحكم في هذا النظام العرف السائد في السوق المالي ونمط العلاقة بين العرض والطلب على الأموال، القوانين، والإجراءات المنظمة للتعامل.¹

ثانياً: خصائص سوق الأوراق المالية

تتمثل خصائص سوق الأوراق المالية فيما يلي:²

- سوق الأوراق المالية قد يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، ويكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة على أجل طويل.

¹ أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص 13.

² جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء، عمان، ط 1، 2002، ص ص 35، 36.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر عائدا، فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.
- يتسم هذا السوق بكونه أكثر تنظيما من السوق النقدي، نظرا لكونه متعامل به من قبل الوكلاء والمتخصصين.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يكون أكثر مخاطرة وأقلها سيولة في الاستثمار بالسوق النقدي، وذلك نظرا لأن أدوات الاستثمار فيه مثلا السندات طويلة الأجل، الأمر الذي يحتمل مخاطر سوقية، أو سعرية أو تنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم بالرغم من أن عائدها كبيرا نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة نسبيا.
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه، وذلك حتى يتم تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وحتى يتم توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل، الأمر الذي يزيد من سرعة تداولها.

المطلب الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية والأوراق المتداولة فيها

أولا: أقسام سوق الأوراق المالية

ينقسم سوق الأوراق المالية إلى نوعين أساسيين:

1- أسواق أولية:

السوق الأولية هي السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية الجديدة التي يتم التعامل بها لأول مرة، والوظيفة الرئيسية التي تقوم بها الأسواق الأولية هي تمويل المشاريع الجديدة عن طريق بيع سندات أو أسهمها لأول مرة أو عقد قرض جديد.¹

2- أسواق ثانوية:

وهي التي تتداول فيها الأوراق التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية، وتعمل فيها المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة مثل: شركات السمسرة، صناديق الاستثمار، وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية.²

وتنقسم الأسواق الثانوية إلى:

أ- أسواق منظمة: ويقصد بها البورصات التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المكتملة الشروط، وتتداول في هذه الأسواق الأوراق المالية بعد الاكتتاب فيها من قبل، بين حامل هذه الأوراق وبين مستثمر آخر بالبيع والشراء،

¹ زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، 2008، ص 14.

² صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، القاهرة، ط 1، 2000، ص 22.

الفصل الثاني: نظرة عن أسواق الأوراق المالية وأزماتها

وتلعب البورصات دورا هاما وأساسيا في تعبئة المدخرات، كما تعمل على تمويل خطط تنمية اقتصادية وخاصة خطط التنمية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوافر لدى الدولة، بدلا من التجاء الدولة إلى عمليات الاقتراض الخارجية.¹

ب- أسواق غير منظمة: وفيها تتداول عادة الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة من خلال تجار، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض، حيث أنه لا يوجد مكان مادي محدد للتعامل والذي يتم من خلال شبكة اتصالات، هذا ويوجد الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، والذي يضم السماسرة والتجار المتعاملين في السوق غير المنظمة، ويقوم هذا الاتحاد بتنظيم العمل في هذا السوق ومنح التراخيص للسماسرة بعد اجتيازهم اختبارات معينة مؤهلة، كما أن هذا الاتحاد يقوم بتوفير المعلومات الضرورية للتعامل مثل أسعار الأوراق المالية وأحجام التعامل.²

وتنقسم الأسواق غير المنظمة إلى:³

- السوق الثالث: وهو سوق غير منظم يجري التعامل فيه بأوراق مالية مقيدة في السوق المنظمة، والسبب في قيام هذا النوع من الأسواق هي الصعوبات التي غالبا ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في أسواق الأوراق المالية، وأهم المؤسسات التي تتعامل في هذا النوع من السوق هي المؤسسات الاستثمارية الكبيرة الحجم مثل: صناديق المعاشات، وحسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

- السوق الرابع: وهو سوق غير منظم أيضا يجري التعامل فيه بأوراق مالية مقيدة في سوق الأوراق المالية، ولا مجال للوساطة في هذا النوع من الأسواق، والسبب في قيام هذا النوع من السوق هو حاجة بعض المؤسسات إلى تنفيذ صفقات بأحجام كبيرة وبأقل تكلفة، وجمهور المتعاملين في هذا النوع من السوق هم المؤسسات المالية الكبيرة الحجم، والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم، ويشترون الأوراق المالية بطلبات كبيرة، وذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة.

ثانيا: أنواع الأوراق المتداولة

تتداول في أسواق الأوراق المالية أربعة أنواع من الأوراق المالية تتمثل فيما يلي:

¹ جمال جويدان الجمل، مرجع سابق، ص ص 29، 30.

² صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص ص 23، 24.

³ حسين علي بني هاني، الأسواق المالية (طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة)، دار الكندي، عمان، ط1، 2014، ص 17.

1- السندات bonds:

تعد السندات من أدوات سوق الأوراق المالية، وهي تتميز عن غيرها من الأدوات بخصائص مختلفة، وتضم أنواعا عديدة تتباين في مصادرها وفتراتها وتأثيراتها، وتخضع عوائدها لمقاييس أو لمعايير متعددة، وتفسر تغييراتها بمعالجات تحليلية متفاوتة، والسند عبارة عن التزام مالي تعاقدى مكتوب، يتعهد بموجبه المقترض بتقديم فوائد إلى المقرض، والتي تدفع خلال عدد محدود من السنوات بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية، وهكذا فإن الفائدة عبارة عن التزام مالي إضافي يتحمله الأشخاص أو وحدات العجز والذي يقابل مطلب مالي لأشخاص أو لوحدات تتفق على الفئات كمكافأة تأجيل استهلاكها، وبذلك تساوي الالتزامات المالية الكلية مع الموجودات المالية الكلية للاقتصاد المعني.¹

2- الأسهم stocks:

يعرف السهم بأنه صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعبر عن حصة المساهم في رأس مال الشركة، وعليه فإن رأس مال الشركة يقسم إلى أعداد متساوية من الأسهم، ويمثل كل سهم حصة متساوية من رأس المال، وينقسم رأس مال الشركة المساهمة إلى وحدات كل منها يسمى سهما، وتحسب نسبة ملكية أي مساهم في الشركة بمقدار عدد ما يمتلكه من أسهم سنويا إلى إجمالي عدد الأسهم التي أصدرتها الشركة، فالمساهم الذي يمتلك 10 آلاف سهم من إجمالي أسهم الشركة المتداولة وعددها مليون سهم، يعتبر مالكا لنسبة 1% من أسهم هذه الشركة، وتعد الأسهم أداة من أدوات التمويل لتكوين رؤوس أموال الشركات المساهمة، ولذلك يسمى رأس مال الأسهم، ويتم الاكتتاب في الأسهم من خلال السوق الأولي.²

ويمكن توضيح الفرق بين الأسهم و السندات في الجدول الآتي:

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، عمان، ط1، 2003، ص 109.

² محب خلة توفيق، الهندسة المالية (الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2011، ص

الفصل الثاني: نظرة عن أسواق الأوراق المالية وأزماتها

الجدول رقم (01): الفرق بين الأسهم والسندات

السندات	الأسهم
- دين على الشركة.	- جزء من رأس المال الشركة.
- حامل السند دائن بقيمة السند.	- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.
- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.	- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل للزيادة أو النقصان.
- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.
- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.	- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.
- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.	- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة.
- حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.	- للمساهمين حق الاطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.
- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.	- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار، وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار.

المصدر: ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 44، 45.

3- المشتقات والأوراق المهجنة drived securities: بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين، بمختلف أنواعها يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات، ونظرا لتداول هذه الأدوات بمختلف أشكالها يتم وفق صورتين، إما عمليات آجلة أو عمليات عاجلة، أدى هذا إلى ظهور أنواع من العقود قابلة للتداول في السوق يطلق عليها المشتقات، ولتوضيح ما سبق ذكره يتم في عنصريين هما: المشتقات والأوراق المهجنة.

أ- المشتقات:

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.¹ يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

- **عقود الاختيار:** عقود الاختيار تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الاختيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الاختيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدما.²

ويضمن عقد الاختيار لحامله حقا وليس التزاما، أي أن حامل عقد الاختيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ، فإن اختيار حامل عقد الاختيار قد لا ينفذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزما.³

- **العقود المستقبلية:** يعرف العقد المستقبلي على أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة و

¹ أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، القاهرة، 2003، ص 211.

² منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 605.

³ زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1998، ص 91.

التحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال.¹

الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:

هناك فروق جوهرية بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة، يمكن حصرها فيما يلي:²

- **مخاطرة عدم القدرة على الوفاء:** العقود الآجلة لا توفر عنصر الحماية لطرفي التعاقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، فالعقود الآجلة لا تتداول في سوق منظمة توفر سبل الحماية، على عكس العقود المستقبلية والتي توفر الحماية لطرفي التعاقد نتيجة لتداولها في السوق المنظمة وما تفرضه هذه السوق على المتعاملين.

- **مخاطرة عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد المستقبلي:** يمكن لأي طرف فيه التخلص من التزاماته بموجب الاتصال بسمسار وإبداء الرغبة في إقفال مركزه، والأمر يختلف تماما مع العقد الآجل، فالانسحاب من التعاقد يتطلب إعادة التفاوض مع الطرف الآخر أو التفاوض مع طرف ثالث بشأن عقد آخر يأخذ فيه مركزا عكسيا من طرف الراغب في الانسحاب ويطلق عليه مخاطر تسويق العقد.

- **تكلفة المعاملات:** تتمثل تكلفة المعاملات في أي تكاليف نقدية مصاحبة للعقد كعمولة السمسرة والضرائب، هذه التكاليف تكون أقل كثيرا عندما يكون للعقد سوق منظم يتداول فيه، بما يعني أن العقود المستقبلية تكون أقل تكلفة مقارنة مع العقود الآجلة في إتمام المعاملات.

- **التسوية اليومية للعقد:** في العقود المستقبلية يتم تسوية مراكز الأطراف يوميا على أساس سعر التسوية، أما في حالة العقود الآجلة فإن التسوية تتم مرة واحدة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، ومن ثمة فإن الفروق السعرية المحملة تكون كبيرة نسبيا.

- **عقود المبادلة:** 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.

ب- تعريف الأوراق المهجنة:

تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما،

¹ أحمد صالح عطية، مرجع سابق، ص 234 .

² المرجع نفسه، ص 235 .

وعليه فإن للأوراق المهجنة لها بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، وكما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات و صفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.¹

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من الأوراق المهجنة:

- **الأسهم الممتازة:** هي شهادات تصدرها الشركات لتزود برؤوس الأموال عند الحاجة، مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية، إذ تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من الشركة، ويتوقف ذلك الجزء على ما بحوزته من تلك الأسهم، فهي الشكل الآخر من أدوات أو أشكال الملكية، كما أن للسهم الممتاز قيمة اسمية، قيمة دفترية وأخرى سوقية، وليس له تاريخ استحقاق، الأمر الذي يجعله من الأموال الخاصة الدائمة، عوائد الأسهم الممتازة هي أيضا التوزيعات والأرباح الرأسمالية، والخسائر قد تكون أيضا نتيجة انخفاض اتجاه السوق ككل أو نتيجة انخفاض سقف التوزيعات (تدني الأداء) للشركة المصدرة، أو الاثنان معا، الأسهم الممتازة أقل إصدارا مقارنة بالأسهم العادية، إذ تلجأ إليها أكثر المؤسسات الكبرى، لاسيما البنوك، كما تصدرها بكثرة مؤسسات الخدمات العامة، فهي تشبه إلى حد ما الأدوات المالية ذات الدخل الثابت.²

- **شهادات الاستثمار:** هي عبارة عن شهادات تمثل جزءا من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص، وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة.³

من خلال التعريف السابق نستنتج أن شهادة الاستثمار هي سهم عادي ليس له حق التصويت، ولحاملها الحق في الأرباح، والحق في الاستفادة من توزيع الأموال في حالة تصفية الشركة.

- **الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:** تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.⁴

¹ منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993، ص 3.

² جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال - الهياكل، الأدوات و الاستراتيجيات، ج2، دار الهدى، الجزائر، ط1، 2011، ص 711.

³ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، مذكرة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص 35، على الموقع:

www.univ-bouira.dz/.../633-Doctorat%20d'état?.. بوكساني 20% رشيد 20%- معوقات %، تاريخ الاطلاع: 2016/04/12.

⁴ المرجع نفسه، ص 35 .

المطلب الثالث: أهمية و كفاءة أسواق الأوراق المالية

أولاً: أهمية أسواق الأوراق المالية

ترجع أهمية أسواق الأوراق المالية إلى عدة عوامل يمكن تلخيصها كالآتي:¹

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية، حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من اللجوء إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالبا ما يترتب عليها أعباء كثيرة تثقل كاهل الدولة بالديون و ما يترتب على هذه الديون من عواقب، تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة، وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية، ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في أسواق الأوراق المالية للاكتتاب فيها.
- عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب، أهمها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها القروض المتوسطة وطويلة الأجل، إضافة إلى أن هذه القروض غالبا ما تعطى بكميات محددة وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.
- تساعد أسواق الأوراق المالية على منح القروض بشروط ميسرة قليلة، مقارنة بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.
- كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة للتحويل، مما يترتب على تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية، حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.
- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق، بما يعود عليهم بأرباح مقبولة ومخاطر قليلة، وخاصة في حالة توظيفها في شركات استثمار أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة.
- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية يمكن لحاملها تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة وبدون تحمل أية خسائر.
- وضع التشريعات والتعليمات اللازمة لحماية أسعار الأسهم الجديدة والمتداولة من التأثيرات الخارجية، ومن ثم إعداد آلية تلقائية لإصدار الأسهم والسندات وتسعيرها وطرحها من قبل مؤسسات السوق المالي المختصة.

¹ رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، دار المعزز، عمان، 2010، ص ص 12، 13.

- إن سوق الأوراق المالية يعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، مما يضمن سلامة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، فهو بذلك يحقق التكافؤ والتوازن للسوق من خلال انتقال ملكية الأدوات المالية من مستثمر إلى آخر، وبالتالي تنظم عملية تداول الأوراق المالية حفاظاً على السعر، وبناءً على قوى العرض والطلب.
- تعتبر أسواق الأوراق المالية مؤشراً للحالة الاقتصادية، فسوق الأوراق المالية يساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين الاستثمار بالأوراق المالية الأكثر ربحاً.

ثانياً: كفاءة سوق الأوراق المالية

1- مفهوم السوق المالي الكفاء

تعني كفاءة السوق الانعكاس الكامل للمعلومات في أسعار الورقة المالية وبشكل دائم وسريع وغير متحيز، ويقصد بالانعكاس الكامل أن المشاركين في السوق يستجيبون بسرعة للمعلومات الجديدة ويقومون بتحليلها وعكسها في توقعاتهم، وبذلك يتعذر على أي واحد منهم تحقيق عوائد غير عادية تفوق توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية، وعليه يكون السعر المعلن هو حصيلة تصرفات وسلوكيات المشاركين في السوق بناءً على المعلومات المستلمة، ويكون هذا السعر دال لحالة التوازن في السوق، كون أن عموم المشاركين لا يحتاجون إلى فقدان وقت كبير للبحث عن المعلومات والوصول إليها، كما أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات المستلمة والوصول إلى نتائج محددة بسعر الورقة المالية.¹

تقاس كفاءة السوق بتوفر الخواص التالية:²

- انخفاض تكلفة التبادل في السوق المالي، ويقصد بذلك تكاليف الصفقات المالية وتعتبر هذه الميزة في حال توفرها مؤشراً على الكفاءة الداخلية (Transaction Costs) للسوق المالي.
- سرعة تكيف أو استجابة الأسعار السائدة في السوق للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه، وتعتبر هذه الخاصية مؤشراً للكفاءة الخارجية للسوق المالي (External Efficiency).
- أن تعكس المعلومات بطريقة غير متحيزة.

¹ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار البازوري العلمية، عمان، 2010، ص 38 .

² على الموقع: www.kantakji.com/media/7414/b314.pdf، تاريخ الاطلاع: 2016/04/14.

2- شروط تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية

يتطلب قيام سوق مالي نظامي يعمل على توفير السيولة المطلوبة لتحقيق النمو الاقتصادي المرغوب مجموعة من الشروط والعوامل الضرورية، يمكن إيجازها فيما يلي:¹

- إنشاء هيئة للأوراق المالية بهدف توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية، وحماية الأوراق المالية والمستثمرين فيها والجمهور من الغش والخداع.
- إلغاء مشتريات التغطية الهامشية واشتراط تغطية نسبتها 100%، الأمر الذي يعني أن المشتريات من الأوراق المالية تصبح نقدية، وبإلغاء عمليات الشراء بالهامش (نتيجة اشتراط تغطية نسبتها 100%)، نزول كافة الخيارات والامتيازات المتاحة في صورة خيارات شرائية وخيارات بيعية كانت تسمح للمضارب أن يتخذ وضعاً في السوق المالي مع المخاطرة بمبلغ قليل.

- خطر استخدام الائتمان في صفقات الإصدارات الفردية، فقد ثبت أنه إذا تم تمويل ارتفاع أسعار الأوراق المالية بقروض فإن حدوث انكماش في السوق قد يعجل باختيار كبير في أسعار الأوراق المالية، لأن المقترضين الذين يطالبون بالنقود قد يمارسون ضغطاً كبيراً على المصارف و مؤسسات الإقراض الأخرى.

وكذلك نستطيع أن نضيف النقاط التالية:²

- توفير الآلية المناسبة والفعالة للمحافظة على الاستقرار النقدي في البلد، عن طريق الإبقاء على معدلات التضخم بأدنى مستوياتها والمحافظة على استقرار أسعار صرف عملة التداول القانونية.
- تسهيل تسوية الديون الناجمة عن التبادل التجاري المحلي أو الخارجي بين الأفراد والمؤسسات على السواء، وهذا بدوره يساهم في دعم جهود تطوير التجارة المحلية والأجنبية.
- توفير قنوات ملائمة للوساطة المالية مما يشجع على الادخار والاستثمار الإنتاجي.
- توفير نظام تأميني ملائم يكفل تحقيق مفهوم توزيع المخاطر العادل.

3- المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية :

قام كل من " هاري موربرت و" بوجن فاما" بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاث مستويات كما يلي:³

¹ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص ص 34، 35 .

² على الموقع: www.kantakji.com/media/7414/b314.pdf، تاريخ الاطلاع: 2016/04/14.

³ وليد أحمد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل، عمان، ط1، 2002، ص 58-60.

أ - **فرض الكفاءة الضعيفة:** يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن تكون أسعار الأسهم عاكسة لقيمتها التاريخية المحددة في الماضي، بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم وقيمته السوقية بالاعتماد على المعلومات التاريخية المتاحة عن أسعارها في الماضي، ولهذا فإن القيمة السوقية للأسهم لا تعكس المعلومات الحقيقية وتوقعات الأوضاع المالية للمنشأة المصدرة للأسهم في المستقبل.

ب - **فرض الكفاءة شبه القوية:** تقضي صيغة الكفاءة شبه القوية بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط المتغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم تلك المعلومات عليها، سواء تمثلت في معلومات متعلقة بالشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

ج - **فرض الكفاءة القوية:** فحوى هذه الفرضية بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة و الخاصة، أي أن المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات والتي تكون متاحة لفترة معينة من إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، أي أن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق وحتى لو كان هو رئيس إدارة المنشأة المصدرة للسهم.

المطلب الرابع: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية

إن قيام سوق للأوراق المالية في أي بلد ما يتطلب توفير مقومات النجاح لتلك السوق وإحاطتها بالضمانات اللازمة من النواحي القانونية والتنظيمية والإدارية، وهذا لتفادي العقبات التي تقف كحجرة عثرة أمام عملية تطويرها، الأمر الذي يساعد في إنجاح مسيرة السوق وقيامها لدورها بفاعلية، والمقصود بالنجاح ليس زيادة أحجام التداول أو ارتفاع الأسعار، بل قيام السوق بواجبها، وهو توفير السيولة للمستثمرين.

ولذلك يشترط لنجاح أي سوق للأوراق المالية توفير مجموعة من المقومات والشروط عن طريق العناصر التالية:

أولاً: الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية

- وهي الشروط التي تتعلق بالحيط الاقتصادي العام الذي تتواجد فيه سوق الأوراق المالية ومنها:¹
- وجود نظام اقتصادي رأسمالي حر يتميز بوجود حافز الربح الذي يشجع الأفراد على تشغيل أموالهم أملاً في إنمائها والحصول على أكبر عائد ممكن، ومن غير الممكن تصور قيام أو اعتماد البورصة أو غياب القطاع الخاص، أو تجميد مشاريع الأوراق المالية في ظل سيادة الدولة على الاقتصاد والخصوصية أو مشاريع تنازل الشركات العمومية التابعة للدولة عن حصص من رأسمالها للعمال أو للمواطنين أو لهيئات محلية أو خارجية، وفتح رؤوس أموالها أمام المدخرين، الأمر الذي سيؤدي في حالة اعتمادها تلقائياً إلى تنشيط عملية الادخار الذي يقضي بدوره إلى إقامة سوق الأوراق المالية.
 - الاستقرار السياسي والاقتصادي، وذلك من خلال توافر فلسفة اقتصادية واضحة المعالم تتبناها الدولة التي تسعى لتنظيم سوقها، تقوم على الإيمان بالحرية الاقتصادية كمنهج عمل، وبالذور الريادي الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص، ومدى الرغبة لدى راسمي السياسات الاقتصادية في ممارسة هذا القطاع لدوره، باعتبار أن المهمة الأساسية لهذه الأسواق تقوم على تجميع المدخرات والفوائد الخاصة ونقلها إلى أوجه الاستخدام لعملية الإنتاج.
 - وجود شركات الوساطة المتخصصة في تحليل الأوضاع المالية للشركات المدرجة والاقتصاد الوطني.
 - وجود عملة وطنية قوية تتمتع بحد معقول من استقرار قيمتها.
 - مستوى من الدخل يعطي الأفراد القدرة على الادخار.
 - توافر الوعي الاستثماري والثقافة البورصية لدى الأفراد.
 - وجود جهاز مصرفي متكامل، سليم وفعال لما له من دور بالغ الأهمية في عملية الوساطة بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز في التمويل.

ثانياً: الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية

و يمكن إيجازها في ثلاث شروط أساسية:

¹ عبد الرحمن بن عزوز ، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص 59، على الموقع: <http://bu.umc.edu.dz/theses/economie/ABEN3758.pdf>، تاريخ الاطلاع: 2016/02/19.

1- شرط الذرية

يقوم هذا الشرط على ثلاثة مبادئ تهدف إلى جعل بورصة الأوراق المالية أكثر تنافسية وبالتالي أكثر قدرة على جذب الادخار وهي:¹

- مبدأ تعايش قسيمي السوق: فكلاهما مهم ولازم للآخر ومكمل له، فالسوق الأولية هي المرحلة الأولى في نشاط البورصة حيث تقوم الشركات بإصدار الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب في البورصة، وبالتالي تحصل على الأموال اللازمة لتمويل المشروعات أو التوسع في المشاريع القائمة، أما المرحلة التالية فتتم في السوق الثانية، السوق التي تسمح للمكتتبين في السوق الأولى بتغطية احتياجاتهم من السيولة.

- مبدأ تعدد المتدخلين: فوجود عدد كبير من المتدخلين سواء كانوا بائعين أو مشتريين، عارضين أو طالبين، يوفر لبورصة الأوراق المالية حد أدنى من التنافس اللازم من أجل السير الفعال لها.

- مبدأ تنوع القيم المنقولة الصادرة: وذلك من أجل تقليص المخاطر.

2- شرط السيولة

يقصد بها مجموعة الخصائص التي إذا توفرت في سوق ما جعلت من الممكن سهولة تسويق الأوراق المالية فيه وهو شرط يهدف إلى ضمان فعالية سير بورصة الأوراق المالية عن طريق مجموعة من المبادئ.²

- مبدأ حرية الدخول والخروج: أي سهولة الدخول والخروج من وإلى السوق دون مضايقات أو حواجز.

- مبدأ حرية الاستثمار: بعدم التمييز بين المستثمرين، أي أن قوانين التنظيم الداخلي للسوق تسري على الجميع دون تمييز.

- مبدأ عدم استقرار رأس المال: لضمان سيولة الادخار للمستثمرين لأجل طويل، وكذا حرية تنقل رؤوس الأموال.

- مبدأ الإستقرارية: تتأثر أسعار الأوراق المالية بنوعين من المخاطر، مخاطر خاصة بالمؤسسة يمكن تقليصها أو الحد منها عن طريق تحسين أداء المؤسسة المعنية، ومخاطر منظومية ناجمة عن عدم إستقرارية محيط بورصة الأوراق المالية من جميع النواحي السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية والثقافية.

¹ محمود صبح، التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية، دار البيان، القاهرة، ط3، 2000، ص140.

² بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 61.

3- شرط الشفافية:¹

يجب أن تتوفر للمدخر كافة المعلومات الدقيقة والصادقة التي يمكن الوصول إليها في أي لحظة لجميع المستثمرين، توفر هذه المعلومات يكون عن طريق النشرات الرسمية للبورصة وكذا الملصقات واللوحات الالكترونية التي تكون مجانية على حساب البورصة، الأمر الذي يمنع التعامل الداخلي المستند إلى معلومات متوفرة لشخص دون آخر ويدعم الثقة في الأوراق المالية بين المستثمرين.

كما يجب فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مضللة أو إخفاء معلومات ضرورية.

و يمكن إضافة شروط أخرى تتعلق بتنظيم سوق الأوراق المالية:

- كوجود إدارة عامة ذات كفاءة ونزاهة تتصف بالحياد التام ولها القدرة على اتخاذ القرارات في الوقت المناسب.
- كذا وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على مواكبة التطورات والتغيرات المالية والاقتصادية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية، ويعمل على توفير الحماية اللازمة للمتعاملين بالأوراق المالية ويمنع التلاعب أو الاستغلال سواء بين المتعاملين أو بينهم وبين الوسطاء.

¹ بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 61.

المبحث الثاني: الأزمات المالية

عرف الاقتصاد العالمي ابتداء من سنة 2008 أزمة مالية حقيقية عصفت باقتصاديات الدول المتقدمة و النامية على حد سواء، وامتدت آثارها إلى الوقت الراهن، وقد كشفت عن هشاشة النظام الأمريكي القائم على الرأسمالية الليبرالية.

المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية و خصائصها

أولاً: مفهوم الأزمة المالية

يدور المعنى الاصطلاحي لمفهوم "الأزمة" بصفة عامة إذ تُعرف بأنها: مرحلة حرجة تواجه المنظومة الاجتماعية، وينتج عنها خلل أو توقف في بعض الوظائف الحيوية لهذه المنظومة أو كلها، ويصاحبها تطور سريع في الأحداث، ينجم عنه عدم استقرار في النظام السياسي لهذه المنظومة، ويدفع سلطة اتخاذ القرار فيها إلى ضرورة التدخل السريع لنجدها، وإعادة التوازن لهذا النظام.¹

وفي إطار هذا المعنى، يمكن تعريف "الأزمة المالية" التي تواجه الدولة بأنها عبارة عن موقف تتعرض له هذه الدولة، ويستشعر صانع القرار فيها درجة عالية من التهديد للمصالح والقيم الجوهرية للدولة، ويتسم هذا التهديد بالمفاجأة، وعدم التوقع من قبل صانع القرار، فيشعر بضيق الوقت المتاح للتفكير فيه، وأنه يجب عليه في نفس الوقت اتخاذ القرار المناسب بصدده، قبل تغيير ذلك الموقف على نحو تصعب السيطرة عليه.²

ويقصد بأزمة أسواق الأوراق المالية التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم لأهم الشركات الصناعية في السوق، وما لها من آثار سلبية على قطاع الإنتاج والعمالة وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخول والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية.³

كما أن من المفاهيم المبسطة لمصطلح الأزمة المالية كونها عبارة عن اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى.⁴

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 18.

² المرجع نفسه، ص 18.

³ عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي، عمان، 1999، ص 200.

⁴ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، ط 1، 2010، ص 317.

ثانيا: خصائص الأزمة المالية

هناك مجموعة من خصائص الأزمة المالية نذكر ما يلي:¹

- وجود نقص واضح في البيانات والمعلومات اللازمة أثناء وقوع الأزمة، مما ينعكس في صورة من عدم وضوح الرؤية لدى صناع القرار، ومن ثم عدم القدرة على تحديد الاتجاهات السليمة لصناعة القرارات الفاعلة.
- الأزمة تؤدي إلى أحداث مفاجئة كبرى وعنيفة عند وقوعها، وتجذب انتباه جميع الأطراف ذات العلاقة بالمنظمة سواء كان على مستوى القطاع الاقتصادي أو الوحدة الاقتصادية ومديريها والعاملين فيها وموردين لها وزبائنها وجميع أفراد المجتمع.
- تنقسم الأزمة بدرجة عالية من التعقيد والتداخل في العناصر والمسببات، ودرجة عالية من التشابك والتناقض بين أصحاب المصالح، وهذه تؤدي إلى تغيرات جوهرية في طبيعة العلاقات القائمة وإلى حدوث علاقات جديدة.
- وجود حالة من الرعب والخوف في الاقتصاد والمجتمع، وهذا ناجم عن عدم القدرة على تقدير ما يحمله المستقبل للنشاط الاقتصادي وحركة أفراد المجتمع، إذ أن هناك احتمالات وتوقعات سلبية كثيرة قد تعصف بها مستقبلا.
- عدم قدرة صناع القرار على التعاطي مع الأزمة والتعامل معها، وعدم تأكدهم من جدوى ما يبذل من جهود في مواجهة هذه الأزمة، وهناك بعض صناع القرار قد يلجأ إلى التضليل من أجل التغطية على عجزهم وفشلهم في مواجهة الأزمة.
- نظرا لانعدام حالة التوازن لدى صناع القرار (نتيجة لوقوع الأزمة) فإنهم قد يصبحون تحت سيطرة الآخرين من المتخصصين ومن غير المتخصصين، وهذا يقود إلى ارتباك واضح في اتخاذ القرارات.
- ظهور القوى التي تدعم الأزمة وتؤيد كل ما يقود إلى تفاقمها، ومن أهم هذه القوى أصحاب المصالح المعطلة أو المؤجلة وأصحاب مشكلات سابقة لم تعالج مشكلاتهم المالية والاقتصادية بصورة جوهرية، إلا من خلال الأزمة و نتائجها، ويؤدي ظهور هذه القوى إلى دعم شدة وعنقوان الأزمة، وتزداد المطالبات بضرورة إحداث تغيرات إدارية جوهرية في القطاع الاقتصادي المعني بالأزمة أو نشاط الوحدة الاقتصادية.

¹ إيمان محمود عبد اللطيف، الأزمات المالية العالمية الأسباب والآثار والمعالجات، مذكرة دكتوراه، تخصص فلسفة في العلوم الاقتصادية، قسم الاقتصاد العام، جامعة سانت كليمنتس العالمية، بغداد، 2011، ص ص 24، 25، على الموقع:

<http://stclements.edu/grad/grademan.pdf>، تاريخ الاطلاع : 2016/02/23.

- تتعرض مصالح بعض منظمات الأعمال والقطاعات الاقتصادية في ظل الأزمة إلى التهديد وإلى ضغوط كبرى من جانب أطراف متعددة، وهذه التهديدات والضغوط تلحق الأذى والضرر بأهداف هذه المؤسسات والمنظمات وأدائها واستقرارها ومعدلات نموها.

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية وأسبابها

أولاً: أنواع الأزمات المالية

تنقسم الأزمات المالية إلى:¹

1- الأزمات المصرفية:

تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تحطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية، وعندما يحدث العكس، أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان.

2- أزمات العملة وأسعار الصرف:

تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات، وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قراراً بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانخفاض سعر تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في تايلاند وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997، بعض هذه الأزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالي، أما البعض الآخر فيلعب دوراً أساسياً في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدوث الانكماش بل قد تصل إلى درجة الكساد.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص ص 189، 190.

3- أزمات الأسواق المالية:

تحدث أزمات الأسواق المالية نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة "الفقاعات"، حيث تتكون "الفقاعات" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج من ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح اختيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيعه، فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور، فتنهار الأسعار، ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى، سواء في القطاع ذاته أو في القطاعات الأخرى.

ثانيا: أسباب الأزمات المالية

تتعدد الأسباب المفسرة لظهور الأزمات المالية وتختلف من حيث نوع هذه الأزمات كما تختلف أيضا حدتها وتأثيرها ومداهما الزمني، ورغم أن لكل أزمة خصائصها وأسبابها، إلا أن هناك عوامل مشتركة توجد في معظم الأزمات ألا وهي:¹

- نقص الشفافية:

ويقصد بها عدم دقة المعلومات عن أداء الكثير من الشركات والمؤسسات الاقتصادية، خاصة فيما يتعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياطات الدولية من العملات الأجنبية، مما يؤدي إلى فقدان الثقة وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج.

- تدفق رؤوس أموال ضخمة إلى الداخل:

والتي يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين، مما يعمل على زيادة حجم القروض المشكوك في تحصيلها لدى البنوك المحلية، وعندها يحدث انخفاض اسمي في قيمة العملة المحلية إزاء العملات القيادية الأجنبية، وهذا ما يؤدي إلى موجة من التدفقات الرأسمالية نحو الخارج.

- ضعف الإشراف والرقابة الحكومية:

مما يؤدي إلى تصاعد الشكوك السياسية حول التزامات الحكومة وقدرتها على القيام بالإصلاحات المناسبة لمواجهة الأزمة.

¹ رابح أمين المانسيغ، مرجع سابق، ص 68، 69، على الموقع:

- وجود خلل في تطبيق السياسات النقدية والمالية الكلية الملائمة:

خاصة إذا تزامن ذلك مع انعدام الشفافية والفساد والتلاعب في البيانات والقوائم المالية في المؤسسات التي تكون المبعث الأولي للاضطراب.

- الطبيعة الدورية للاقتصاد الرأسمالي:

يمر الاقتصاد بالمراحل المعروفة بالدورة الاقتصادية، فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة كساد، تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي، وهو ما يسمى "التمويل المتحوط"، وإبان مرحلة النمو، تتوقع الشركات ارتفاع الأرباح، ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسع في الافتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض، ويبدأ المقرضون في التوسع في إقراض الشركات دون تحوط كاف أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجدداً، ولكن بناء على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظراً لأرباحها المتوقعة، وفي ذلك الوقت يكون الاقتصاد قد تحمل مخاطرة بشكل معنوي في نظام الائتمان، وفي حال حدوث مشكلة مادية أو أزمة مالية لكيان اقتصادي كبير يبدأ القطاع المالي في الإحساس بالخطر مما يؤثر على قابليته للإقراض، الأمر الذي يؤثر بدوره على قدرة معظم الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكن ضخ أموال في الاقتصاد من حلها، وتتحوّل إلى أزمة اقتصادية تؤدي لحدوث كساد ويعود الاقتصاد لنقطة البداية مجدداً.

- الانفصام المتزايد بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي والنقدي:

أي تدفقات السلع والخدمات وتدفقات النقود والائتمان، حيث أخذت هذه التدفقات الأخيرة تكتسب استقلالية متزايدة منذ النصف الأول من السبعينيات، وقد أصبح هناك انفصام متزايد بين رأس المال المنتج ورأس المال النقدي، أي بين الاقتصاد الحقيقي وما يسمى بالاقتصاد الرمزي، وأصبحت هناك مفاضلة متصاعدة بين استخدام رأس المال في الديون واستخدامه في الإنتاج، وأيضاً بين المضاربة والاستثمار، وهو تطور خطير يكشف عن ازدياد الطابع الطفيلي للرأسمالية المعاصرة.

ثالثاً: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية

في حقيقة الأمر لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلاً بشكل يقيني، وإلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها، ومن ثم إمكانية تجنب الأزمة، بل هناك مجموعة من المؤشرات الدالة فقط على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات، والمنهج المستخدم هو بناء نظم للإنذار المبكر، والتي تعتبر أداة

الفصل الثاني: نظرة عن أسواق الأوراق المالية وأزماتها

دائمة ومستمرة للتوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار وواضعي السياسات باحتمال تعرض الاقتصاد لأزمة مالية أو أزمة عملة، وتقوم بتعريفهم باحتمالات الحدوث في وقت مبكر قبل وقوع الحدث لاتخاذ ما يلزم من سياسات وإجراءات وقائية أو مانعة من وقوع الأزمات، ويتسع نطاق المتغيرات، ويتوقف اختيار بعضها دون البعض الآخر على فهم كل شخص لأسباب الأزمة، فإذا كان يعتقد أن مشكلات القطاع الخارجي مسؤولة أكثر من غيرها عن الأزمات، فإن الأولوية سوف تعطى المؤشرات مثل: سعر الصرف الحقيقي، ميزان الحساب الجاري، تغيرات معدل التبادل الدولي، تفاوت أسعار الفائدة المحلية وغيرها، أما إذا كان الاعتقاد السائد أن أسبابها مالية فسوف يعتمد على العجز المالي، الاستهلاك الحكومي، الائتمان المصرفي للقطاع العام وغيرها، وقد أظهرت العديد من الدراسات التي شملت دول متقدمة ومتخلفة على أن سلوك بعض المتغيرات الاقتصادية قد اختلفت عن سلوكها المعتاد قبل حدوث الأزمة المالية بسنة أو سنتين.¹

ويمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية تعرض الدولة لأزمات أو هزات في سوق الأوراق

المالية والأسهم والعملات في صنفين هما:

- المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية.

- المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية.

ويمكن توضيح المؤشرات الاقتصادية لكل صنف في الجدول الموالي:

¹ محمد محمود المكاوي، الأزمات الاقتصادية العالمية (المفهوم - النظريات التي تفسر الأزمات - دراسة تشخيصية لأسباب الأزمات)، دار الفكر والقانون، المنصورة، ط 1، 2012، ص 56 .

الفصل الثاني: نظرة عن أسواق الأوراق المالية وأزماتها

الجدول رقم (02): المؤشرات الاقتصادية الدالة على وقوع الأزمات المالية

الخصائص الهيكلية أو البنوية	التطورات في الاقتصاد الكلي
- غلبة الأصول المالية عالية المخاطر على أسواق الائتمان	- ارتفاع معدل التضخم
- إطار ضعيف في الجهاز الإداري للإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك	- نمو سريع في التدفق النقدي
- غياب الشفافية والإفصاح عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية	- انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات
- ارتفاع حجم الديون الخارجية قصيرة الأجل	- عجز مال متزايد
- ارتفاع معدل التغيير للديون الخارجية	- ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد
- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في السوق	- النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي
- سيطرة بعض الصناعات على سوق الأوراق المالية	- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية
- انخفاض معدلات التبادل	- ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي
- قطاع التصدير أكثر تركيزاً	- نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية
- الرقابة على دخول السوق والخروج منه	- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي العالمي
	- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي
	- ارتفاع معدل الأسعار والأرباح
	- ارتفاع معدلات الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانيات التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005، ص 39.

المطلب الثالث: عرض بعض الأزمات

لعله يكون من الصواب التوقف عند الأزمات المالية لاعتبارها من أهم الأزمات في علاقتها بالأزمة المالية العالمية 2008 وتتمثل في:

أولاً: أزمة الكساد الكبير 1929-1933

جاءت هذه الأزمة في أعقاب فترة شهدت فيها الولايات المتحدة ازدهاراً غير مسبوق، حيث غمرت الأموال جميع البنوك والشركات الأمريكية، وتم توظيف جزء كبير منها في سوق الأوراق المالية، فساهم هذا في جلب المزيد من الازدهار والانتعاش إلى السوق الأمريكية، وبفضل التيسيرات الائتمانية التي منحها الجهاز المصرفي لذوي الدخل المنخفضة، تمكن الكثيرون من الاستثمار في البورصة، وبحلول عام 1929، كانت أسعار الأسهم قد تضاعفت أربع مرات خلال خمسة سنوات، فارتفعت قيمة مؤشر داوجونز وحذر العديد من الاقتصاديين من انفجار الفقاعة المالية، وحدث هذا بالفعل في 18 أكتوبر 1929 حين هبطت قيمة الأوراق المالية في البورصة بشكل مفاجئ وكبير، وشهدت البورصة فيضاً من البيوع للأسهم والسندات، وانخفض مؤشر داوجونز الصناعي بمقدار 21 نقطة، واستمر سوق الأوراق المالية في الانهيار، حتى بلغت خسارة البورصة في نيويورك في 13 نوفمبر التالي 30 مليار دولار واستمرت الأزمة.¹

ثانياً: أزمة أكتوبر 1987

شهدت الفترة قبل حدوث هذه الأزمة ازدهاراً كبيراً وارتفاعاً ملحوظاً لأسعار الأسهم، حيث ارتفع المؤشر الفرنسي لأسعار الأسهم بـ 275% وارتفع المؤشر الياباني بـ 271% وداوجونز بـ 197%، وكذلك المؤشر البريطاني فاينانشل تايمز بـ 200%، ويمكن إرجاع هذا التطور إلى تزايد أرباح الشركات وتساعد عمليات الابتكار المالي مما زاد من سرعة أداء العمليات المالية، حيث بدأت الأزمة في اللحظات الأولى للافتتاح في يوم 19 أكتوبر 1987، وذلك نتيجة اختلال التوازن بين العرض والطلب، ليس في الأسواق الحاضرة فقط، بل وأيضاً في سوق العقود المستقبلية، وقد نشأ هذا الخلل من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل، فقد تدافع المتعاملون لبيع أعداد كبيرة جداً من الأوراق المالية التي يجوزتهم، ونجم عن هذا الاندفاع المتهور في البيع انخفاض حاد وسريع في أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذا اليوم، حيث سجل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة والذي يقيس تطور أسهم 30 شركة أمريكية انخفاضاً بحوالي 22.5 من قيمة الأسهم المتداولة ذلك اليوم.²

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 30، 31.

² مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ج2: البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية،

ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، 2000، ص 154.

وسرعان ما انتشرت الأزمة إلى باقي الدول، نتيجة طبيعة وخصائص العلاقات النقدية والمالية الدولية، حيث أصبح تداول العملات الرئيسية الدولية من أهم قنوات انتقال الأزمات، والدور الهام الذي لعبه الدولار، حيث تسبب تدهور قيمته في تفاقم الأزمة المالية الدولية في أكتوبر 1987.

ثالثا: أزمة اليابان 1993

يعود سبب الأزمة المالية التي شهدتها اليابان خلال الفترة من 1993 حتى سنة 2000 إلى الفقاعة التي شهدتها الاقتصاد الياباني، والتي اعتمدت في قوتها على النمو السريع للاقتصاد الياباني خلال الفترة من 1950 حتى 1973، فتضخمت أسعار العقارات، وانتشرت المضاربات في هذا القطاع، وكثر معدل الاقتراض للاستثمار فيه، فزادت القروض التي استندت إلى ضمانات ذات مخاطر عالية، فضلا عن انعدام الشفافية في القطاع المصرفي، مما أدى إلى شيوع عدم الثقة لدى المستثمرين بالنظام المالي الياباني، وتراجع التقييم الائتماني للمؤسسات اليابانية بمعرفة وكالات التقييم الأمريكية، وكانت النتيجة هي الأزمة الشديدة التي أضرت الاقتصاد الياباني والتي بلغت قمته في سنة 1995، حيث أفلس 14 بنكا من بين أكبر 21 بنكا في اليابان، واضطرت اليابان للاقتراض من الخارج، حتى بلغت مديونيتها الخارجية في شهر ديسمبر 1994 مبلغ 1612 مليار دولار كقروض أجنبية.¹

رابعا: أزمة المكسيك 1994

لقد شرعت المكسيك في إدخال إصلاحات اقتصادية وهيكلية ابتداء من منتصف الثمانينات، والتي كانت تهدف في مجملها إلى ترقية التنمية الاقتصادية، ومع نهاية سنة 1994 تعرض اقتصادها إلى أزمة في سعر الصرف للعملة المحلية، وكذلك انهيار النظام المصرفي نتيجة وقف تدفق رؤوس الأموال الأجنبية وخروج تلك التي كانت موجودة وبصورة مفاجئة، وأدى ذلك إلى أزمة مالية واقتصادية حادة.² فعند انخفاض ثقة المستثمرين وانخفاض التمويل الاستثماري، وجدت الحكومة صعوبة في الحفاظ على توازن سعر صرف البيزو أمام الدولار، مما حدا بها تركه للسوق.³

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 35.

² عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية، دار النشر للجامعات، باريس، 2009، ص ص 131، 132.

³ محمود حامد محمود عبد الرزاق، الأزمة المالية العالمية ودور النظام المالي الاسلامي (بالتطبيق على الاقتصاد العربي)، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 2013، ص 40.

خامسا: أزمة جنوب شرق آسيا 1997

بدأت الأزمة في جنوب شرق آسيا وكوريا الجنوبية وتعمقت بها وانتشرت إلى بقية الدول الآسيوية عام 1997، وكانت نتيجة الحركة السريعة لرؤوس الأموال عبر الحدود وخاصة رؤوس الأموال قصيرة الأجل، وهذه الأموال بحكم طبيعتها ونمط استثمارها تتغير من اتجاه حركتها بسرعة فائقة، وقد عرفت دول جنوب شرق آسيا أزمات مالية قبل عام 1997 كأزمة اندونيسيا 1978 وكوريا عام 1980... الخ، إلا أن أزمة 1998 كانت أخطرها حيث بدأت باختيار عملة تايلاند، واندونيسيا وكوريا وماليزيا التي تفاقمت نتيجة ثقتهم في الأداء الاقتصادي المتميز مما سبب لها أزمة سعر صرف حقيقية سنة 1997، حيث انخفضت أسعار الصرف بفعل عمليات المضاربة عن سعر العملة وتدنّت الأرباح في أسواق الأسهم، فاضطرت السلطات النقدية إلى رفع أسعار الفائدة لهدف وقف التحويل من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي، حيث بدأت الأزمة في تايلاند لاعتبارها أضعف الحلقات في المنظومة الآسيوية عقب قرار تعويم العملة الذي اتخذته الحكومة والتي فشلت بعد ذلك محاولاتها في دعم عملتها في مواجهة موجة المضاربات القوية التي تعرضت لها، حيث قام ستة من كبار المضاربين في بانكوك بالمضاربة على خفض العملة الوطنية "الباهت" وذلك بعرض كمية كبيرة منها للبيع، مما أضعف من قدرة الحكومة في الحفاظ على عملتها بسبب تآكل الاحتياطي خاصة بعد قرار الأجانب بالانسحاب من السوق، وقد حدث تحول ضخم رهيب للأموال من سوق الأوراق المالية إلى الأسواق النقدية مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم والسندات، وأثر بدوره سلبا على أسواق الدول المتقدمة كبورصة نيويورك، لندن، باريس، فرانكفورت، طوكيو.¹

سادسا: أزمة فقاعات شركات الإنترنت وتكنولوجيات المعلوماتية عام 2000

عرف قطاع تكنولوجيا المعلومات والانترنت في الولايات المتحدة الأمريكية تطورا كبيرا قبل سنة 2000، الأمر الذي أدى إلى إدخال أسهم الكثير من شركات هذا القطاع في سوق الأوراق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية، و الذي يعرف باسم مؤشر نازداك، فارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات بصورة كبيرة، ولكن مع التخوفات والذعر الذي أصاب العالم من إمكانيات توقف أجهزة الإعلام الآلي وحصول اختلالات في الأنظمة الإلكترونية مع مطلع سنة 2000، أدى إلى هبوط حاد في مؤشر نازداك فحدثت الأزمة.²

¹ محمد محمود المكاوي، مرجع سابق، ص ص 29، 30 .

² ساعد مرابط، الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، بحث مقدم إلى الملتقى العلمي الدولي حول "الأزمة المالية العالمية 2008- الجذور والتداعيات"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرحات عباس، سطيف، 20، 21 أكتوبر 2009، ص 5، على الموقع:

<http://eco.univ-setif.dz/seminars/financialcrisis/14.pdf>، تاريخ الاطلاع: 2016/02/25.

سابعاً: أزمة الأرجنتين 2001

لقد كان أول تحذير من الأزمة في خريف عام 2000، أين تعذر الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية وأصبحت مصادر الديون الخارجية ناضبة تماماً، وقد تطلب الأمر تخفيض بنسبة 13% من رواتب موظفي الخدمة المدنية، لدعم مسعى الحكومة لدى صندوق النقد الدولي للحصول على قرض بقيمة 1.3 مليار دولار، لكن هذا القرار قوبل بالرفض الاجتماعي، وظهر واضحاً أن الحكومة عاجزة عن مواجهة الأزمة، وفي الأشهر الأخيرة من عام 2001، تحولت الأزمة المالية إلى أزمة اجتماعية وسياسية، إذ أن الحد من النفقات العمومية زاد من حدة الركود، وخفض من عائدات الضرائب بطريقة زادت من العجز بدلا من أن تخفضه، كما ارتفعت أسعار الفائدة والأعباء المالية، وأدى انعدام الثقة لدى المستثمرين إلى هروب الأموال، لكن وبدءاً من أول نوفمبر أصبح التسرب تدافعا، وتراجعت احتياطات البنك المركزي بـ 1.7 مليار دولار، وأصبح من الواضح أن الأرجنتين لا يمكنها تجنب التخلف عن سداد ديونها السيادية، إذ دمر اندفاع المودعين السيولة التي تضمن استمرارية هذا النظام، ودفع بالحكومة إلى اتخاذ تدابير جذرية للرقابة على الصرف، وفي مطلع فيفري 2002 تم إلغاء نظام مجالس العملة رسمياً واستبداله بنظام سعر صرف مرن.¹

المطلب الرابع: الأزمة المالية العالمية 2008

أولاً: جذور ومظاهر الأزمة

تعود هذه الأزمة المالية إلى ما قبل ثلاث عقود حيث شهد القطاع المالي تطور الخدمات المصرفية على حساب قطاعات اقتصادية تقليدية كالزراعة والصناعة وتطور الخدمات المالية (بنوك، بورصات، شركات تأمين وشركات استثمار)، والتي توسعت مع العولمة وتحول معظم اقتصاديات العالم إلى فلسفة اقتصاد السوق، في مطلع القرن الحادي والعشرين ومع وجود موجة غليان عالمية في أسعار العقار مع وجود فائض سيولة لدى المصارف والتي لا تجد منفذا استثماريا لها، وبما أن العقار يعتبر ملاذا للاستثمار، اتجهت الكثير من البنوك إلى توظيف سيولتها في القروض العقارية ووجود العديد من الوسطاء والإعلانات لتقديم أفضل العروض دون المطالبة بضمانات أو تعهد أو حتى التأكد من مقدرة المقترضين على السداد (credit history)، ووجود إعلانات عن توفر قروض

¹ نادية العقون، العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية : الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، مذكرة

دكتوراه، تخصص اقتصاد تنمية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013، ص

114، على الموقع: <http://digitallibrary.univ-batna.dz:8080/jspui/bitstream/123456789/267/1/La-mondialisation->

economique-et-les-crisis-financieres.pdf، تاريخ الاطلاع: 2016/02/25.

عقارية للأفراد المشكوك في تسديد ديونهم وهذه الطريقة أثارت فيما بعد الشكوك والخوف وخصوصاً بنوك الاستثمار التي كانت أول المنهارين من خلال تجميع الديون وبيعها عبر سندات دين بضمان العقار.¹

السبب الذي أدى إلى إقبال الأمريكيين أفراداً وشركات على شراء المساكن والعقارات بهدف الاستثمار طويل الأجل، وزادت وفقاً لذلك عمليات الإقراض من قبل البنوك وازداد التوسع والتساهل في منح القروض العقارية للأفراد من ذوي الدخل المنخفضة، وذلك من دون معرفة قدرة الأسر على السداد وعدم معرفة هويتهم الائتمانية في معظم الأحوال، ففي بداية عام 2006 وحدثت حالة من التشبع التمويلي العقاري ارتفعت أسعار الفائدة إذ وصلت إلى % 5.2 وأصبح الأفراد المستفيدين من القروض الرديئة غير قادرين على سداد الأقساط المستحقة عليهم، مما أدى إلى حجز البنوك على تلك العقارات بنسبة % 93 وفقد أكثر من 2 مليون أمريكي ملكيتهم لهذه العقارات وأصبحوا مكبلين بالغرامل المالية طيلة حياتهم ومما زاد من تفاقم المشكلة، اتجاه البنوك في تجميع القروض العقاري المشابهة في سلة واحدة وإعادة بيعها للمؤسسات والشركات المالية والعقارية الأخرى لتقوم الأخيرة بتجميع أقساط القروض من المدينين، مما أدى إلى امتداد آثار الأزمة لعدد كبير من البنوك والشركات في الولايات المتحدة ودول العالم الأخرى.²

تصاحب الأزمات المالية عادة مجموعة من المظاهر وردود الأفعال سواء على صعيد المؤسسات المصرفية والمالية أم الأفراد أم على مجمل النشاط الاقتصادي، وعليه فإن أهم مظاهر الأزمة المالية العالمية التي حدثت عام 2008 يمكن إيجازها في الآتي:³

- 1- إفلاس متواصل لكثير من البنوك والمؤسسات العقارية وشركات التأمين، وقد بلغ عدد البنوك المنتهية 11 بنكاً من بينها بنك أندي ماك الذي كان يستحوذ على 32 مليار من الأصول وودائع بقيمة 19 مليار دولار.
- 2- تدهور حاد في نشاط الأسواق المالية العالمية جراء تأثيره بالقطاع المصرفي والمالي، وهو ما يفسر تقلب مستوى التداولات التي ترتب عنها اضطراباً وخللاً في مؤشرات البورصة، وتراجعت القيمة السوقية لـ 8 مؤسسات مالية عالمية بحوالي 574 مليار دولار خلال ذلك العام فقط.

¹ ثريا الخزرجي، الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات و سبل المواجهة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية،

العدد 20، ص 306، على الموقع: <http://iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=53124>، تاريخ الاطلاع: 2016/02/25.

² إيمان محمود عبد اللطيف، مرجع سابق، ص 104.

³ المرجع نفسه، ص 117.

- 3- ارتفاع نسبة الديون العقارية على نحو 6.6 ترليون دولار وبلغت ديون الشركات نسبة 18.4 ترليون، ولذلك فإن المجموع الكلي للديون أصبح يعادل 39 ترليون دولار أي ما يعادل 3 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي، كما بلغت نسبة البطالة 5% ومعدل التضخم 4%.
- 4- تراجع أسعار النفط بدول منظمة الدول المصدرة للبترول (أوبك) إلى ما دون 55 دولار للبرميل في بداية الأزمة.
- 5- إعلان رسمي بدخول إيطاليا وألمانيا كأول وثالث اقتصاد أوربي في مرحلة ركود اقتصادي.
- 6- تعثر وتوقف وتصفية وإفلاس العديد من البنوك.
- 7- انخفاض حاد في مبيعات السيارات وعلى رأسها أكبر المجموعات الأمريكية (فورد) و(جنرال موتورز)، وقد هدد توقف هذه الشركات ببطالة أصابت حوالي مليوني عامل.
- 8- وكان أيضاً من مظاهر هذه الأزمة هو الزيادة في منح القروض إلى الأفراد من قبل البنوك والمؤسسات المالية خوفاً من نقص السيولة وصعوبة استردادها.
- 9- انخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار وظهور بوادر الكساد والبطالة والتصفية والإفلاس لكثير من الأنشطة والقطاعات الاقتصادية.
- 10- حالة الخوف والهلع التي أصابت الأموال والمؤسسات المالية التي كان من نتائجها التسارع في سحب الإيداعات من المصارف.

ثانياً: أسباب أزمة 2008

1- الأسباب المباشرة:

هناك عدة عوامل رئيسية في حدوث الأزمة المالية العالمية نذكر منها ما يلي:

- أ- **انتعاش القطاع العقاري:** وما رافقه من ضعف القيود على أسعار الفائدة، مما أدى إلى زيادة الطلب على القروض العقارية، ومن ثم ارتفاع أسعار العقارات الأمر الذي جعل الاستثمار فيها أفضل.¹
- ب- **الإفراط في استخدام الأدوات المالية المستحدثة المتمثلة في المشتقات المالية:** حيث قامت البنوك والمؤسسات الاستثمارية في محاولة للتخلص من القروض الرديئة بتحويلها إلى سندات وتسويقها إلى مؤسسات مالية أخرى بعروض وعوائد مغرية، وقامت هذه الأخيرة أيضاً ببيع تلك السندات إلى بنوك وشركات استثمارية

¹ حيازة عبد الله، الاقتصاد المصرفي، دار الجامعة الجديدة، الجزائر، 2013، ص 348.

أخرى، وهكذا توالى عمليات البيع، مما أدى إلى تشابك أعمال تلك المؤسسات بحيث أن أي وهن أو تعثر يصيب إحداها سوف ينتقل إلى مؤسسات أخرى.¹

ج- الاستعمال المكثف لتقنيات الهندسة المالية وخاصة تقنية التوريق: حيث ساهمت تقنية التوريق في زيادة حجم التعاملات والأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية ابتداء من مطلع التسعينات للقرن الماضي، وقد ساهم التوريق في تعميق وتكريس الاتجاه العام الذي انتهجته البنوك التجارية في نشاطها، وهو الاتجاه نحو السوق، خاصة وأن الأصول المالية المورقة تتعدد من حيث طبيعتها وآجالها وخصائص الأوراق المالية المسندة إليها، حيث أن إقدام البنوك على التوسع الكبير وغير المدروس في منح الائتمان في فترات الرواج يؤدي إلى إغراق السوق بالقروض الرديئة ويساهم في تشكل فقاعات المضاربة، والسبب يكمن في أن جل اهتمام البنوك في تلك المرحلة ينصب أساسا على تحقيق العائد، فهي لا تبذل العناية الكافية للتأكد من السمعة الائتمانية للمقترضين لأن أغلبية القروض التي تمنحها تتخلص منها مباشرة بعد ذلك عن طريق توريقها، وبذلك انتقلت البنوك من النموذج التقليدي القائم على مبدأ العلاقة القوية مع الزبائن والاحتفاظ بالقروض حتى تاريخ الاستحقاق، إلى مجرد موزع للقروض ومن ثم بائعا لها في سوق ثانوي بطريقة تفتقد للشفافية والمسؤولية، مساهمة في المدى البعيد في ظهور المخاطر وانتشارها والوقوع في الأزمات.²

د- اتساع ظاهرة المضاربة: حيث أن المضاربات المحمومة التي تصاعدت بلا ضوابط في الأسواق المالية وفي وول ستريت بشكل خاص، أدت إلى اهتزاز الثقة بالأسواق تلك وبالاقتصاد الأمريكي عموما، الأمر الذي دفع أحد الاقتصاديين للقول، لقد تسببت أبطرة وول ستريت في تلوين الاقتصاد بقروض الرهن العقاري الفاسدة، وعليهم أن يتحملوا تكاليف التنظيف.³

2- الأسباب غير المباشرة:

تعد العوامل السابقة من أهم الأسباب المباشرة للأزمة المالية العالمية، فإن هناك أسباب غير مباشرة ساهمت أيضا في هذه الأزمة، ويمكن إجمال أهمها فيما يلي:

¹ المرجع نفسه، ص 348.

² حمادو بن نعمون، دور تقنية التوريق وصناديق التحوط في الأزمة المالية 2008، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية"، جامعة منتوري، قسنطينة، نوفمبر 2009، ص 7، على الموقع: http://giem.kantakji.com/article/details/ID/691#.V1_Z9LvhDak، تاريخ الاطلاع: 2016/02/25.

³ خجاجة عبد الله، مرجع سابق، ص 349.

أ- انعدام الثقة بين المؤسسات المالية: من الأسباب المألوفة للأزمات المالية اهتزاز الثقة في اقتصاد دولة ما، حيث غابت الثقة بين المؤسسات المالية في جميع أنحاء العالم فيما بينها، وكان ذلك من أهم الأسباب التي أدت إلى تفاقم الأزمة المالية العالمية، إذ امتنعت هذه المؤسسات عن إقراض بعضها تحسبا لزيادة إقبال المودعين على سحب أموالهم لديها، وخشيتهم من عجز المؤسسات عن رد تلك الأموال، خاصة بعد انتشار الهلع والذعر بين المودعين وإقبالهم الشديد على سحب أموالهم من البنوك.¹

ب- تنامي الاقتصاد الوهمي: نتيجة انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي ظهر نوع ثالث هو الاقتصاد الوهمي، الذي يمارسه البعض دون أن يؤدي ذلك إلى الإسهام في الإنتاج أو الاستهلاك أو حتى توفير التمويل لهما، فهو يقوم على المتاجرة في المخاطر وبيع التوقعات للغير ويكسبون من وراء ذلك المال الكثير وبدون دفع تمويل كبير، وهذا ما يتمثل في التعامل بالمشتقات المالية.²

ج- بروز عدد متزايد من صناديق التحوط: التي تخصصت في شراء أدوات مالية مستحدثة تسمى المشتقات، وهي أدوات مشتقة من السندات، التي بدورها تم توليدها من خليط من ديون مختلفة الأغراض والجودة وتاريخ الوفاء لبيعها على منشآت أو لرهنها عند آخرين للحصول على قروض، يتم هذا تحت إشراف السلطات المسؤولة عن تنظيم وسائل وأدوات التداول في الأسواق المالية المعروفة، فيتم التداول بين المنشآت المالية التي تخضع لدرجات متفاوتة من الضوابط وبين صناديق التحوط التي لا يشرف على نشاطها أحد، لذلك شكلت المشتقات جزءاً مهماً من أصول غالبية المنشآت المالية في أمريكا وفي خارجها.³

د- فكرة الحرية المطلقة وآلية اليد الخفية: لقد قام الاقتصاد الرأسمالي على فكرة الحرية، على أساس أن قوى السوق أو ما يسمى باليد الخفية تعمل على إعادة السوق إلى وضعه الصحيح، ولقد أثبت الواقع خطأ هذا التصور، حيث ظهر في أدبيات الاقتصاد دراسات حول فشل السوق وخرافة اليد الخفية.⁴

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 66.

² مريم سرارمة، مرجع سابق، ص 143.

³ علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية (حقيقتها، أسبابها، تداعياتها، وسبل العلاج)، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السابع حول "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال (التحديات، الفرص، الآفاق)"، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 10، 11 نوفمبر 2009، على الموقع: <http://www.fichier-pdf.fr/2012/01/03/fichier-sans-nom.pdf>. تاريخ الاطلاع: 2016/02/25.

⁴ مريم سرارمة، مرجع سابق، ص 143.

هـ- تكنولوجيا الإعلام والاتصال: حققت تكنولوجيا الإعلام والاتصال تطورا هائلا ظهر أثره على جميع الميادين، والذي أدى إلى سرعة انتشار الأزمة المالية بين الدول والمؤسسات نتيجة درجة الربط واختصار المسافة.¹

ثالثا: آثار أزمة 2008

أكدت العديد من المؤسسات المالية الدولية وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي أن أزمة الاقتصاد الأمريكي بسبب الرهن العقاري لن تنجو منها أي دولة من دول العالم، وتمثلت أهم تداعيات هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي في الآتي:

- تعرض العديد من البنوك حول العالم وخاصة في آسيا وأوروبا لخسارة من جراء هذه الأزمة، الأمر الذي أدى إلى انتشار المخاوف بين البنوك من الإقراض وتراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع البنوك المركزية لضخ المزيد من الأموال في أسواق المال لتقليل حدة هذه الأزمة.²
- أدت هذه الأزمة إلى إيجاد نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، وإلى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد والاستثمار، دفعت بالكثيرين منهم إلى عدم الرغبة في تحمل المخاطر، والبحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى.³
- انخفاض أسعار الفائدة إلى الصفرية على الدولار، وإلى 1 على الجنيه الإسترليني في بريطانيا، واقتربه من الصفر لأول مرة منذ 315 سنة.⁴
- تراجع دور الدولار وذلك لعدة أسباب من ضمنها العجز المستمر في الميزان التجاري الأمريكي، والمقترن بتدهور سعر صرف الدولار على المدى الطويل.⁵
- أدت الأزمة إلى شطب عدد من البنوك الكبرى في العالم، نتيجة انخفاض قيمة الأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية، الأمر الذي أدى إلى تراجع السيولة النقدية المتاحة لدى البنوك.⁶

¹ المرجع نفسه، ص 146.

² محمد عبد الحميد عطية، الأزمة المالية العالمية وأثرها على أسواق المال، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010، ص 262.

³ محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص 262.

⁴ علي عبد الفتاح أبو شرار، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة، دائرة المكتبة الوطنية، عمان، ط1، 2012، ص 128.

⁵ المرجع نفسه، ص 128.

⁶ محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص 263.

- كساد تجاري وخوف وهلع بفعل التغيرات في حالة السوق وتراجع التجارة العالمية، وكذلك تراجع الإنفاق الخاص، وهذا يؤدي إلى خفض الطلب على الإنتاج، مما يندرج بكساد شديد ما لم تقم الحكومات تعويض ذلك بإنفاق حكومي.¹

رابعاً: التدابير المتخذة لمواجهة أزمة 2008

- قامت بعض الدول باتخاذ مجموعة من التدابير لمواجهة الأزمة تتمثل فيما يلي:²
- قيام العديد من الدول بشراء الأصول المتعلقة بقروض العقارات من البنوك وشركات التمويل (أمريكا قدمت حوالي 700 مليار دولار).
 - تقديم ضمانات للودائع لدى الجهاز المصرفي من قبل الحكومات.
 - خفض معدلات الفائدة (بنك الاحتياطي الفيدرالي قام بخفض معدل الفائدة من حوالي 5.25% عام 2007 إلى حوالي 2% بعد الأزمة)، كما قام البنك المركزي الأوروبي بخفض سعر الفائدة من 4.25% إلى 3.75%، واتخذت كل من البنوك المركزية في كندا والمملكة المتحدة وسويسرا والسويد نفس الإجراء بالتخفيض بمقدار نصف في المائة.
 - قامت البنوك المركزية في مختلف أنحاء العالم بضخ أموال في سوق المال، حيث قام البنك المركزي الأوروبي بضخ أكثر من 69 مليار أورو، و14.2 مليار دولار أمريكي من البنك المركزي الياباني، وكذلك قامت الحكومة البريطانية بدعم مبادرة لإنعاش سوق العقارات من الركود بتكلفة تصل إلى نصف مليار جنيه استرليني.
 - إن قرار الحكومة الأمريكية تخصيص مبلغ 700 مليار دولار لضخها في القطاع المصرفي قد لا تغطي الديون المتعثرة سوى 6% منها، وهي غير كافية لمعالجة الأزمة وهو ما يفسره استمرار هبوط مؤشرات البورصة.
 - دعوات التهدئة التي قدمها بعض وزراء المالية.
 - بعض الدول قامت بتحديد سقف لقروض تمويل المشروعات بنسب مختلفة حسب القطاع.
 - تخفيض ضرائب الفائدة على رأس المال إلى 0.5%.
 - قيام الولايات المتحدة بتجميد الموازنة الفيدرالية أي عدم التوسع في الإنفاق الحكومي.
 - انخفاض معدل الضريبة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى حوالي 10% لتشجيع الاستثمار.

¹ علي عبد الفتاح أبو شرار، مرجع سابق، ص 128.

² مفتاح صالح، الأزمة المالية العالمية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، بسكرة، ديسمبر 2010، ص 13، على الموقع:

http://fsecsg.univ-biskra.dz/index.php?option=com_content&view=article&id=39&Itemid=31

الفصل الثاني: نظرة عن أسواق الأوراق المالية وأزماتها

- الدعوة الى اصلاح آليات العمل في مؤسسات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بعد اصلاح أسس ومقومات انشائه للحد من الهيمنة الأمريكية عليه.
- معالجة قضايا الرقابة المالية على المؤسسات المالية من خلال ادارة واشراف هيئات رقابية دولية مستقلة تتمتع بالشفافية التامة.
- ايجاد ادارة أفضل للسيولة الدولية ووقف الاعتماد على عملة الدولار، وذلك باعتماد وحدة حقوق السحب الخاصة لتكوين الاحتياطات الدولية.

خلاصة

إن وجود سوق أوراق مالية يعتبر أداة مهمة وفاعلة لتوفير المال وتعبئة المدخرات، والحصول على التمويل اللازم للتوسع في الأنشطة، كما تعتبر سوق الأوراق المالية مؤشرا للمناخ الاستثماري والاقتصادي لكل دولة من الدول عن طريق تجميع المدخرات وتخصيصها إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا ماليا.

من خلال هذا الفصل تم تناول الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية من خلال التعرف على موقعها بين مختلف الأسواق الأخرى، و تقديم مفهومها ومختلف أقسامها، كما أبرزنا أهمية المعلومة لتحديد مدى كفاءة سوق الأوراق المالية، ومن جهة أخرى تعرضت الأسواق إلى أزمات اختلفت من حيث أسبابها وأنواعها، إلا أنه من خلال دراستها يتضح أن أسباب الأزمات المالية السابقة كانت أغلبها تتعلق بالأنظمة النقدية والمالية المتبعة في الدول التي كانت مصدر الأزمة.

كما شهد العالم أزمة مالية خانقة تعد حلقة جديدة في سلسلة الأزمات التي يمر بها الاقتصاد الرأسمالي، تعددت أسبابها إلا أنه كان لتقنية التوريق وصناديق التحوط أثرا كبيرا في إحداثها، كما كانت لها آثار على الاقتصاديات لا يزال العالم في الوقت الحالي يعاني من تبعاتها المدمرة.

الفصل الثالث:

علاقة صناديق التحوط وآلية

التوريق بالأزمة المالية

العالمية 2008

في سوق الولايات المتحدة

الأمريكية

تمهيد:

شهدت بداية سنة 2007 بوادر أزمة الرهن العقاري، لتنتشر فيما بعد لتصبح أزمة مالية عالمية انطلاقاً من الولايات المتحدة الأمريكية ثم امتدت لدول العالم لتصل دول أوروبا وآسيا والدول النامية التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي، وكنتيجة محتومة لارتباطها الاستثماري بالأسواق المالية الأمريكية والتي تعتبر أحد أقوى الأسواق في العالم.

فبورصة نيويورك تعد أكبر سوق لتبادل الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية من حيث حجم عملياتها وتأثيرها على باقي الأسواق المالية الدولية، وتحتوي على أكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة، وتعتمد هذه السوق على عدة مؤشرات لقياس أدائها نجد أشهرها مؤشر داو جونز الذي يعتبر مقياساً للأوضاع الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية.

غير أن الانفتاح المتسارع للأسواق المالية العالمية، أدى إلى تنامي ظاهرة الابتكارات والمتمثلة في آلية التوريق، بالإضافة إلى زيادة المضاربات التي تعتمد على صناديق التحوط، والتي كانت لهما علاقة مباشرة في إحداث هذه الأزمة.

ومن خلال هذا الفصل سنتطرق إلى دراسة بورصة نيويورك وانتقال أزمة 2008 إلى العالم، كما سنحاول تبيان علاقة كل من صناديق التحوط وآلية التوريق بالأزمة المالية العالمية 2008.

المبحث الأول: بورصة نيويورك

تعتبر الأسواق المالية الأمريكية أحد أقوى الأسواق في العالم، وتحديدًا بورصة نيويورك التي تتمتع في الأغلب بمستويات أداء وصفة بالجيدة جدًا وذلك على الرغم من الأزمات المالية التي مستها، وكون بورصة نيويورك محل دراستنا، ارتأينا التركيز على هذه الأخيرة في هذا المبحث.

المطلب الأول: نشأة بورصة نيويورك

تعتبر بورصة نيويورك (NYSE) أقدم وأكبر بورصة منظمة في العالم، أسسها " المجلس الكبير " سنة 1792 من قبل 24 سمسار من مدينة نيويورك، لتنظيم أول سوق تداول أسهم وسندات (خاصة بعد إصدار الحكومة الأمريكية لسندات خزينة بقيمة 80 مليون دولار لتسديد نفقات الحرب الأهلية)، وأصبح تعهدهم ذلك هو اللبنة الأولى في إنشاء بورصة نيويورك، في حين ظل بقية المتداولين في شوارع نيويورك يتبادلون الأسهم والسندات بالطريقة القديمة، هؤلاء اتجهوا بعد ذلك إلى إنشاء البورصة الأمريكية (AMEX*). اتجهت البورصة الأمريكية في اتجاهين، حيث الطريق الأول هو طريق المنظمين الـ 24 والذين أسسوا بورصة نيويورك وأسموها بورصة نيويورك للأسهم والتبادل (NYS&EB) وتم اختصار الاسم بعد ذلك في العام 1863 باسم بورصة نيويورك لتبادل الأسهم (NYSE) واتخذوا بعد ذلك من وول ستريت مقرًا لهم وكانت أكبر الشركات الأمريكية مدرجة بها، وعلى صعيد آخر اتجه تجار الشوارع بنيويورك بعد ثورة الذهب بكاليفورنيا والحرب الأهلية الأمريكية بإدراج الأسهم الصغيرة وأسهم الشركات الناشئة بسوق منظم وأسموه بالبورصة الأمريكية (AMEX).¹ حاليًا تتضمن بورصة نيويورك أسهم مثل جنرال إلكتريك، ماكدونالدز، وسيتي غروب، كوكا كولا، جيليت و وول مارت، أصبحت السوق المفضل لأكبر الشركات في أمريكا.²

تقع هذه البورصة في مدينة نيويورك وهي أكبر سوق لتبادل الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية من حيث تعاملاتها بالدولار، وثاني أكبر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة، حيث اجتازها سوق

* البورصة الأمريكية ثاني أكبر سوق للأوراق المالية من حيث حجم التعامل وقيمتها، وهي واحدة من خمس أسواق أسهم مسجلة في الولايات المتحدة الأمريكية.

¹ على الموقع: <http://forum.arabictrader.com/t120794.html>، تاريخ الاطلاع: 2016/05/02.

² على الموقع: <http://www accuratex.com.lb/ar/products/education/what-are-stocks>، تاريخ الإطلاع: 2016/05/02.

(NASDAQ*) عام 1990، ولكن القيمة السوقية للشركات المدرجة أو ما يعرف بالرملة السوقية فهي أكبر بخمس أضعاف عن الشركات المدرجة في سوق (NASDAQ)، حيث تضم بورصة نيويورك أسهم لـ 2764 شركة مقابل نحو 3200 في بورصة ناسداك، وقيمة سوقية إجمالية لأسهم الشركات فيها بنحو 25 تريليون دولار بنهاية 2006 وأكثر من 30 تريليون في أواخر 2011.¹

يعتبر عام 1792 البداية الحقيقية لسوق نيويورك للأسهم، والذي فيه بدأ المستثمرون ببيع الأسهم وشرائها لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية، واستمر هذا السوق بالتطور إلى أن سجل رسمياً في عام 1934، ومن ثم أصبح منظمة غير ربحية في عام 1971، وقد بلغت إيراداته في عام 1999 حوالي 735 مليون دولار ومن ثم تجاوزت أرباحه 75 مليون دولار، أي أن صافي الربح لديه يساوي حوالي 10 من الإيرادات ويعد ذلك جيداً. في عام 1972 تعاونت بورصة (AMEX) وبورصة نيويورك (NYSE) تحت مظلة واحدة لتقديم خدمات موحدة، وأطلقت عليها إسم سيك لتبادل الأوراق المالية (SIAC)، وتم إدراج البورصتين وصنفتا على أنهما غير ربحيتين، وفي العام 2005 انضمت بورصتا الباسفيك وأرشيبيلاجو الأمريكيتين واللتين تأسستا بالغرب الأمريكي بلوس أنجلوس إلى بورصة نيويورك، وتكونت العملاقة (NYSE GROUP)، وسنة 2007 اندمجت مجموعة بورصة نيويورك مع البورصة الأوروبية يورونكست لتشكيل (NYSE EURONEXT)، والتي أصبحت بذلك أول سوق عالمي للأوراق المالية، وتحتوي بورصة نيويورك على مؤشرات عدة لقراءة القطاعات الاقتصادية كمؤشر "داو جونز الصناعي" لأكثر من 30 شركة صناعية أمريكية، ومؤشر "ستاندر أند بور" لأكثر من 500 شركة مالية أمريكية وفي العام 2008 انضمت (AMEX) إلى العملاق (NYSE Euronext Group)، لتصبح بذلك بورصة نيويورك قد استحوذت على أكثر من 85% من الشركات الأمريكية وعلى 2000 شركة أوروبية من 6 دول مختلفة وإمكانية التداول من أي بروكر (broker) يتعامل مع السوق الأمريكي.²

* هي سوق مالي أمريكي أنشئ في عام 1971، مقر ناسداك الرئيسي يقع في مدينة نيويورك، وهي أكبر بورصة تعمل على أساس الشاشات الإلكترونية في الولايات المتحدة الأمريكية مع نحو 3200 شركة مدرجة بها، كما أن متوسط عدد الأسهم المباعة بها يومياً أعلى من أي بورصة أمريكية أخرى، أغلب الشركات المدرجة فيها تكنولوجية وتعتبر المؤشر الرئيسي للسوق التكنولوجي الأمريكي.

¹ على الموقع: <http://www.ouargla.org/t6182-topic> ، تاريخ الإطلاع: 2016/05/02.

² وليد سليمان، السوق الأمريكي (نبذة عنه، تركيبته، منتجاته، مؤشرات وقطاعاته)، على الموقع:

<http://www.my.mec.biz/t30904.html#.VzGxJiGwIV> ، تاريخ الإطلاع: 2016/05/02.

المطلب الثاني: تنظيم بورصة نيويورك وآليات التداول

تعتبر بورصة نيويورك شركة مساهمة تدار من قبل هيئة مديري البورصة، هذه الهيئة تمثل الشركات الأعضاء في البورصة وجمهور المتعاملين، وهي المسؤول الرئيسي عن وضع السياسات الخاصة بالبورصة.

أولاً: تنظيم بورصة نيويورك

1- أعضاء بورصة نيويورك:

لعل أهم نقطة نركز عليها لدراسة تنظيم هذه البورصة هي معرفة أعضاء بورصة نيويورك، إذ تتكون من خمسة أعضاء رئيسيين هم: السماسرة الوكلاء بالعمولة، سماسرة الصالة، تجار الصالة، المتخصصون وتجار الطلبات الصغيرة، وستعرض لكل منهم:¹

أ- **السماسرة الوكلاء بالعمولة:** السماسر الوكيل هو شخص يحمل عضوية البورصة ويعمل كوكيل في قاعة التداول ويقومون ببيع وشراء الأوراق المالية نيابة عن بيوت السمسرة، كما قد يعمل تاجراً لحسابه الخاص، ومن مهامهم الرئيسية استلام طلبات البيع والشراء وتنفيذها في السوق.

ب- **سماسرة الصالة:** يقدمون خدماتهم لمن يطلب في قاعة التداول، وهم لا يعملون لصالح بيت سمسرة محدد، ومن ثم فإن عليه أن يدفع رسم العضوية من أمواله الخاصة، حيث أن وظيفتهم الأساسية هي تنفيذ طلبات الوكلاء السماسرة في فترات ذروة السوق مقابل الحصول على عمولة.

ج- **تجار الصالة:** يطلق عليهم اسم التجار المسجلون، وهم يشبهون سماسرة الصالة في أنهم يدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة، غير أنهم يختلفون عنهم في أنهم يعملون لحسابهم الخاص، وهم عبارة عن مضاربون يبحثون عن فرص بيع وشراء مربحة لتحقيق ربح خاص بهم.

د- **المتخصصون:** يمتلكون مقاعد في بورصة نيويورك، يدفعون رسوم العضوية من أموالهم الخاصة، يتعاملون بعدد محدد من الأسهم قد خصص لهم من قبل البورصة، يعرفون بصناع السوق، حيث يمكنهم أن يعملوا كسماسرة أو كوكلاء.

و- **تجار الطلبات الصغيرة:** هم التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلبات بكميات كبيرة ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة، يتقاضى هؤلاء التجار عمولة أكبر نسبياً بالقياس بغيرهم من التجار الذين يبيعون بكميات أكبر في الطلبية الواحدة.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 103 - 106.

2- عضوية بورصة (NYSE) وشروط إدراج الشركات فيها:

يشار إلى عضوية البورصة بالمقاعد المحصنة، والعضوية غير مجانية إذ ينبغي دفع مبلغ كبير للحصول عليها، حيث يبلغ عدد أعضاء هذه البورصة 1366 عضواً، ووصلت قيمة المبلغ المطلوب للحصول على العضوية إلى ما يزيد عن نصف مليون دولار، وللعضو الحق في التصويت لانتخاب مجلس المحافظين، كما أن له أن يتنازل عن عضويته لشخص آخر تتوافر فيه الشروط المطلوبة.¹

كما وتحكم أنشطة أعضائها مجموعة من القواعد والإجراءات بالإضافة إلى نظامها الأساسي، ويتم انتخاب 26 عضواً لمجلس المديرين للإشراف على البورصة، ويقوم بالإدارة الفعلية 12 عضواً فقط، بالإضافة إلى عضوين يعملان كل الوقت داخل البورصة وهما الرئيس التنفيذي ونائب الرئيس، أما بقية الأعضاء وعددهم 12، فيطلق عليهم مديري عموم، ولكي ينضم أي فرد لعضوية البورصة، فإنه يقوم بشراء مقعد مخصص من عضو حالي، وهذا المقعد يسمح للعضو بتنفيذ عمليات التداول واستخدام إمكانيات البورصة، ويلاحظ أن لمعظم بيوت السمسرة عضوية في البورصة عن طريق أحد كبار العاملين بها أو أحد الشركاء، وقد يكون لها أكثر من عضو واحد، وفي جميع الأحوال يطلق على عضوية بيت السمسرة عضوية مؤسسة، ويطلق على السهم الذي يتم تداوله في بورصة نيويورك بالسهم المسجل، ويتم التسجيل بناءً على طلب تقدم به الشركة والطلب يكون عادة غير رسمي وفي حالة الموافقة على هذا الطلب يتحول إلى طلب رسمي معلن.²

وتتلخص الشروط العامة للتسجيل في بورصة نيويورك كالآتي:³

- ألا يقل صافي الربح قبل الضريبة أي الربح الإجمالي الذي حققته الشركة في السنة الماضية عن 2.5 مليون دولار، وألا يقل عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين عن السنة السابقة.
- ألا تقل قيمة الأصول المادية الملموسة عن 18 مليون دولار.
- ألا تقل القيمة الاسمية للأسهم الشركة عن 18 مليون دولار.
- أن يملك الجمهور حصة لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار في رأس المال الشركة.
- أن يوجد 2000 مساهم على الأقل، يملك كل منهم 100 سهم أو أكثر.

بالإضافة إلى تلك الشروط الأساسية، وضعت بورصة نيويورك ثلاثة شروط أخرى مكملة تتمثل كالآتي:⁴

¹ المرجع نفسه، ص 103.

² رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص 145.

³ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 97.

⁴ المرجع نفسه، ص 97.

- أن يكون للشركة مكانتها على المستوى القومي، أي تثبت الشركة وجودها على أرض الواقع عن طريق مساهمتها في الناتج القومي.

- أن تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة التي تنتمي إليها.

- أن تنتمي الشركة إلى صناعة تتميز بالتوسع والنمو، أو لها فرصة في المحافظة على مركزها في السوق.

هذا وإذا ما اتضح بعد فترة من تسجيل المنشأة بالبورصة أن إقبال المستثمرين على أسهمها قد انخفض

بشكل ملحوظ، حينئذ يجوز لإدارة البورصة إلغاء التسجيل.

مع الإشارة إلى أن عضوية وشروط التسجيل في بورصة نيويورك قد تكون تغيرت بعد أزمة 2008.

ثانياً: آلية التداول في سوق نيويورك:

بورصة نيويورك هي أول مركز تداول للصراف، حيث يتم تداول الكثير من الأدوات وجها لوجه في قاعة التداول، والطلبات تأتي من خلال شركات الوساطة المالية التي هي أعضاء في التبادل والتدفق وصولاً إلى طابق السماسرة الذين يجتمعون في موقع محدد، حيث يتم تداول السهم في هذا الموقع، والمعروف أيضاً باسم مركز التداول، وهناك شخص معين متخصص مهمته هي المطابقة بين المشتري والبائع، يتم تحديد الأسعار باستخدام أسلوب المزايمة أو العرض: السعر الحالي هو أعلى مبلغ، المشتري على استعداد للدفع وأدنى سعر هو الذي يكون البائع على استعداد للبيع به، وما إن تتم العملية التجارية يتم إرسال التفاصيل إلى شركة الوساطة، التي بدورها تقوم بإعلام المستثمر الذي وضع الطلب (البيع أو الشراء)، وبالرغم من وجود الاتصال البشري في هذه العملية، فإن أجهزة الكمبيوتر تلعب دوراً هاماً في هذه العملية.¹

في الطريقة التقليدية المتبعة في سوق نيويورك وعند وصول أوامر البيع والشراء إلى السوق، يقوم ممثل الوسيط بأخذ الأمر من الطابعة والاتجاه إلى خزانة التداول الخاصة بالشركة المعنية، ومن ثم يقوم بالاستفسار من الأخصائي عن السعر الحالي للسهم، وعادة تكون هناك شاشة إلكترونية إلى الأعلى من خزانة التداول توضح السعر الحالي لكل سهم يتم تداوله في هذه الخانة، ولكن ممثلي الوسطاء والأخصائيين غالباً يصيحون بصوت مرتفع للفت أنظار الحضور والبحث عن لديه سعر أفضل من السعر الحالي، ويطلق على خاصية اكتشاف السعر بهذه الطريقة بنظام النداء المفتوح وتعتبر الطريقة المثالية للحصول على أفضل سعر، وبعد إنهاء كل صفقة يقوم كل

¹ على الموقع: <http://www.accuratefx.com.lb/ar/products/education/what-are-stocks>، تاريخ الاطلاع: 2016/04/10.

من الأخصائي ووسيط البائع ووسيط المشتري بإدخال الصفقة بالحاسب الآلي الخاص بكل منهما لتكون النتيجة كالاتي:¹

- يظهر في حساب البائع إشارة لكونه قد باع عددا من الأسهم بالسعر الذي تمت به الصفقة، ويتم تحصيل المبلغ لصالحه خلال ثلاثة أيام حسب النظام ومن المتوقع أن يتم تقليص المدة إلى يوم واحد.

- يظهر في حساب المشتري إشارة لكونه قد اشترى عددا من الأسهم بالسعر الذي تمت به الصفقة وعليه تسديد المبلغ خلال ثلاثة أيام.

- يقوم الأخصائي بتحديث شريط التداول الذي يظهر على شاشات البورصات في جميع أنحاء العالم، مشيرا إلى تداول العدد والكمية التي تمت بها الصفقة والتي تعرف بآخر سعر.

وبالرغم من أن سوق نيويورك يستخدم نظاما آليا عن طريقه يتم إيصال الأمر إلى الأخصائي بدون وسيط، إلا أن الطريقة اليدوية لا زالت تمارس في سوق نيويورك خصوصا عندما يكون عدد الأسهم كبير.

المطلب الثالث: مؤشرات بورصة نيويورك

يمكن تقديم مفهوم مؤشر الأسواق المالية على أنها تقنية وأداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أجل التعرف على أداء السوق، ومن أبرز المؤشرات المستخدمة في بورصة نيويورك ما يلي:²

أولا: مؤشر داو جونز Dow Jones

يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت سنة 1884، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو "تشارلز دو" الذي أصبح فيما بعد محور للصحيفة نفسها، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 9 أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي 1896، ثم إلى 20 سهم في 1916، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة، وتمثل تلك الأسهم 30 شركة أي بمعدل سهم لكل شركة، تتسم هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة الحجم وعدد المساهمين.

¹ يوسف إسحاق عقابي، بلقاسم بوشعالة، دور عقود الخيارات والمضاربات الوهمية في الأزمات المالية دراسة حالة بورصة نيويورك-الأزمة المالية 2008-، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2012، ص ص 97، 98.

² على الموقع: www.staralgeria.net/t7621-topic ، تاريخ الاطلاع: 2016/04/10.

وعلى الرغم من الشهرة العالمية والاستعمال المكثف لهذا المؤشر إلا أنه يحسب كأبي وسيط حسابي، أي يجمع أسعار 30 شركة صناعية أمريكية وتقسم على عددها.

الشكل رقم (1): بطاقة فنية لمؤشر داو جونز

معلومات	
النوع	عام
تاريخ التأسيس	24 مايو 1896
المؤسس	تشارلز داو وايدوارد جونز
الجنسية	 الولايات المتحدة الأمريكية
أهم الشخصيات	ليس هينتون، الرئيس التنفيذي
المقر الرئيسي	 مانهاتن نيويورك
الصناعة	اخيار، صحف
المنتجات	وول ستريت جورنال داو جونز نيوزواير
العائدات	\$1.783 مليار دولار أمريكي (2006)
صافي الأرباح	\$386.655 مليون دولار أمريكي (2006)

Source: <https://ar.wikipedia.org/wiki/%D9%85%D8%A4%D8%B4%D8%B1>

ثانياً: مؤشر ستاندر أند بور 500

بدأ تكوين مؤشر ستاندر أند بور في 04 مارس 1957، ويمتاز بكونه أشمل من مؤشر داو جونز كما يمتاز بكونه موزوناً على أساس القيمة.

على الرغم من توجيه بعض الانتقادات إليه مثل تأثره بالشركات الكبرى وتحيزه لها، يبقى من أهم المؤشرات الشائعة الاستعمال لدى المتعاملين كما يعتبر من بين المؤشرات التي تحاول أن تعكس اتجاه الأسعار بصدق.

الشكل رقم(2): بطاقة فنية لمؤشر ستاندر أند بور

معلومات	
النوع	شركة ذات مسؤولية محدودة
تاريخ التأسيس	عام 1860، الوضع الحالي بدأ سنة 1941
المؤسس	داريل لتكريدج
الجنسية	 الولايات المتحدة
أهم الشخصيات	ديفن شارما (الرئيس)
المقر الرئيسي	نيويورك
الشركة الأم	مكغرو هيل
عدد الموظفين	10,000 (تقديري)
الصناعة	خدمات مالية 
النشاط	خدمات مالية
العائدات	\$2.61 مليار دولار أمريكي (2009) ^[1]

source: <https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%B3%D8%AA%D8%A7D>

ثالثا: مؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم

لقد جاء هذا المؤشر أساسا لتغطية النقص أو بالأحرى للإجابة عن النقد الموجه لمؤشر داو جونز، بالإضافة إلى ذلك أرادت السلطات إنشاء مؤشرها لكافة الأسهم المتداولة لتوفير وسيلة لقياس اتجاه الأسعار في السوق بكل أمانة، لهذا قامت في سنة 1965 بإنشاء هذا المؤشر بالإضافة إلى أربع مؤشرات فرعية خاصة بقطاعات الصناعة، النقل، الخدمات العامة والقطاع المالي.

من الناحية التاريخية هذا المؤشر متوفر منذ 07 جانفي 1939 إلى 28 ماي 1964 بمعدل مرة كل أسبوع، أي قامت سلطات البورصة بتوسيع حسابه إلى ذلك التاريخ كما يتوفر على معدل يومي منذ 28 ماي 1964 حسب أسعار الإغلاق، أما المؤشرات الفرعية الأربعة فمتوفرة منذ 31 ديسمبر 1965 وفقا لأسعار الإغلاق أيضا.

رابعا: مؤشر فاليو لاين 1400 Value Line

أنشئ هذا المؤشر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1963 بعينة تتكون من 1400 شركة مقسمة على مختلف القطاعات كما يلي: 1217 شركة صناعية، 154 شركة تابعة لقطاع الخدمات و 29 شركة لقطاع

النقل، أعطيت له قيمة 100 في سنة الأساس (30 جوان 1961) وهو موزون على أساس السعر وبالتالي يعدل كلما كان هناك رفع برأس المال أو غيره من العمليات المالية.

المطلب الرابع: التلاعبات في بورصة نيويورك وانتقال الأزمة إلى العالم

أولاً: التلاعبات في بورصة نيويورك

إذا كان التوسع في التوريق قد تسبب في تفجير الأزمة، فإن التلاعب فيه قد أدى إلى تعميقها وانتشارها، حيث يرى بعض المحللين أن السبب الرئيسي وراء توسع وتعمق أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2008 هو التلاعب في التوريق العقاري وغير العقاري (توريق قروض شراء السيارات والقروض الطلابية وبطاقات الائتمان...)، وحصل هذا التلاعب على اتجاهات ثلاثة نوضحها فيما يلي:¹

1- التلاعب في ضمانات قروض التوريق:

لأجل تحقيق أرباح سهلة، لجأ أطراف التوريق إلى التلاعب في الضمانات اللازمة للاقتراض، ولم يحدث التلاعب من طرف المقرضين فقط بل من المقترضين كذلك، واتخذ ثلاثة صور هي:

أ- توريق القروض الرديئة (Sub-prime): يحدث التلاعب هنا من طرف المقترضين، فلأجل حصولهم على قرض لشراء عقار مثلاً، يقوم الواحد منهم برهن العقار كضمان لسداد مبلغ القرض، ونظراً لارتفاع قيمة عقاره بسبب تزايد الطلب على العقارات، يقوم بالاقتراض مرة أخرى بضمان نفس العقار، لذا سميت بالقروض من الدرجة الثانية (أو الأقل جودة أو الرديئة)، لأنه إذا عجز صاحبها عن السداد خلال الفترة المحددة لن تكون قيمة العقار كافية لسداد قيمتي القرضين وفوائدهما.

ب- توريق القروض دون الحدية: سميت هذه القروض بهذا الاسم لضعف دخول طالبيها وعدم قدرتهم على السداد، فقد وقع التلاعب في هذه الحالة من طرف المقرضين من خلال عدم اهتمامهم بالملاءة المالية للمقترض، فقدموا قروضا لأفراد من ذوي الدخل المنخفضة وغير المنتظمة لشراء عقارات، كما شاركت شركات التأمين في هذا الأمر بتشجيعها لهذه القروض واستعدادها لتقديم تأمين ضد عدم سدادها.

ج- توريق القروض المسممة (Toxic assets): قدمت البنوك العقارية الأمريكية قروضا لطالبيها متجاهلة تماماً جداتهم المالية، حيث لم تلزمهم بتقديم أصول رهنية (ضمانات) تضمن سدادها لبعضهم، ودون أن يكون لبعضهم دخول حاضرة نفي بسدادها للبعض الآخر.

¹ رفيق شرياق، السعيد بريك، مرجع سابق، ص ص 20، 21.

2- التلاعب في عقود المشتقات:

ازدادت أسواق الأوراق المالية هشاشة نتيجة التوسع في التعامل بالمشتقات التي لا تمثل التعامل في أسعار ودخول أصول مالية حاضرة، بل تشتق من أصول مالية وهمية لا يمتلكها أي من الطرفين وقت التعاقد وتنطوي على وعود بالبيع أو الشراء في المستقبل.

3- التلاعب للتهرب من الرقابة:

إن التلاعب في ضمانات التوريق وفي عقود المشتقات المالية، حصل في ظل غياب رقابة مالية فعالة من البنوك الإقليمية والمؤسسات المالية الدولية، وقد حدث هذا التهرب عن طريق التلاعب الذي اتخذ صورتين هما:
أ- عدم إظهار المؤسسات المالية التوريق في ميزانياتها: إذ أخفت العديد من الشركات المالية الضخمة في الولايات المتحدة الأمريكية كثيرا من عملياتها الاستثمارية المورقة عن رقابة البنك الفدرالي، وذلك بعدم إدراجها في قوائمها المالية.

ب- إنشاء فروع للمؤسسات المالية تعمل في السوق المغتربة: إضافة لما قامت به المؤسسات المالية من إخفاء لجزء كبير من أنشطتها عن الجهات الرقابية، فإنها أنشأت فروعاً لها تدير عملياتها المالية المشبوهة، وما ذلك إلا لأجل التحايل على مقررات لجنة بازل، فلا تظهر هذه الأنشطة في قوائمها المالية.

ثانياً: انتقال الأزمة المالية من بورصة نيويورك إلى العالم

من المعلوم أن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 قد بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية عندما قام ملايين الأشخاص غير المؤهلين لعدم قدرتهم المالية بالحصول على قروض عقارية، وذلك وبتشجيع من إدارة المؤسسات المالية، وكذلك السلطات النقدية في بعض الأحيان، بالاقتراض بكثافة من البنوك ومؤسسات الإقراض العقاري، اعتماداً على توقع ارتفاع أسعار المساكن في المستقبل، الأمر الذي سيمكنهم من الحصول على قروض إضافية في مقابل هذا الارتفاع في قيمة المساكن لخدمة هذه القروض، إلا أن توقف أسعار المساكن عن الارتفاع، بل و ميلها نحو الانخفاض أوقع ملايين المقترضين في أزمة، حينما توقفوا عن خدمة ديونهم نتيجة عدم قدرتهم أصلاً على ذلك، وقد أدى توقف المقترضين عن السداد إلى حدوث خسائر هائلة لشركات الرهن العقاري والبنوك، مما عرض تلك الشركات والبنوك لخطر الإفلاس، من ناحية أخرى فإن انخفاض أسعار المساكن أدى إلى انخفاض في ثروة الأشخاص، الأمر الذي أدى إلى حدوث أثر عكسي على الإنفاق الاستهلاكي في الولايات المتحدة، وأخذ الاقتصاد الأمريكي يدخل حالة من الكساد العنيف.¹

¹ يوسف إسحاق عقابي، بلقاسم بوشعالة، مرجع سابق، ص 116.

حيث بلغت الأزمة ذروتها في سبتمبر/أكتوبر عام 2008 عندما قررت الحكومة عدم إنقاذ بنك الاستثمار "ليمان براذرز" (Lehman Brothers) في حين كانت الحكومة الأمريكية قد ساعدت قبل ذلك بنك الاستثمار "بير ستيرنز" (Bear Sterns)، والوكالات العقارية "فريدي ماك" و"فاني ماي"، والقرار العكسي في حالة بنك "ليمان براذرز" زرع الاستقرار في الأسواق المالية العالمية، وقد تطورت الأزمة بعد ذلك بصورة سريعة مؤثرة بذلك على شركات التأمين كمجموعة "أمريكان إنترناشيونال غروب" (AIG) التي تعتبر أكبر شركة تأمين في الولايات المتحدة الأمريكية، إلى جانب كثرة حالات الاندماج القسري للبنوك بطريق الاستحواذ، وحالات إشهار الإفلاس التي طالت العشرات من البنوك والمؤسسات المالية العملاقة، حتى بلغ عددها في الولايات المتحدة الأمريكية وحدها، بعد شهرين فقط من انفجار الأزمة المالية تسعة عشر بنكاً عملاقاً.¹

وتحولت الأزمة المالية في الولايات المتحدة من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية عالمية، فقد انتقلت الأزمة إلى باقي دول العالم وذلك نتيجة عدة أسباب أهمها:²

- التزامات الديون المرهونة: لقد شاع استخدام أدوات الاستثمار المرتفعة الخطورة وأهمها ما يسمى التزامات الديون المرهونة، فقد كانت البنوك في مختلف دول العالم قد استثمرت أموالاً طائلة في الولايات المتحدة من خلال شراء ديون أمريكية مرهونة، بصفة خاصة رهون العقارية من الدرجة الثانية، حيث تم تجميع هذه الرهون في صورة "التزامات ديون مرهونة"، والتي تعد التزامات الديون المرهونة نوعاً من السندات التي تتم تغطيتها بواسطة القروض، أو السندات الأخرى أو الأصول، وتستخدم هذه السندات لتخفيض أثر عمليات الإقراض على ميزانيات البنوك المقرضة، وقد ساعد على انتشار تلك الأدوات دخول مؤسسات التقييم الائتماني على الخط بمنح تصنيفات مرتفعة لهذه الأدوات المرتفعة المخاطرة، كما قامت شركات التأمين أيضاً بضمان مثل هذه الأدوات. وقد لعبت هذه الالتزامات دوراً مهماً في أزمة الائتمان الأخيرة في الولايات المتحدة، حيث أدى التوقف الجماعي للمقترضين عن سداد القروض العقارية إلى تعرض شركات الإقراض العقاري والبنوك للإفلاس، وأخطر هذه الحالات كانت حالة إفلاس بنك ليمان براذرز، من المؤكد طبعاً أنه كان هناك عدم إدراك لطبيعة المخاطر المصاحبة لمثل هذا النوع من الأدوات المالية قبل نشوب الأزمة، والآثار المدمرة التي يمكن أن تنشأ عنها، حيث أدى إقبال البنوك التجارية في شتى أنحاء العالم على شراء مثل هذه الأصول إلى تعريض الكثير منها لمخاطر الإفلاس، وخصوصاً في أوروبا.

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 48.

² يوسف إسحاق عقابي، بلقاسم بوشعالة، مرجع سابق، ص 117، 118.

- **ترابط النظام المصرفي العالمي:** من المعلوم أن النظام المصرفي العالمي يتسم بالترابط، حيث تعتمد البنوك في دول العالم إلى حد ما على بعضهما البعض لضمان توفير السيولة المناسبة، ففي حالة انخفاض السيولة لدى بنك ما فإنه يقوم غالباً بتعويض هذا الانخفاض من خلال الاقتراض من بنك آخر، غير أنه عندما يبدأ أحد البنوك في تحقيق خسارة، فإن باقي البنوك تصبح أقل استعداداً لإقراض هذا البنك، وربما لجميع البنوك الأخرى أيضاً، بسبب ارتفاع مستويات المخاطرة المتوقعة في الائتمان، وقد ترتب على الأزمة المالية العالمية تحقيق الكثير من البنوك في دول العالم لخسارة هائلة، وهو ما أدى إلى التأثير بصورة جوهرية على النظام المصرفي العالمي، حيث امتنعت البنوك في جميع دول العالم عن إقراض بعضها البعض، وهو ما أدى بدوره إلى انخفاض الإقراض المصرفي للشركات والمستهلكين ومن ثم التأثير السلبي على مستويات الطلب الكلي الأمر الذي أسهم في تحول الأزمة من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية.

- **حركة الصادرات و الواردات:** انخفاض حجم التجارة العالمية، فمع دخول الاقتصاد الأمريكي في حالة الكساد انخفض الطلب الأمريكي على الواردات من باقي دول العالم، وهو ما أدى إلى انخفاض صادرات شركاء الولايات المتحدة الرئيسيين في التجارة إليها، وهكذا الأمر بالنسبة لباقي دول العالم، حيث انخفض بالتبعية الطلب على الواردات في معظم دول العالم، وبصفة خاصة السلع التجارية العالمية كالنفط الخام، وقد ترتب على انخفاض مستوى التجارة العالمية انخفاض مستويات النشاط الاقتصادي في جميع دول العالم ومن ثم المساهمة في حدوث كساد عالمي.

- **تراجع الثقة:** أثرت الأزمة بشكل سلبي على مستوى ثقة المستهلكين والشركات وتوقعاتهم في جميع دول العالم، وهو ما أدى إلى تراجع مستويات الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري، ومن ثم معدلات النمو الاقتصادي على المستوى العالمي، ومن المعلوم أن خطط الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري تتأثر بصورة كبيرة بمستويات الثقة لدى المستهلكين والمستثمرين.

- **أثر أسواق الأسهم:** أدت المشاكل المالية للبنوك في الولايات المتحدة وأوروبا إلى التأثير بشكل كبير في أسواق المال حول العالم في 2007 و 2008، غير أن عام 2008 قد شهد أكبر تراجع لأسعار الأسهم وهو ما أدى إلى تراجع مستويات ثروة المستهلكين وثقتهم، الأمر الذي أدى إلى انخفاض مستويات النمو، وتشير الأدبيات الاقتصادية إلى انخفاض العلاقة بين أداء بورصة الأوراق المالية ومستويات الإنفاق الاستهلاكي بشكل عام، بسبب انخفاض نسبة المتعاملين في البورصة إلى عموم المستهلكين، ففي المتوسط يتعامل في البورصة حوالي 20% فقط من المستهلكين، وهو ما يؤدي إلى انخفاض تأثير ثروة المستهلكين الممثلة في محافظ الأسهم الممثلة في محافظ

الأسهم على الإنفاق الاستهلاكي، إلا أن حجم الانخفاض الجوهرى في أسعار الأسهم في البورصات في العالم قد أدى إلى التأثير بشكل مباشر في إنفاق المستهلكين، وكذلك الإنفاق الاستثمارى من قبل الشركات. وعلى هذا الأساس كانت إحدى الآثار الأولية التي تم ملاحظتها تتمثل في انخفاض وتراجع أهم مؤشرات البورصات العالمية، حيث تراجع مؤشر "Dow Jones" بنسبة 12%، مؤشر "Nikkei" بنسبة 26%، ومؤشر "CAC40" بنسبة 22%، ومؤشر "Dax" بنسبة 19%، ومؤشر "Fotsie" بنسبة 12%. وتراجعت أسواق المال في كل من تايلاند وماليزيا وهونغ كونغ واندونيسيا وكوريا وسنغافورة وتايوان، في حين كان تراجع سوق الصين أقل من نظيراتها الآسيوية، باعتبار أن الصين لا تمتلك استثمارات مرتبطة بمشكلات الرهن العقاري الأمريكي. كما عرفت كل الأسواق المالية الأوروبية هبوطاً، حيث تراجعت أسواق السويد، هولندا، النرويج، بلجيكا، النمسا، النمرك، فنلندا، بريطانيا وألمانيا، بينما فقد مؤشر "ناسداك" نحو 1.7 من قيمته، وهذا التراجع لم يقتصر على أسهم الشركات المالية ولكن جميع الأوراق المالية المدرجة، وذلك يعكس الصعوبات التي تواجهها المؤسسات المالية يمكن أن تنتقل إلى الاقتصاد الحقيقي.¹

لقد كان لآلية التوريق الدور الكبير في انتقال الأزمة المالية لسنة 2008، من خلال البنوك الأمريكية بتحويل الكثير من القروض العقارية إلى سندات مغطاة بأصول وطرحها للتداول في البورصات الأمريكية بأقل من قيمتها تحت ضغط الحاجة للسيولة، الشيء الذي أثار حالة تهافت عالمية لاقتنائها شملت بالإضافة إلى مستثمرين أمريكيين الكثير من المستثمرين من غير الأمريكيين، حيث تم اقتناء تلك الأصول من طرف البنوك وصناديق الاستثمار وشركات التأمين من مختلف أنحاء العالم، وهو السبب الجوهرى الذي منح الأزمة عند نشوبها بعدا عالميا.²

أما بالنسبة لصناديق التحوط فقد كان لها دور كبير في انتشار الأزمة والاضطرابات عبر الحدود، وذلك من خلال ضخامة موقعها بالنسبة إلى كل من أوراق مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) المنحدرة من قروض المؤسسات (ABS) و(CDO) المنحدرة من عملية التوريق، ولأنها تمثل أكبر مشتر للتزامات الدين المضمونة والمدعومة بقروض الرهن العقاري الثانوية والبالغة 1396 مليار دولار، فإن انخيار أسعار الشرائح عالية المخاطر

¹ حازم البيلوي، الأزمة المالية العالمية الحالية محاولة للفهم، ص 7، على الموقع:

[http://www.siironline.org/alabwab/manawat\(28\)333.ht](http://www.siironline.org/alabwab/manawat(28)333.ht)، تاريخ الاطلاع: 2016/05/25.

² عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادى، الأزمات المالية سجل التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمى الدولى حول

"الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي"، عمان، 1، 2 ديسمبر، 2010، ص 12، على الموقع:

الأزمات-المالية-سجل-التدويل-وأطروحات-التعولم-ال/.../iefpedia.com/، تاريخ الاطلاع: 2016/05/25 .

دفع إلى بيع أصول أخرى، خاصة تلك التي لها أرباح كبيرة غير محققة مثل أسهم الأسواق الناشئة، وهبطت بذلك أسواق الأسهم على مستوى العالم، كما هبطت بالمثل معظم عملات الأسواق الناشئة من حيث القيمة وإن استردت عافيتها سريعاً.¹

تأسيساً على ما سبق يمكن القول أن أزمة الرهن العقاري كان من الممكن أن تنحصر في الولايات المتحدة الأمريكية، و يقتصر موضوع انهيار سوق الإسكان كأزمة إسكان فقط، ولكن الحجم الكبير للدين الأمريكي والاستخدام الواسع للمنتجات المالية المرتكزة على الرهن العقاري في السوق المالي العالمي، دفعت بالأزمة إلى أسواق مالية أخرى خارج الولايات المتحدة ترافق مع شح كبير في السيولة.

¹ دود راندال، الرهنات العقارية مجسات أزمة، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 44، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2007، ص 19، على الموقع: <http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/fandd/2007/12>، تاريخ الاطلاع: 2016/05/25.

المبحث الثاني: علاقة صناديق التحوط وآلية التوريق بالأزمة المالية العالمية 2008

المطلب الأول: علاقة صناديق التحوط بالأزمة المالية العالمية 2008

هناك عدة ملامح تميز صناديق التحوط عن غيرها من أدوات الاستثمار وهي التركيز على العائد بصفة مطلقة، واستخدام أساليب التحوط والاستفادة من فروق الأسعار ونسبة الاستدانة، فقد حدثت حالات انهيار في كافة الأسواق، وصناديق التحوط ليست محصنة ضدها، وأشهر حالة في هذا المجال هي حالة صندوق إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل (LTCM) وهو صندوق شهير للتحوط خسرت كل رأس ماله في خريف عام 1998، ورغم ذلك إلا أن صناديق التحوط ما زالت تتعامل مع مثل هذه المخاطر، ومن بين أهم الاستراتيجيات التي كانت تتعامل بها صناديق التحوط هي إستراتيجية المراجحة Arbitrage إلا أن أكثر ما يهم في الوقت الحاضر هو تأثير مشاركة صناديق التحوط في مخاطر الائتمان التجاري وضخامة مواقعها بالنسبة إلى أوراق مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) المنحدرة من قروض المؤسسات و(CDO) و(ABS) المنحدرة من التوريق، حيث أصبحت صناديق التحوط من المتعاملين الرئيسيين في تجارة منتجات التوريق لأنها تمثل أكبر مشتري للالتزامات الدين المضمونة (CDO) والمدعومة بقروض الرهن العقاري الثانوية البالغة 1400 مليار دولار.¹

الجدول رقم (3) : المتعاملين بالالتزامات الدين المضمونة (CDO)

Asset managers	بنوك	صناديق التحوط	شركات التأمين	
18.8	24.9	46.5	9.8	المجموع (%)
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	Equité
564	746	1396	295	المجموع (مليار دولار)

Source :Patrick Artus et autres, **la crise des subprimes**, les rapports du conseil d'analyse économique, Edition La Documentation française, Paris, 2008, p237.

ففي جويلية 2008، فقدت صناديق التحوط 10 % من قيمة أصولها أي 210 مليار دولار نتيجة انخفاض قيمة محافظها المالية، وفي هذه الحالة حوالي 700 من أصل 7652 صندوق تحوط سجل خسارة أو

¹ عبد الغاني بن علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها على الأزمة المالية العالمية، مذكرة ماجستير، تخصص تحليل اقتصادي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2010، ص 101، على الموقع:

http://biblio.univ-alger.dz/jspui/bitstream/1635/10525/1/BENALI_ABDELGHANI.pdf، تاريخ الاطلاع: 2016/05/19.

انسحب من السوق، وقد قام صندوقا التحوط التابعين لشركة "بيرستينرز" والبنك الاستثماري في نيويورك، بجمع مئات ملايين الدولارات من مستثمرين أثرياء، واقترضا أضعاف المبلغ من البنوك الكبيرة في وول ستريت، وبدأ التداول بسندات سوق القروض العقارية الثانوية، حتى أعلننا إفلاسهما، حيث يمكن القول أنه:¹

- اختتمت صناعة "صناديق التحوط" في العالم أسوأ عام في تاريخها بسحب المستثمرين لرأس مال هائل بلغ 152 مليار دولار أمريكي في الربع الأخير لعام 2008، وذلك وفقاً للبيانات التي أصدرتها مؤسسة بحوث صناديق التحوط (HFR)، وهي إحدى المؤسسات الرائدة في مجال تقديم بيانات صناديق التحوط، حيث تراجع مؤشر مؤسسة بحوث صناديق التحوط المركب الخاص بالصناديق ذات الأهمية والثقل بنسبة 18.3% لعام 2008، وهو العام الثاني فقط الذي انخفض فيه المؤشر منذ 1990.

- عانت صناعة التحوط، أثناء عام 2008، من فترة انحدرات وهبوط لمدة ستة أشهر متتالية، فيما بين شهري جوان وأكتوبر تخللها ارتفاع بنسبة 0.41% في شهر ديسمبر فقط، واشتملت على تذبذب مركز لمدة شهرين في سبتمبر ونوفمبر تراكم فيهما الانخفاض حتى وصلت نسبته إلى 13%، ومع انخفاض الأداء وزيادة تذبذب الأسعار، قام المستثمرون في أثناء 2008 بسحب 155 مليار دولار أمريكي مشكلاً بذلك رقماً قياسياً، وتعتبر هذه المرة الثانية فقط التي عانت فيها صناعة التحوط من صافي تدفقات رؤوس أموال المستثمرين إلى خارج الصناديق منذ أن بدأت (HFR) في تتبع تدفقات الأصول في 1990.

ولقد ساعدت شركات التأمين صناديق التحوط والبنوك على التعامل مع المخاطر وذلك من خلال التأمين على الأوراق المالية، فمن يشتري هذه الأوراق المالية فهو يشتري ديونا مؤمناً عليها، ولذلك لا يهمه بدوره هل المقترض قادر على السداد أم لا، وبما أن القروض مؤمن عليها، فلا يهم ملاءة المقترض أو جدارته الائتمانية، بل المهم هو الرسوم التي يحصلها البنك وغيره من المؤسسات المالية من عمليات التمويل والتوريق وما يتصل بها، بدون هذا التأمين لم يكن من الممكن لهذه الحلقة أن تتضخم وتستفحل إلى هذا الحد، ولم يكن من الممكن نشوء ما يسمى "الأصول السامة" التي كانت بؤرة الخطر في الفقاعة والأساس الهش الذي قامت عليه الأوراق المالية، ولقد أدت المشتقات إلى تركيز المخاطر بدلاً من تفتيتها، وإخفائها بدلاً من تقليلها، وتكمن مصالح شركات التأمين وصناديق التحوط من التأمين على هذه القروض في التالي:²

¹ على الموقع: www.tahasoft.com/books/119.doc، تاريخ الاطلاع: 2016/05/21.

² نادية العقون، مرجع سابق، ص 210.

- الرسوم النقدية التي تحصل عليها، وهي رسوم مغرية إذا كانت المحفظة كبيرة، كما أن حوافز المدراء تعتمد على مقدار الدخل المتحقق، ولذلك كلما زادت الرسوم زادت الحوافز.

- طالما كانت أسعار العقار أو الأصول التي يتم تمويلها في ارتفاع، فلن يكون هناك مخاطر تعثر لأن المقترض يستطيع أن يعيد تمويل العقار بقرض جديد، أو يمكن بيع العقار لتسديد الدين والحصول على ربح إضافي. فالتأمين يشجع على الإقراض، والإقراض يساهم في رفع أسعار العقار، وارتفاع الأسعار يشجع على التأمين على القروض لانخفاض المخاطر، مما يشجع على المزيد من الإقراض وهكذا، فأصبحت حلقة الإقراض والتأمين تغذي بعضها بعضاً، مما أدى إلى تضاعف حجم الفقاعة.

- إن المؤمن يمكنه بيع المخاطر إلى آخرين، إما مفردة أو مركبة مع مخاطر أخرى، على شكل سندات تحاكي سندات القروض نفسها، ويحصل على رسوم إضافية مقابل ذلك، والمشتري لهذه السندات يمكنه بدورها بيعها، ومن ثم نقل المخاطر إلى آخرين، ولهذا كان تضخيم السوق من مصلحة المجازفين، وهذا ما يفسر تضاعف سوق مخاطر الائتمان.

لقد بينت الأحداث السابقة إخفاقات صناديق التحوط والتي تهدد استقرار النظام المالي، بداية بصندوق إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل (LTCM) في عام 1998، وانحيار صندوق Amaranth في عام 2006، وفي الأخير أزمة الرهن العقاري، كشفت عن نقاط ضعف صناديق التحوط.

المطلب الثاني: علاقة آلية التوريق بالأزمة المالية العالمية 2008

أولاً: دور آلية التوريق في الأزمة المالية العالمية 2008

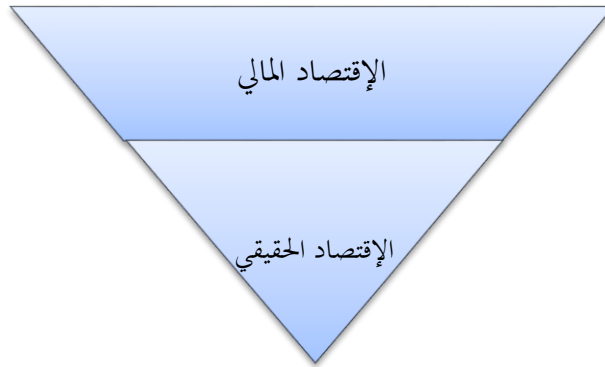
بالرغم من تعدد أسباب الأزمة، إلا أن التوريق يعتبر سبباً رئيسياً في تفجيرها، وهو عامل لا يمكن فصله عن المشتقات المالية، وسنحاول توضيح العلاقة بينه وبين الأزمة المالية العالمية 2008 فيما يلي:¹

يعتبر التوريق أحد الآليات المرتبطة بأسواق الأوراق المالية الثانوية، وأداة مهمة من المشتقات المالية، وهو وسيلة تمكن المؤسسات المالية المتخصصة في التمويل من توليد مصادر تمويل جديدة من خلال تسهيل أصولها المالية بما فيها القروض بجميع أنواعها وتحويل مخاطرها أو التقليل منها، كما تمكنها من تحقيق أرباح أكبر، ولتحقيق هذا يجب على المؤسسات المالية أن تلتزم بقواعد الاحتراس ولا تتماذى في منح القروض ولا في توريقها، لأن توسع المؤسسات في هذه العملية بأكثر من حاجة الاقتصاد إليها، سيؤدي إلى انهيارها وانحيار الأسواق المالية معها والوقوع في الأزمة.

¹ مريم سرارمة، مرجع سابق، ص 151-154.

وما حدث في الأزمة المالية العالمية 2008 كان خير دليل على ذلك، حيث أن مغالاة المؤسسات المالية في منح القروض، خاصة العقارية، وتوريقها بأكثر من حاجة الاقتصاد العيني لها في شكل (ABS, MBS, RMBS, CDO, CDS...) إضافة إلى تلاعبها بهذه التقنية، جعل الأصول المالية المورقة، بعدما كانت أداة للتعبير عما تمثله من أصول عينية لتسهيل التعامل بها، تصبح أداة يتم تداولها بمعزل عن أصولها العينية، مما جعل قيمة الأصول المالية أكبر بكثير من قيمة الأصول العينية الممثلة لها، وهذا راجع للاستخدام المفرط لتقنية التوريق وارتباط هذه الأخيرة بالمشتقات المالية التي تقوم أساساً على تعاملات وهمية أو افتراضية، وبهذا انقطعت الصلة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ونشأ الاقتصاد الوهمي الذي لا يتعامل في الأصول العينية، وقد تم التعبير عن هذا الانفصال من خلال ما يعرف بالهرم المقلوب (pyramide inversée) والذي يمكن توضيحه فيما يلي:

الشكل رقم (3): الهرم المقلوب



المصدر: من إعداد الطالبتين.

ما يجب الإشارة إليه، هو أن كون الهرم في وضع مقلوب فهذا دليل على أن الاقتصاد يعاني حالة من اللاتوازن، وهذا نتيجة لتضخم حجم الديون مقارنة بحجم الثروة الحقيقية، مما يعني أنه يواجه مخاطر كبيرة تجعله عرضة للاختيار، وذلك راجع لعدة عوامل، أهمها الاستعمال الكبير واللاوعي لتقنية التوريق التي ساهمت بشكل كبير في تغيير سلم الخطر من خلال مساهمتها في زيادة الفجوة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، وذلك من خلال إصدارها لأصول مالية كثيرة ومتنوعة ومعقدة.

وبالرجوع إلى الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، نجد أن تقنية التوريق كانت من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في تفجير الأزمة العقارية التي تمثل البداية الأولى لهذه الأزمة، وذلك من خلال مساهمتها في انتفاخ الفقاعة العقارية، كما استخدمت تقنية التوريق لتوليد مصادر تمويل جديدة من خلال تسهيل قروضها.

ونتيجة لزيادة عمليات التوريق، تقوم البنوك بتحويل ضمانات القروض التي تقدمها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة، وهذه القروض الجديدة تقوم بنوك أو مؤسسات مالية أخرى بتحويل جانب منها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة، وهكذا نجد أننا أصبحنا أمام ما يمكن تشبيهه ببناء مالي من عدة طوابق يمكن أن ينهار إذا انهار أي طابق منه، وبحلول عام 2006 بلغ حجم القروض المحولة إلى أوراق مالية غير مدفوعة نحو 28 تريليون دولار، وفي عام 2007 تم تجميع ثلاثة أضعاف القروض العقارية في الولايات المتحدة وربح الديون الاستهلاكية وبيعها.¹

ثانياً: المنتجات المالية المرتبطة بقروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية:

يمكن تصنيف أهم المنتجات المالية المبتكرة والمرتبطة بتقنية توريق قروض الرهن العقاري، والتي ساهمت في

إحداث أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية كما يلي:

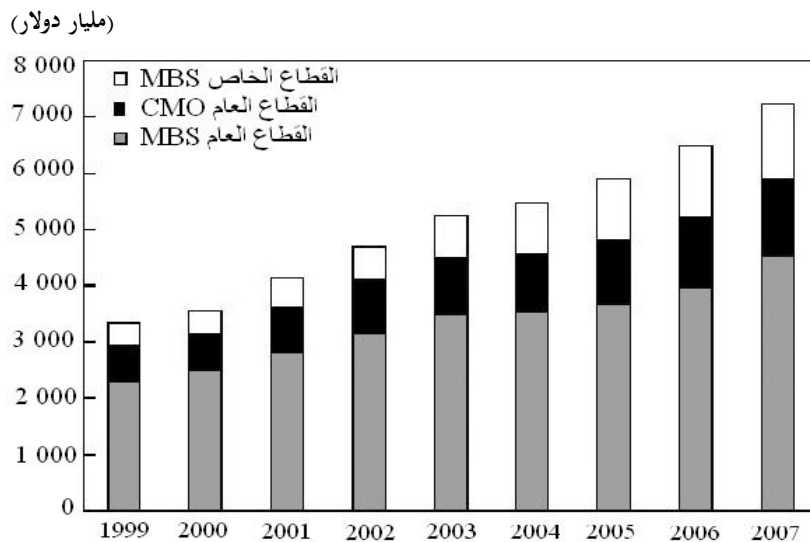
1- الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري (MBS):

هي الأوراق المالية التي تمثل محفظة من قروض الرهن العقاري المرتبطة بتمويل أصول عقارية.² ويمكن

إعطاء صورة واضحة لسوق (MBS) في الولايات المتحدة الأمريكية تعكس بوضوح مدى تطورها من خلال

الشكل الموالي:

الشكل رقم (4): سوق (MBS) في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1999-2007



Source : Patrick ARTUS et autres, op.cit , p 38.

¹ علي يوسفات، هاجر بوزيان رحمان، مرجع سابق، ص 12.

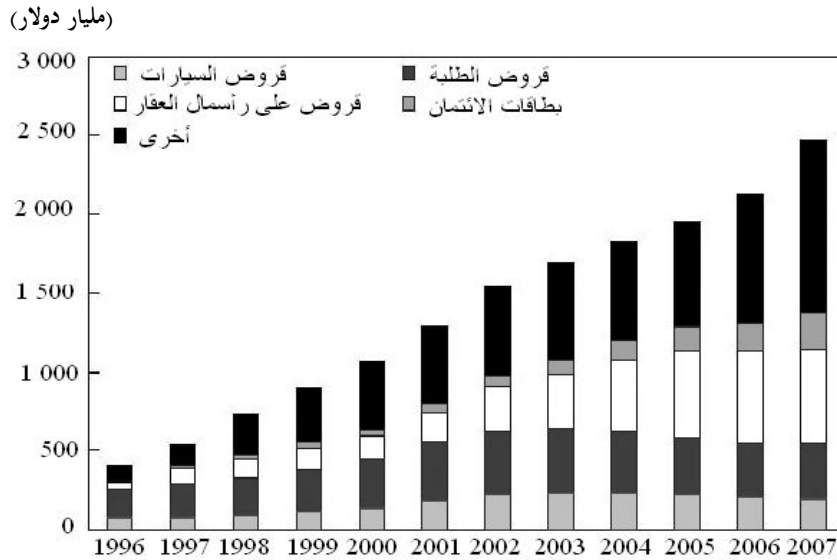
² Patrick ARTUS et autres, op.cit, p 37.

يبين الشكل أن الأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري (MBS) المرتبطة بالقطاع العام حققت تطوراً كبيراً خلال الفترة من 1999-2007، حيث انتقلت من أكثر من 2000 مليار دولار أمريكي سنة 1999 لتصل إلى ما يزيد عن 4000 مليار دولار أمريكي سنة 2007، مما يدل على التطور في عمليات توريق قروض الرهن العقاري في أمريكا.

2- الأوراق المالية المضمونة بأصول (ABS):

هي الأوراق المالية التي تمثل مجموعة من الأصول المالية الأخرى غير قروض الرهن العقاري كالفروض الاستهلاكية.¹ ويمكن توضيح سوق (ABS) في الولايات المتحدة الأمريكية كما يلي:

الشكل رقم (5): سوق (ABS) في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1999-2007



Source : Patrick ARTUS et autres, op-cit, p39.

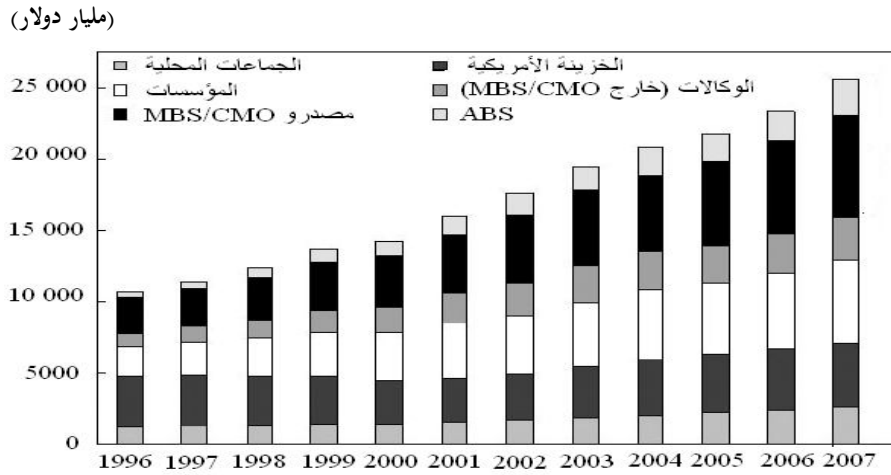
ونلاحظ من خلال الشكل أعلاه ارتفاع حجم إصدار الأوراق المالية المضمونة بأصول (ABS)، والتي يعرف حجم إصدارها تطوراً ملحوظاً عبر الزمن ابتداءً من سنة 1996 إلى غاية سنة 2006 ليعرف استقراراً بعد ذلك سنة 2007، كما نلاحظ نمو متزايد أيضاً لأوراق (ABS) بمختلف أنواعها نظراً لحجم الإصدار سنة 1996 والذي بلغ سنة 2007 حوالي 2500 مليار دولار.

¹ رايح أمين المناسيع، مرجع سابق، ص 172.

3- السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة (CMO):

تمثل صك مديونية يتم توريقه من محفظة قروض عقارية حيث تظل القروض العقارية مملوكة للجهة المصدرة لتلك الأصول.¹ والشكل الموالي يوضح سوق الأوراق المالية حسب المصدرين:

الشكل رقم(6): سوق الأوراق المالية حسب المصدرين في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1996-2007



Source : Patrick ARTUS et autres, op-cit, p38.

تختلف سوق التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية عن مثيلتها في أوروبا، حيث نميز في أوروبا بين السندات العقارية (حالة ألمانيا وفرنسا) التي تمثل تقريبا نصف سوق الأوراق المضمونة بأصول (ABS)، وفيما يتعلق بسوق (ABS) تعتبر السوق الأوروبية متواضعة بالمقارنة بالسوق الأمريكية، حيث كانت إصداراتها على أقصى تقدير في حدود 100 مليار أورو في السادس الثاني من عام 2007، مقابل 238 مليار أورو (321.1 مليار دولار) في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة نفسها.²

4- التزام الدين المضمون (CDO):

هي الأوراق المالية التي تمثل محفظة مكونة من مجموعة من القروض المصرفية أو أدوات مالية قابلة للتداول، ولقد كان الحل الأمثل في اندماج رهون العقارية عالية المخاطر في السوق عن طريق فصل المخاطر بتقسيم مجموعة من مستحقات القروض إلى شرائح ذات مخاطر منخفضة ومخاطر عالية (أقل تنقيط) ولأجل ذلك، لجأت "وول ستريت" إلى استخدام وسيلة "التزام الدين المضمون" الذي أنشئ عام 1987 من طرف الشركة الاستثمارية

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 468.

² راجع أمين المانسي، مرجع سابق، ص 174.

"Drexel Burnham Lambert" التي زالت لهدف تمويل قروضها السندية العالية المخاطر والاستحواذ على الشركات عن طريق الاستدانة.¹ والجدول الموالي يوضح حجم إصدار (CDO) في الولايات المتحدة الأمريكية:

الجدول رقم(4): إصدارات (CDO) في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2003-2006

جانفي-جون 2006		2003		النوع
النسب	حجم الإصدار	النسب	حجم الإصدار	
(%)	(مليار دولار)	(%)	(مليار دولار)	
26	67.2	52	57.6	قروض جيدة (crédits prime).
44	114.3	34	37.4	قروض خطرة (crédits subprime).
30	76.5	14	15.8	قروض رديئة (crédits Alt-A).
258		110.8		المجموع

Source : Randall DODD, op-cit, p17.

إلى جانب التطور السريع والجزري في حصص السوق فقد عرفت معايير الاكتتاب في قروض الرهن العقاري هي الأخرى تحولاً مماثلاً، فبينما قامت كل من شركتي "فاني ماي" و"فريدي ماك" بإعطاء قروض من الدرجة الأولى (Prime) كانت الشركات الخاصة قد زادت من حصتها في السوق خاصة من خلال الإصدار وتوريق قروض الرهن العقاري من الدرجة الثانية (Subprime) وقروض (Alt A*) الممنوحة لمقترضين أقل ملاءة من العملاء العاديين وأكثر مخاطرة من المقترضين من الدرجة الأولى (Prime).²

فتطور إصدار وتوريق قروض الرهن العقاري الثانوية شكل مشكلة لم تكن موجودة في الأسواق التي تحكمها المؤسسات شبه الحكومية، حيث أن جزء صغير من 110 مليار دولار من الديون الخطرة سنة 2003، بما في ذلك 285 مليون دولار سنة 2006، كانت في شكل قروض رهن عقاري مورقة تم بيعها لمستثمرين يبحثون عن المردودية العالية.

¹ Randall DODD, subprime : topographie d'une crise, revue Finance et développement, volume 44, Décembre 2007, p17.

* يقصد به القرض المضمون بالرهن العقاري السكني من الدرجة الأولى الذي يتطابق بصفة عامة مع أحسن إرشادات الائتمان التقليدية.
² رابع أمين المانسيغ، مرجع سابق، ص 176.

الجدول رقم (5): تطور النسبة المئوية السنوية لقروض (Subprime) المورقة خلال الفترة 2001-2006

السنة	حجم الإنشاء (مليار دولار).	إصدارات MBS « subprime (مليار دولار).	حجم 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	448.60	75%

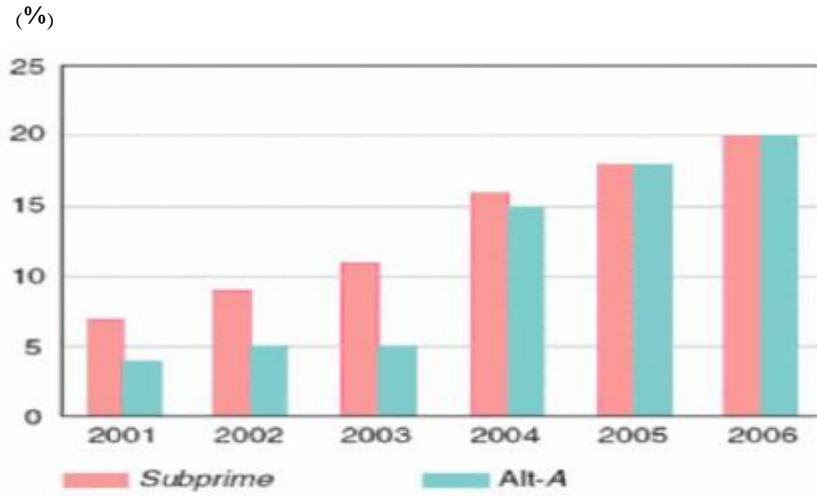
Source: Laure KLEIN, **la crise des subprime :origines de l'excès de risque et mécanismes de propagation**, revue banque édition, 2008 p41.

سجلت الفترة خلال 2001-2006 زيادة في قيمة القروض العقارية، ويرجع ذلك إلى عاملين هما: بالموازاة مع الزيادة في المبلغ الإجمالي السنوي لقروض (Subprime) الممنوحة نلاحظ خلال نفس الفترة توسعا كبيرا في الحصة السنوية التي تم توريقها. وعليه فقد حققت النسبة بين الإصدار السنوي لمحافظ (MBS) المرتبطة بال (Subprime)، والمبلغ الإجمالي لقروض (Subprime) الممنوحة ارتفاعا ب 29% في خمس سنوات ليصل إلى 75% في عام 2006.¹

والشكل التالي يبين نسبة قروض (Subprimes) من إجمالي القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة ما بين 2001-2006:

¹ Laure KLEIN, op.cit, p p 40, 41.

الشكل رقم (7): نسبة قروض (Subprimes) من إجمالي القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2001 - 2006



Source: http://www.melchior.fr/index.php?id=6632&no_cache=1&type=123

من خلال هذا الشكل يتضح لنا بأن حجم قروض (Subprimes) الممنوحة خلال الفترة 2001-2004 تمثل النسبة الأكبر من إجمالي القروض العقارية الممنوحة في نفس الفترة في الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك رغم الخطر الذي يترتب عنها وضعف الملاءة بالنسبة للمقترضين، إلا أن السبب الذي شجع المؤسسات على التوسع في منح هذا النوع من القروض الرديئة، هو إمكانية التنازل عنها وتحويل مخاطرها من خلال توريقها، إلا أنه خلال سنتي 2005 و2006 نلاحظ أن إجمالي قروض (Subprimes) الممنوحة مساوية لإجمالي القروض العقارية.

5- أوراق مبادلة مخاطر الائتمان (CDS):

وهي عبارة عن عقود مبادلة لتغطية خطر عدم الدفع، وتعتبر أكثر أنواع مشتقات الائتمان انتشاراً، وهذا العقد يمكن بموجبه تحويل خطر عدم الدفع المرتبط بمحفظة قروض إلى جهة أخرى تقبل ذلك تعرف ببائع الحماية.¹ والشكل التالي يوضح نسبة أوراق مبادلة مخاطر الائتمان في سوق مشتقات القروض:

¹Thierry Granier&CorynneJaffeux, op.cit, p 191.

الجدول رقم (6): توزيع مشتقات القروض لسنة 2003

النسبة (%)	الفئة
%73	Swaps de défaut de crédit (cds).
%22	Titrisation synthétique.
%3	Notes liées au crédit.
%1	Swaps à rendement total.
%1	Options d'écarts de crédit.
%100	المجموع

المصدر: رابح أمين المانسيح، مرجع سابق، ص 180.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن أوراق مبادلة مخاطر الائتمان تحتل الصدارة بالنسبة إلى باقي مشتقات القروض بنسبة تقدر بـ 73%، وذلك لأنها توفر لمشتري الحماية تحويل مخاطر الائتمان على قرض أصلي إلى متعاملين آخرين.

المطلب الثالث: أداء بورصة نيويورك

كانت بورصة نيويورك مرآة صادقة للتطورات التي شهدتها على مختلف المحاور، وأن ما حققته مؤشراتها من إنجازات سابقة دليل على مدى قوة هذه البورصة محليا وعالميا، فقد شهدت مؤشرات بورصة نيويورك خلال الفترة من 2000 إلى 2015 تذبذبات بنسب متفاوتة، ومن أجل معرفة ودراسة أداء بورصة نيويورك يتوجب علينا دراسة ومتابعة تطور مؤشراتها، وفيما يلي عرض لأهم تلك التطورات:

أولا: مؤشر داو جونز

يعتبر مؤشر داو جونز أحد أهم مؤشرات بورصة نيويورك، وهو يقيس أداء 30 شركة مقيدة في هذه البورصة، لذا فهو يعكس أداء هذه البورصة، والجدول التالي يوضح القيم التي أخذها هذا المؤشر خلال الفترة 2000 - 2015:

الجدول رقم (7): تطور مؤشر داوجونز خلال الفترة 2000 - 2015

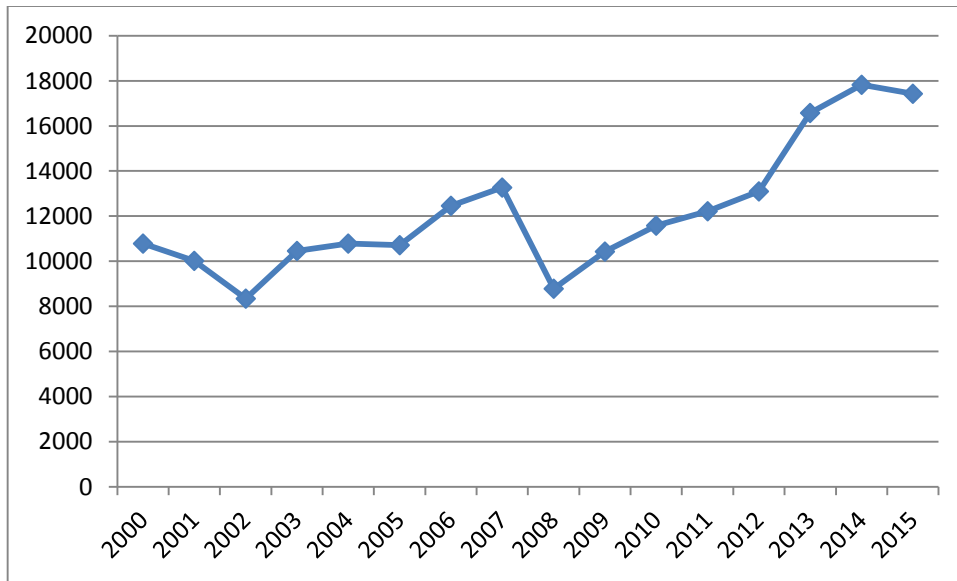
السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
القيمة	10786.85	10021.50	8341.63	10453.92	10783.01	10717.5	12463.15	13264.82	8776.39	10428.05	11577.51	12217.56	13104.14	16576.66	17823.07	17425.03

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

<http://www.statista.com/statistics/261690/monthly-performance-of-djia-index>

يمكن القول أن بورصة نيويورك عرفت نشاطا من سنة 2003 إلى غاية 2007، مما أدى إلى تسارع مؤشر داو جونز حيث بلغ أعلى قيمة له سنة 2007 والمقدرة بـ 13264.82 نقطة، فقد نفسر هذا من إحدى الزوايا بزيادة نشاط المضاربة في سوق نيويورك، منها المضاربات التي تقوم بها صناديق التحوط وهي أعلى قيمة بلغها المؤشر في العشر سنوات الأخيرة، إلا أن هذا لم يدم طويلا فسرعان ما بدأ مؤشر داو جونز بالانخفاض مع مطلع سنة 2008، ولهذا التراجع عدة أسباب لعل الأهم منها هي الأزمة المالية العالمية التي مست سوق نيويورك حيث تفاقمت الأوضاع في نهاية سنة 2008، إذ بلغ مؤشر DJ30 قيمته الأدنى والمقدرة بـ 8776.39 نقطة، وهي أدنى مستوياته على مدار ثلاث سنوات الأخيرة، ليعود في الصعود بشكل ملحوظ مع نهاية الثلاثي الأول من سنة 2009، حتى استطاع مؤشر DJ30 أن يبلغ سنة 2010 قيمة قدرت بـ 11577.51 نقطة، واستمر في الصعود في السنوات الموالية مسجلا أعلى مستوياته خلال سنة 2015، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (8): تطور مؤشر داو جونز الصناعي خلال 2000 - 2015



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

ثانياً: مؤشر ستاندر أند بور 500

مؤشر ستاندر أند بور 500 هو مؤشر سوق الأسهم الأمريكية الرائدة، وهو يعكس أداء سوق الأسهم الأمريكية لأنه يشمل 500 شركة، والجدول التالي يبين التطور السنوي للمؤشر خلال الفترة 2000 – 2015:

الجدول رقم (8): تطور مؤشر ستاندر أند بور 500 خلال الفترة 2000 – 2015

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
القيمة	1320.28	1148.08	879.82	1111.92	1211.92	1248.29	1418.30	1468.36	903.25	1115.10	1257.64	1257.60	1426.19	1848.36	2058.90	2043.94

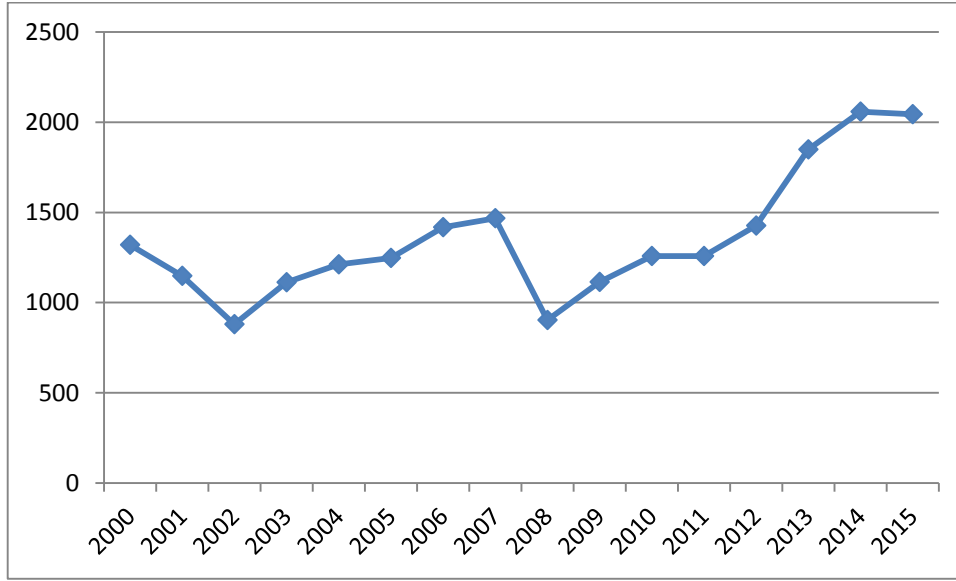
المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

<http://www.statista.com/statistics/261713/changes-of-the-sundp-500-during-the-us-election-years-since-1928>

من خلال البيانات الإحصائية المعروضة أعلاه نلاحظ أن أداء بورصة نيويورك عرفت انخفاضاً منذ سنة 2000 بقيمة 1320.28 نقطة إلى غاية 2002 مسجلة 879.82 نقطة، غير أنها عرفت مستويات أداء جيدة خلال الفترة من 2003 إلى غاية 2007، ما يفسر الارتفاع الملحوظ في مؤشر S&P500 خلال هذه الفترة، حيث بلغ أعلى قيمة له سنة 2007 والمقدرة بـ 1468.36 نقطة، هذا ما يفسر زيادة نشاط هذه البورصة، بفعل الانتعاش الاقتصادي الذي شهدته خلال هذه الفترة، مما أدى إلى زيادة حجم التداولات على الأسهم والسندات وزيادة المضاربات التي تقوم بها صناديق التحوط، فارتفعت قيمتها، وبالتالي ارتفاع قيمة المؤشر. ومع بداية سنة 2008 شهد مؤشر S&P500 انخفاضاً في قيمته، حيث بلغ أدنى قيمة له خلال هذه الفترة بمقدار 903.25 نقطة ليعود للارتفاع مع مطلع سنة 2009، وتعود الأسباب الرئيسية لهذا التدهور بالدرجة الأولى إلى الظروف الاقتصادية التي مر بها اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية، الأمر الذي أدى إلى إصابة المضاربين بالهلع مما أدى بهم إلى تصفية أسهمهم، فانخفضت الأسعار، وبالتالي حدوث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 التي شهدتها سوق نيويورك آنذاك.

لقد استطاع هذا المؤشر الصمود أمام هذه الأزمة فأخذ منحى الارتفاع المتزايد السريع، ففي عام 2009 استطاع مؤشر S&P500 كسر حاجز 1000 نقطة، حيث قدرت قيمته بـ 1115.10 نقطة ليواصل الارتفاع حتى سنة 2015. حيث يمكن توضيحه في الشكل الموالي:

الشكل رقم (9): تطور مؤشر ستاندر أند بور 500 خلال الفترة 2000 - 2015



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

المطلب الرابع: أداء بورصة نيويورك وعلاقته بصناديق التحوط وآلية التوزيع

أولاً: أداء بورصة نيويورك وعلاقته بصناديق التحوط

1- تطور إجمالي أصول صناديق التحوط

تختلف تقديرات ستي برايم لأصول صناديق التحوط العالمية عن تقديرات أخرى صدرت عن وحدة أبحاث صناديق التحوط (HFR)، حيث وصلت إلى 2796.6 بليون دولار سنة 2015 بعد تدفق نحو 18.2 مليار دولار كرؤوس أموال جديدة، وهو ما يؤكد ارتفاع حجم الأموال المتدفقة نحو صناديق التحوط، والجدول التالي يوضح تطور إجمالي أصول الصناديق:

الجدول رقم (9): تطور إجمالي أصول صناديق التحوط في العالم خلال الفترة 2000 - 2015

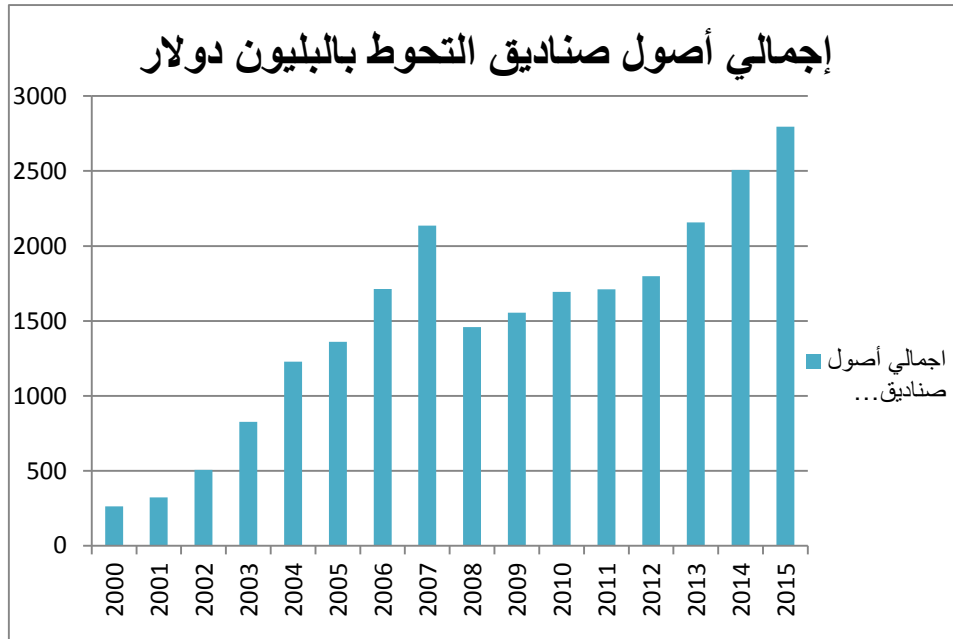
السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
إجمالي الأصول	263.61	321.92	505.45	825.64	1228.96	1360.71	1713.1	2136.83	1457.9	1554.1	1693.9	1710.02	1798.7	2156.67	2508.4	2796.6

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

<http://www.statista.com/statistics/271771/assets-of-the-hedge-funds-worldwide>

من خلال البيانات الإحصائية المعروضة في الجدول أعلاه، نلاحظ أن إجمالي أصول صناديق التحوط عرفت ارتفاعاً ملحوظاً وذلك بداية من سنة 2000، حيث قدرت بـ 263.61 بليون دولار إلى غاية 2007، حيث بلغت قيمتها 2136.83 بليون دولار، إلا أنها شهدت تراجعاً كبيراً سنة 2008، وذلك راجع للأزمة المالية العالمية 2008، لكن مع مرور الأزمة استعادت صناديق التحوط عافيتها، حيث عرفت إجمالي أصول صناديق التحوط ارتفاعاً تدريجياً ابتداءً من سنة 2009، وذلك بقيمة 1554.1 بليون دولار، واستمر هذا الارتفاع من سنة إلى أخرى إلى غاية 2015، حيث عرفت هذه الصناديق أعلى قيمة لها خلال هذه الفترة بـ 2796.6 بليون دولار أمريكي، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (10): تطور إجمالي أصول صناديق التحوط في العالم خلال الفترة 2000 - 2015



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

2- تحليل أداء مؤشر بورصة نيويورك وعلاقته بصناديق التحوط:

إن صناديق التحوط كان لها أثر على أداء مؤشر داو جونز، وذلك نتيجة للتأثيرات التي أحدثتها الأزمة على صناديق التحوط، وهذا ما يفسر بوجود علاقة بين أداء صناديق التحوط وأداء مؤشر البورصة، والذي يمكن توضيحه في الجدول التالي:

الجدول رقم(10): تطور قيمة مؤشر داو جونز وإجمالي أصول صناديق التحوط في العالم خلال الفترة 2000-2015

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
إجمالي الأصول	263.61	321.92	505.45	825.64	1228.96	1360.71	1713.1	2136.83	1457.9	1554.1	1693.9	1710.02	1798.7	2156.67	2508.4	2796.6
قيمة المؤشر	10786.85	10021.50	8341.63	10453.92	10783.01	10717.5	12463.15	13264.82	8776.39	10428.05	11577.51	12217.56	13104.14	16576.66	17823.07	17425.03

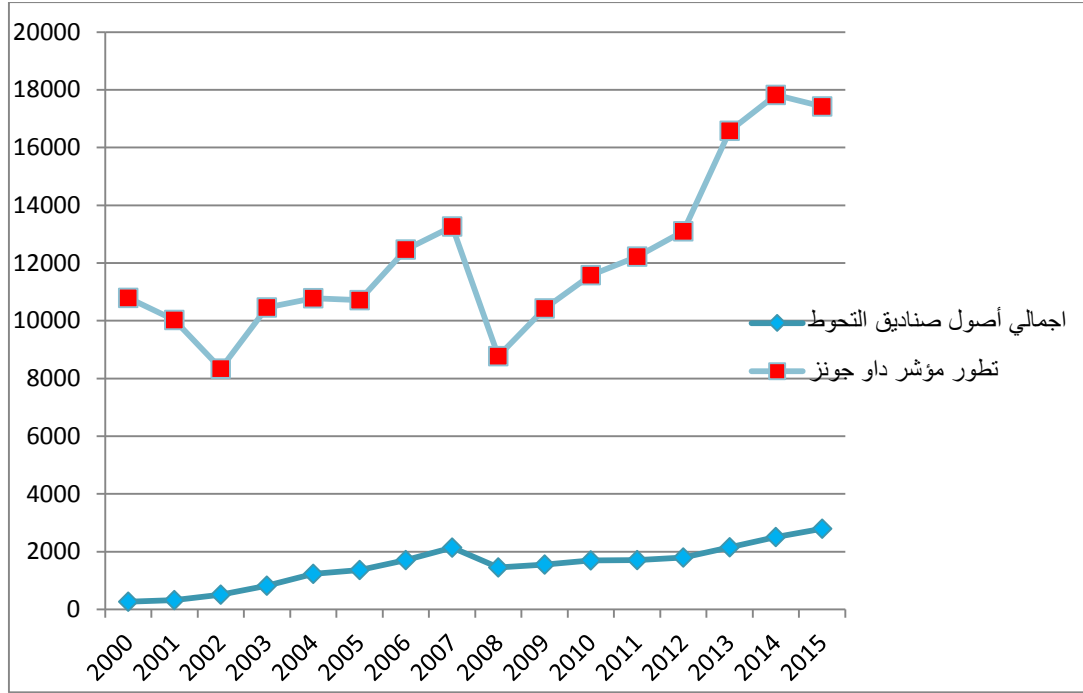
المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

<http://www.statista.com/statistics/271771/assets-of-the-hedge-funds-worldwide>

<http://www.statista.com/statistics/261690/monthly-performance-of-djia-index>

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن إجمالي أصول صناديق التحوط في اتجاه صعودي من سنة 2000 بقيمة قدرت بـ 263.61 بليون دولار إلى غاية 2007 بقيمة قدرت بـ 2136.83 بليون دولار، بينما نلاحظ أن مؤشر داو جونز شهد تذبذبا خلال هذه الفترة بقيم تتراوح ما بين 10786.85 و 13264.82 نقطة، لكن مع بداية الأزمة المالية العالمية خلال سنة 2008، عرف إجمالي أصول صناديق التحوط انخفاضا بقيمة 678.93 بليون دولار، رافقها انخفاض في قيمة المؤشر بـ 4488.43 نقطة، ويفسر هذا الانخفاض في الأداء العام للمؤشر بسلوك المستثمرين في سوق نيويورك، حيث توجه أغلب المستثمرين إلى تصفية مراكزهم الاستثمارية خوفا من حدوث خسائر مستقبلية، غير أنه مع بداية سنة 2009 نلاحظ ارتفاع إجمالي أصول صناديق التحوط لتواصل سلسلة ارتفاعات حيث تبلغ ذروتها سنة 2015 بقيمة 2796.6 بليون دولار، رافقها ارتفاع في مؤشر داو جونز مسجلا أعلى قيمة له خلال نفس السنة عند مستوى 17425.03 نقطة، والشكل التالي يبين أداء مؤشر داو جونز وعلاقته بصناديق التحوط:

الشكل رقم (11): أداء مؤشر بورصة نيويورك وعلاقته بصناديق التحوط



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

ثانيا: أداء بورصة نيويورك وعلاقته بآلية التوريق

1- تطور إجمالي الأصول المورقة

لقد تطورت عمليات التوريق بسرعة فائقة، إذ بلغ حجم سوق (MBS)، (CMO)، (ABS) على سبيل المثال في نهاية 2007 مستوى 10 تريليون دولار أمريكي، بمعنى تضاعفت ثلاث مرات خلال عشر سنوات، وتمثل هذه السوق قرابة 40% من سوق السندات، وهو مبلغ بعيد جدا عن حجم السندات التي أصدرتها الشركات، والجدول الموالي يبين تطور حجم الأصول المورقة في الولايات المتحدة الأمريكية:

الجدول رقم (11): تطور إجمالي الأصول المورقة في الو. م. أ خلال الفترة 2000 - 2015

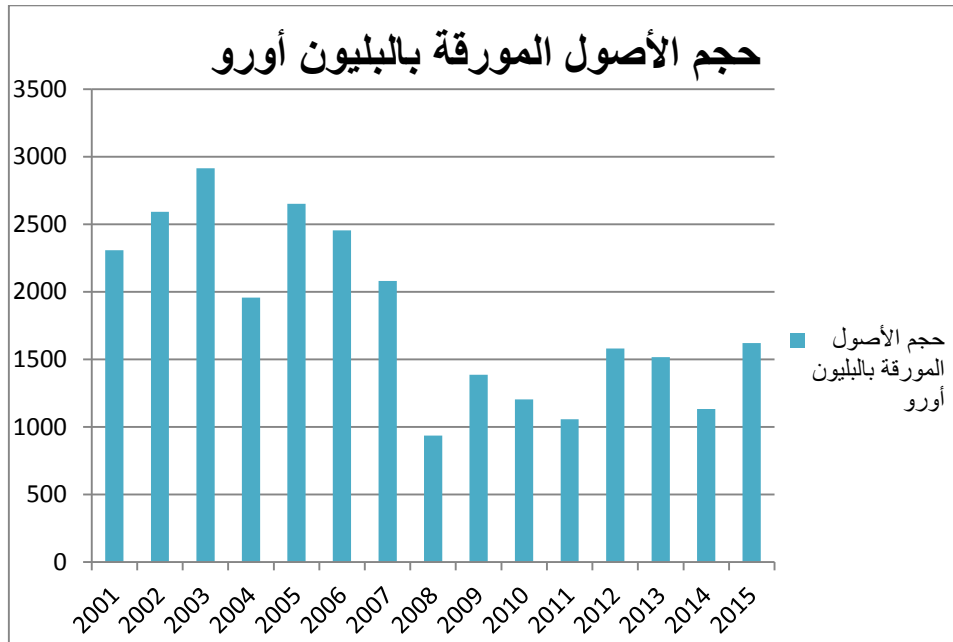
السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
إجمالي الأصول	2308.4	2592.7	2914.5	1956.6	2650.6	2455.8	2080.5	934.9	1385.3	1203.7	1056.6	1579.2	1515.1	1131.5	1620.7

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

<file:///C:/Users/gg/Downloads/AFME%20Securitisation%20Q1>

من خلال البيانات الاحصائية في الجدول أعلاه نلاحظ أن إجمالي الأصول المورقة في الو.م.أ عرفت تذبذبا خلال الفترة 2001 إلى 2007 بإجمالي أصول تتراوح ما بين 1914.5 و 2914.5 بليون أورو، بينما في 2008 نلاحظ أن إجمالي الأصول المورقة انخفض بشكل كبير مسجلة بذلك أدنى قيمة لها قدرت بـ 934.9 بليون أورو، وذلك بسبب ما خلفته الأزمة المالية من آثار على مختلف جوانب القطاع المالي، لترتفع سنة 2009 إلى 1385.3 بليون أورو، لتستمر في سلسلة من التذبذبات إلى غاية 2015 لتصل إلى 1620.7 بليون أورو، والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم(12): تطور حجم الأصول المورقة في الو.م.أ خلال الفترة 2000 – 2015



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

2- تحليل أداء مؤشر بورصة نيويورك وعلاقته بآلية التوريق:

ساهم نمو نشاط التوريق في تطوير الأسواق مما ساعد على تطور مؤشرات البورصات، حيث أن زيادة عمليات التوريق أدت إلى تسارع نشاط البورصات، وبالتالي تطور المؤشرات، ويمكن توضيح هذه العلاقة من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم: تطور قيمة مؤشر داو جونز وإجمالي الأصول المورقة في الوم أ خلال الفترة 2000 – 2015

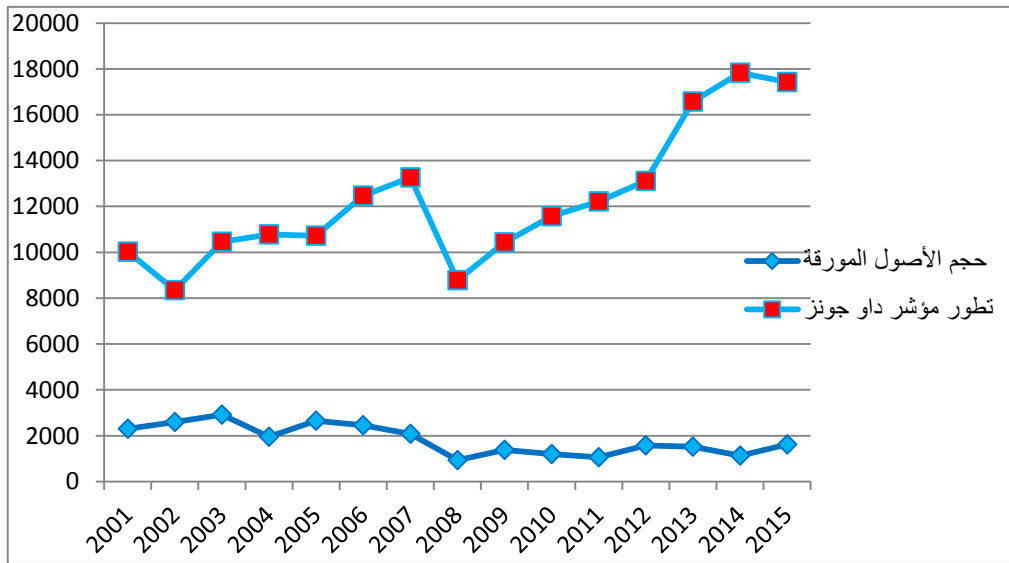
السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
إجمالي الأصول	2308.4	2592.7	2914.5	1956.6	2650.6	2455.8	2080.5	934.9	1385.3	1203.7	1056.6	1579.2	1515.1	1131.5	1620.7
قيمة المؤشر	10021.50	8341.63	10453.92	10783.01	10717.5	12463.15	13264.82	8776.39	10428.05	11577.51	12217.56	13104.14	16576.66	17823.07	17425.03

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

<file:///C:/Users/gg/Downloads/AFME%20Securitisation%20Q1>
<http://www.statista.com/statistics/261690/monthly-performance-of-djia-index>

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن إجمالي الأصول المورقة ومؤشر داو جونز عرفا تذبذبا ملحوظا خلال الفترة 2001-2007، مسجلان بذلك أدنى قيم لهما سنة 2008، حيث بلغ إجمالي الأصول المورقة 934.9 بليون أورو، وسجل المؤشر 8776.39 نقطة، لتشهد بعد ذلك حجم الأصول ارتفاعا سنة 2009 بقيمة 450.4 بليون أورو، رافقها ارتفاع في قيمة المؤشر ب 1651.66 نقطة، تلتها سلسلة من التذبذبات بالنسبة لإجمالي الأصول، غير أن المؤشر واصل الارتفاع ليبلغ 17425.03 نقطة سنة 2015، ويمكن ترجمة بيانات الجدول والذي يوضح أداء مؤشر بورصة نيويورك وعلاقته بآلية التوريق في الشكل الموالي:

الشكل رقم (13): أداء مؤشر بورصة نيويورك وعلاقته بآلية التوريق



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

خلاصة:

رغم أن هناك الكثير ممن يرجعون أسباب الأزمات بشكل عام وأزمة الرهن العقاري بشكل خاص إلى طبيعة النظام الرأسمالي وآليات عمله باعتباره نظاما اقتصاديا متعثرا، إلا أن هذا لا يلغي الدور الكبير الذي لعبه القطاع المصرفي والقطاع المالي بصفة عامة في حدوث الأزمة من خلال التوسع في منح الائتمان، وتدني معايير الاقتراض وتراجع أسعار العقارات وتزايد معدلات الفائدة والتسهيلات الكبيرة في الإقراض، وانعدام الشفافية في سوق الرهن العقاري، وزيادة حجم الأصول المالية المتداولة وزيادة الثقة فيها.

بالإضافة إلى ظهور صناديق التحوط حيث أن الهدف الذي ظهرت من أجله هو تحقيق الربح السريع القائم على المضاربة على فروقات الأسعار، فزيادة الاهتمام بهذه الأخيرة في بورصة نيويورك أدى إلى استقطاب وجلب عدد كبير من المضاربين.

كما أن انتشار ظاهرة التوريق كأحد أخطر أنواع المشتقات المالية كان له الدور في تضخيم حجم الفقاعات المالية، وبالتالي حدث انهيار في القيم البورصية لبورصة نيويورك، هذا ما أسهم في حدوث الأزمة المالية في أكبر سوق مالية عالمية.

وهكذا تظهر حقيقة هذه الأزمة باعتبارها "أزمة مالية" بالدرجة الأولى نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل عما يحدث في الاقتصاد العيني.

القائمة العامة

1- النتائج:

استهدف هذا البحث دراسة موضوع صناديق التحوط وآلية التوريق وعلاقتها بسوق الأوراق المالية، والذي قمنا بعرضه من خلال إبراز مختلف الجوانب المتعلقة بهما.

وتوصلنا من خلال هذا البحث إلى أن السيولة النقدية الهائلة والمكسب السريع قادا لانتشار ظاهرة صناديق التحوط في أنحاء العالم، والتي تمثل مؤسسات مالية نخبوية غير خاضعة للجهات الرقابية، تتبنى استراتيجية تهدف إلى التحوط أو الحيلة من مخاطر التعرض للخسائر وتسعى لتحقيق الربح.

وتعد آلية التوريق من أهم وسائل تنشيط أسواق الأوراق المالية في الأنظمة الاقتصادية الحديثة، من خلال دورها في تزويد أسواق الأوراق المالية بالأدوات اللازمة وتنشيط حركة التداول من جهة، وعملها على توزيع المخاطر من جهة أخرى، فهي تعمل على تعميق وتطوير سوق السندات، وتوفير تمويل أقل تكلفة وبالتالي عائد ومردود أعلى قياسا بطرق التمويل التقليدية، حيث حقق التوريق اندماجا منطقيا بين سوق الائتمان وأسواق المال، كما أنه أسهم في إعطاء دفعة قوية لابتكار العديد من المنتجات المالية، وإيجاد أسواق ومؤسسات مالية جديدة، وأكثر من ذلك فالتوريق عمق وكرس توجه المصارف نحو السوق المالي، وأحدث نقلة نوعية في عملها بإعادة هيكلته إلى ثلاث مهن أساسية هي: منح القروض، التركيب المالي، توزيع الأوراق المالية.

حيث أن الهدف الأساسي من هذه الآلية هو حماية البنوك والمؤسسات المالية وتنظيم نشاطها والتخفيف من المخاطر التي تتعرض لها، إضافة إلى الحفاظ على استقرار الأسواق المالية وتسهيل التعاملات فيها. وصناديق التحوط هي أوعية استثمارية خاصة تضم عددا محددًا من المستثمرين وغرضها الاستثمار في الأوراق المالية، وبالتالي فهي تأخذ شكل صناديق الاستثمار المغلقة إلا أن وثائقها غير متداولة أي أنها أقرب لتكون محفظة مالية لمجموعة من المستثمرين، ولا يقتصر عملها على سوق أو دولة معينة بل تقوم بالانتقال من سوق إلى آخر ومن دولة إلى أخرى وفقا لمعدلات الربحية والفرص المتاحة.

لكن وبالرغم من كثرة الفوائد التي تحققها كل من صناديق التحوط وآلية التوريق للمؤسسات المالية بشكل خاص، وللأسواق المالية بشكل عام، فقد أثبت الواقع أنها تتضمن مخاطر كبيرة من شأنها تدمير النظام المالي العالمي بكامله، وخير دليل على ذلك ما حدث في السوق المالية الأمريكية، والذي تسبب في إحداث الأزمة المالية العالمية سنة 2008، والتي أثرت على مختلف القطاعات الاقتصادية العالمية مما تسبب في إحداث أزمة نظامية،

فبالرغم من تعدد أسباب هذه الأزمة إلا أن صناديق التحوط وآلية التوريق قد لعبا دورا واضحا وكبيرا في إحداثها وتعميقها.

فبالنسبة لصناديق التحوط فقد ساهمت في إحداث الأزمة من خلال آليات عملها، حيث تعمل هذه الصناديق على أساس الاقتراض من مؤسسات مالية كالبنوك بأسعار فائدة منخفضة، ثم تستثمر هذه الأموال مقابل فوائد مرتفعة وتربح من الفرق بين القيمتين، كما استثمرت صناديق التحوط في أدوات مالية تدر أرباحا خيالية، وإحدى هذه الأدوات كان التداول بسندات معتمدة على القروض الممنوحة في سوق القروض العقارية. أما بالنسبة لتقنية التوريق فقد ساهمت في إحداث الأزمة من خلال مساهمتها في زيادة حجم المشتقات المالية من جهة، كونها تعتبر عملية اشتقاق لأصول مالية جديدة بناء على أصول مالية موجودة، إضافة إلى تمادي المؤسسات المالية في استخدامها ونشر منتجاتها وعدم دراية المتعاملين بمدى تعقدها وخطورتها من جهة أخرى. وبهذا أصبحت تقنية التوريق أداة تساهم بشكل كبير في زيادة المخاطر وتفاقمها وتركزها، مما جعلها من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في تفجير الأزمة العقارية، التي تمثل البداية الأولى للأزمة المالية العالمية 2008، والتي أثرت بشكل كبير على البورصات أهمها بورصة نيويورك، حيث شهدت تراجعا حادا نتيجة تلاعبات ومضاربات غير شرعية، كما عرفت المؤشرات الأساسية للبورصة أدنى قيم لها.

2- الاقتراحات والتوصيات:

- وبناء على ماتم التوصل إليه من نتائج خلال هذا البحث ارتأينا تقديم الاقتراحات التالية:
- مراقبة وتقييد نشاط صناديق التحوط من خلال الرقابة الصارمة على الملاذات الضريبة التي تعتبر بمثابة القواعد الخافية لهذه المؤسسات المالية المضاربة.
 - إعادة النظر في نشاط وكالات التنقيط لتكريس مبدأ الشفافية، والفصل بين مهمة التنقيط أو التقييم ومهمة الاستشارة التي تقدمها تلك الوكالات، وكذلك كسر الاحتكار الذي تمارسه كبريات هذه الوكالات على هذا النشاط بفتح المجال للمنافسة وتسهيل إجراءات الحصول على الاعتماد لوكالات جديدة، لتمكين السوق من معاقبة الوكالات التي تخفق في أداء مهمتها.
 - تأطير البنوك في مجال تمويل نشاطات المضاربة لتفادي ظهور فقاعات المضاربة، من خلال تحميلها تكاليف إضافية إذا زاد حجم قروضها لقطاع معين أو لطرف محدد عن سقف تحدده السلطات الرقابية، إذ أن مثل هذا الإجراء سيقبل من اندفاع البنوك إلى توريق القروض ويحول دون تكوين فقاعات مضاربة حول القطاعات المستهدفة.

- ضرورة توجيه الأبحاث الاقتصادية إلى الإلمام بدراسة أهم منتجات الهندسة المالية وهي التوريق، من أجل التعمق أكثر في البحث عن تقييم الدور الحقيقي لهذه الآلية في تكرار الأزمات نظرا لكونها لاتزال محل جدل بين الاقتصاديين.

- السعي الدائم لتقليل الفجوة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، وضرورة التركيز على الاستثمار المباشر لأنه استثمار حقيقي يساعد في زيادة معدلات النمو ويحقق تنمية حقيقية.

- السعي لصياغة نموذج إنذار مبكر أو نظام التنبؤ بالأزمات المالية والاقتصادية ويكون موضع التطبيق لضمان الاستقرار الاقتصادي.

- استخدام صيغ التمويل الإسلامية كبديل عن القروض بفائدة، ومحاولة ضبط معاملات في الأسواق المالية خاصة القائمة على المشتقات المالية، وتوفير الإطار الشرعي المناسب لاستخدام هذه المشتقات.

3- آفاق البحث:

لا شك أن هناك العديد من الجوانب التي لم يستوفها هذا البحث، والتي نرى أنّها تشكل مواضيع بحث مستقبلية، نذكر منها ما يلي:

- كيفية الاستفادة من صناديق التحوط وآلية التوريق من خلال البحث في مصادرها وطرق استخدامها بالطريقة التي تضمن سلامتهما.

- فعالية الرقابة المالية في ضبط التجاوزات المالية الناتجة عن التلاعب بالتوريق.

- دراسة مقارنة بين التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي كمحاولة لعلاج الأزمات المالية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

I. المراجع باللغة العربية:

أ- الكتب:

- 1- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 2- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، القاهرة، 2003.
- 3- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية، عمان، 2010.
- 4- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، ط 1، 2010.
- 5- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007.
- 6- جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال - الهياكل، الأدوات و الاستراتيجيات-، ج2، دار الهدى، الجزائر، ط1، 2011.
- 7- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء، عمان، ط 1، 2002.
- 8- حسين علي بني هاني، الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة)، دار الكندي، عمان، ط1، 2014.
- 9- خبابة عبد الله، الاقتصاد المصرفي، دار الجامعة الجديدة، الجزائر، 2013.
- 10- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، دار المعتز، عمان، 2010.
- 11- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، 2008.
- 12- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها أحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، القاهرة، ط 1، 2005.
- 13- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، القاهرة، ط 1، 2000.
- 14- ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية منذ 2008، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون سنة.
- 15- عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك و المؤسسات المالية، دار طيبة، الإسكندرية، بدون سنة. 16- عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005.
- 17- عبد الحميد محمد البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العلمية وفي الرؤية الشرعية، الدار الجامعية، الكويت، 1999.
- 18- عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية، دار النشر للجامعات، باريس، 2009.
- 19- عبد الكريم أحمد قندور، المشتقات المالية، مؤسسة الوراق، عمان، 2013.
- 20- عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 21- عرفان نقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي، عمان، 1999.
- 22- علي عبد الفتاح أبو شرار، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة، دائرة المكتبة الوطنية، عمان، ط1، 2012.
- 23- محب خلة توفيق، الهندسة المالية (الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2011.
- 24- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 25- محمد عبد الحميد عطية، الأزمة المالية العالمية وأثرها على أسواق المال، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010.

قائمة المراجع

- 26- محمد محمود المكاي، الأزمات الاقتصادية العالمية (المفهوم - النظريات التي تفسر الأزمات - دراسة تشخيصية لأسباب الأزمات)، دار الفكر والقانون، المنصورة، ط 1، 2012.
- 27- محمود حامد محمود عبد الرزاق، الأزمة المالية العالمية ودور النظام المالي الإسلامي (بالنظر على الاقتصاد العربي)، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط 1، 2013.
- 28- محمود صبح، التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية، دار البيان، القاهرة، ط 3، 2000.
- 29- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ج 2: البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، 2000.
- 30- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993.
- 31- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 32- وليد أحمد صايفي، أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل، عمان، ط 1، 2002.
- 33- زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1998.
- 34- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها و مستقبلها، دار الوفاء، الإسكندرية، 2000.
- 35- مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب، القاهرة، 2001.
- 36- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 37- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، عمان، ط 1، 2003.

ب- المذكرات:

- 1- الويزة بودراهم، بوساحة مفيدة، توريق الديون كأداة مالية حديثة في التمويل، مذكرة ماستر، تخصص تمويل التنمية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2010.
- 2- إيمان محمود عبد اللطيف، الأزمات المالية العالمية الأسباب والآثار والمعالجات، مذكرة دكتوراه، تخصص فلسفة في العلوم الاقتصادية، قسم الاقتصاد العام، جامعة سانت كليمنتس العالمية، بغداد، 2011، على الموقع: <http://stclements.edu/grad/grademan.pdf>
- 3- رابح أمين المانسيح، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، تخصص نقود وبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والتجارية، جامعة الجزائر 3، 2011، على الموقع: http://biblio.univalger.dz/jspui/bitstream/1635/11812/1/ALMANSBA_RABAH.PDF.pdf
- 4- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، مذكرة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، على الموقع: www.univ-bouira.dz/.../633-Doctorat%20d'état?...%20بوكساني%20%20رشيد%20-%20معوقات%20
- 5- عبد الرحمن بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، على الموقع: <http://bu.umc.edu.dz/theses/economie/ABEN3758.pdf>

قائمة المراجع

- 6- عبد الغاني بن علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها على الأزمة المالية العالمية، مذكرة ماجستير، تخصص تحليل اقتصادي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة دالي ابراهيم، الجزائر، 2010، على الموقع: http://193.194.83.98/jspui/bitstream/1635/11812/1/ALMANSBA_RABAH.PDF.pdf
- 7- عمار طكوك، دور التوريق في نشاط البنك - حالة بنك التنمية المحلية -، مذكرة ماجستير، تخصص بنوك وتأمينات، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2008، على الموقع: <http://bu.umc.edu.dz/theses/economie/ABOU2405.pdf>
- 8- مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 - دراسة تحليلية -، مذكرة الماجستير، تخصص مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، على الموقع: <http://bu.umc.edu.dz/theses/economie/ASER3725.pdf>
- 9- ليلي زياية، يمينة ماضي، صناديق التحوط بين تسيير المخاطر وآلية لافتنال الأزمات، مذكرة ماستر، تخصص علوم مالية، قسم العلوم المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قلمة، 2012.
- 10- نادية العقون، العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية : الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، مذكرة دكتوراه، تخصص اقتصاد تنمية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013، على الموقع: <http://digitallibrary.univ-batna.dz:8080/jspui/bitstream/123456789/267/1/La-mondialisation-economique-et-les-crisis-financieres.pdf>
- 11- يوسف إسحاق عقابي، بلقاسم بوشعالة، دور عقود الخيارات والمضاربات الوهمية في الأزمات المالية دراسة حالة بورصة نيويورك-الأزمة المالية 2008-، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قلمة، 2012، 98.

ج- الملتقيات والمؤتمرات:

- 1- حمادو بن نعمون، دور تقنية التوريق وصناديق التحوط في الأزمة المالية 2008، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية، جامعة منتوري، قسنطينة، نوفمبر 2009، على الموقع: http://giem.kantakji.com/article/details/ID/691#.V1_Z9LvhDak
- 2- رفيق شرياق، السعيد بركة، أسواق الأوراق المالية بين تهديدات التوريق التقليدي وتطلعات التصكيك الإسلامي، بحث مقدم إلى الملتقى الوطني حول الوضع الراهن للأسواق المالية والدروس المستفادة من الأزمات الاقتصادية السابقة، المنظم بقسم العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، كلية الحقوق، المركز الجامعي أمين العقال الحاج موسى أق أخموك، تلمسان، 09، 10 أبريل 2013.
- 3- ساعد مرابط، الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، بحث مقدم إلى الملتقى العلمي الدولي حول "الأزمة المالية العالمية 2008- الجذور والتداعيات"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرحات عباس، سطيف، 2، 21 أكتوبر 2009، على الموقع: <http://eco.univ-setif.dz/seminars/financialcrisis/14.pdf>
- 4- صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية في ضوء الفكر الإسلامي، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول "الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية"، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، 1، 2 أبريل 2009، على الموقع: <https://alazmah.wordpress.com/.../> التوريق - و - أثره - في - وقوع - الأزمة - المالية
- 5- عجيل جاسم النشمي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما، بحث مقدم إلى الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي، الشارقة، 2009، على الموقع: www.ahlalhdeth.com/vb/attachment.php?attachmentid=67254&d

قائمة المراجع

- 6- علي فلاح المناصير، وصفني عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية (حقيقتها، أسبابها، تداعياتها، وسبل العلاج)، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال (التحديات، الفرص، الآفاق)، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 10، 11 نوفمبر 2009، على الموقع: <http://www.fichier-pdf.fr/2012/01/03/fichier-sans-nom.pdf>
- 7- عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، الأزمات المالية سجل التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي، المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي"، عمان، 2، 1 ديسمبر، 2010، على الموقع: iefpedia.com/.../ال-التدويل-وأطروحات-التعولم-ال
- 8- علي يوسفات، هاجر بوزيان رحمان، التوريق والأزمة المالية العالمية، بحث مقدم إلى المنتدى الدولي الثاني، المركز الجامعي بخميس مليانة، 5، 6 ماي 2009، على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp->
- 9- علي محي الدين القرة داغي، دراسة حول الصكوك الإسلامية وتداولها، بحث مقدم إلى الدورة 19 لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة، 26-30 أبريل 2009، على الموقع: <http://www.kantakji.com/Fiqh/Files/markets/>
- 10- محمد عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى الدورة 19 لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة، 30-26 أبريل 2009، على الموقع: iefpedia.com/.../d8a7d984d8b5d983d988d983

د- الجرائد والمجلات:

- 1- ثريا الخرجي، الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات و سبل المواجهة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20، على الموقع: <http://iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=53124>
- 2- حسين نورالدين، صناديق التحوط هل يدل اسمها عليها، جريدة القبس، الكويت، العدد 15311، 23 أبريل 2008، على الموقع: <http://www.alqabas-kw.com/qabas->
- 3- دود راندال، الرهونات العقارية مجسات أزمة، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 44، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2007 على الموقع: [/http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/fandd/2007/12](http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/fandd/2007/12)
- 4- عمر طالب، عبد الحميد غوفي، إعادة التمويل الرهنوي وأثره على المنظومة المالية و المصرفية، مجلة الأكاديمية العربية المفتوحة، العدد الثاني، الدنمارك، 2007، على الموقع: http://up.top4top.net/downloadf-top4top_9fc3408ea31-rar.html
- 5- محمد خميسي بن رجم، التوريق ووقعه على الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، مجلة سداسية، العدد الثامن، المركز الجامعي سوق أهراس، ديسمبر 2010، على الموقع: <http://dspace.univ-biskra.dz:8080/jspui/bitstream/123456789/1328/1/4.pdf>
- 6- مفتاح صالح، الأزمة المالية العالمية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، بسكرة، ديسمبر 2010، على الموقع: http://fsemsg.univ-biskra.dz/index.php?option=com_content&view=article&id=39&Itemid=31
- 7- ميساء العلي، صناديق التحوط تستعيد عافيتها، جريدة الثورة، مؤسسة الوحدة للصحافة، الاثنين 25 أبريل 2011، على الموقع: <http://thawra.sy/-print-veiw.asp?file>

II. المراجع باللغة الفرنسية:

أ- الكتب:

- 1- Laure KLEIN , la crise des subprime :origines de l'excès de risque et mécanismes de propagation, revue banque édition, 2008 .
- 2- Thierrygranier&corynejaffaux, **la titrisation aspects juridique et financier**, economica, paris, 2 edition, 2004.

ب- المذكرات

- 1- Guillaume ravix, **typologie des hedgesfunds**, mémoire de recherché de fin d'étude, HEC paris, avril 2007, p40 le site : www.vernimmen-net/ftp/mémoire-typologie-hedge-funds.pdf
- 2- Vigdis Boasson, Emil Boasson, **Risk and returns of hedge funds investment strategies**, Investment Management and Financial Innovations, publishing company "Business Perspectives", volume 8, Issue 2, le site : [businessperspectives.org /journals_free/imfi_en_2011_02_Boasson.pdf](http://businessperspectives.org/journals_free/imfi_en_2011_02_Boasson.pdf),
- 3- Michel prada, **le monde des hedges funds**: préjugés réalité, la contribution de l'AMF débat sur les stratégies de gestion alternative, banque de France, avril 2007, le site : <http://www.banque.de.France.Archipel/publications/bdfrsF/etudesbdfrsF/bdfrsF10etu10.pdf> .
- 4- alexandre montgernon et autre, **les hedgesfunds arme de guerre économique** ? infolabo , le site : <http://www.infoguerr.fr/Fichiers/infolabo-hedge-Funds.pdf>

ج- الملتقيات والمؤتمرات:

- 1- Patrick Artus et autres, **la crise des subprimes**, les rapports du conseil d'analyse économique, Edition La Documentation française, Paris, 2008.
- 2- Conseil déontologique des valeurs mobilières, **la titrisation**, janvier,2011.

د- الجرائد والمجلات:

- 1- Randall DODD, **subprime: topographie d'une crise**, revue Finance et développement, volume 44, Décembre 2007.

III. المواقع الالكترونية:

1- عبد الرحمان سلوم، إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط، على الموقع:

www.tahasoft.com/books/120.docx

2- علي حمودي، ما هي صناديق التحوط...؟ على الموقع:

<http://www.marketstoday.net/analysis/Analysis->

3- سعيد عبد الخالق، **توريق الحقوق المالية**، دليل المحاسبين، على الموقع:

<https://www.facebook.com/notes/sherif-ahmad>

4- حازم البيلاوي، **الأزمة المالية العالمية الحالية محاولة للفهم**، على الموقع:

[http://www.siironline.org/alabwab/manawat\(28\)333.ht](http://www.siironline.org/alabwab/manawat(28)333.ht)

قائمة المراجع

5- وليد سليمان، السوق الأمريكي (نبذة عنه، تركيبته، منتجاته، مؤشرات وقطاعاته)، على الموقع:

<http://www.my.mec.biz/t30904.html#.VzGxJiGwjIV>

- 6- <http://mostasmer.com/%D8%B5%D9%86%D8%AF%D9%88%D9%82->
- 7- www.kantakji.com/media/7414/b314.pdf
- 8- <http://forum.arabictrader.com/t120794.html>
- 9- <http://www accuratex.com.lb/ar/products/education/what-are-stocks>
- 10- <http://www.ouargla.org/t6182-topic>
- 11- www.staralgeria.net/t7621-topic
- 12- www.tahasoft.com/books/119.doc
- 13- <https://ar.wikipedia.org/wiki/%D9%85%D8%A4%D8%B4%D8%B1>
- 14- <https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%B3%D8%AA%D8%A7D>
- 15- http://www.melchior.fr/index.php?id=6632&no_cache=1&type=123
- 16- <http://www.statista.com/statistics/261690/monthly-performance-of-djia-index>
- 17- <http://www.statista.com/statistics/261713/changes-of-the-sundp-500-during-the-us-election-years-since-1928>
- <file:///C:/Users/gg/Downloads/AFME%20Securitisation%20Q118->
- <http://www.statista.com/statistics/271771/assets-of-the-hedge-funds-worldwide>
- 20- Hedge fund investment strategies, le site: <http://www.cba.uri.edu/l4-othor-hedgefundstrategies.pdf>
- 21- Hedge fund strategies, **hedge funds fundamentals**, le site : www.hedgefundfundamentals.com/wp_content/uploads/2012/12/hff_hedgefund_strategies_11-2012.pdf
- 22- HFR STRATEGY REGIONAL CLASSIFICATIONS, last updated: Februry 17, 2009, Le site: http://www.hedgefunds_research.com/pdf/new-strategy-clasifications-AR.pdf.

الملاحق

الملاحق

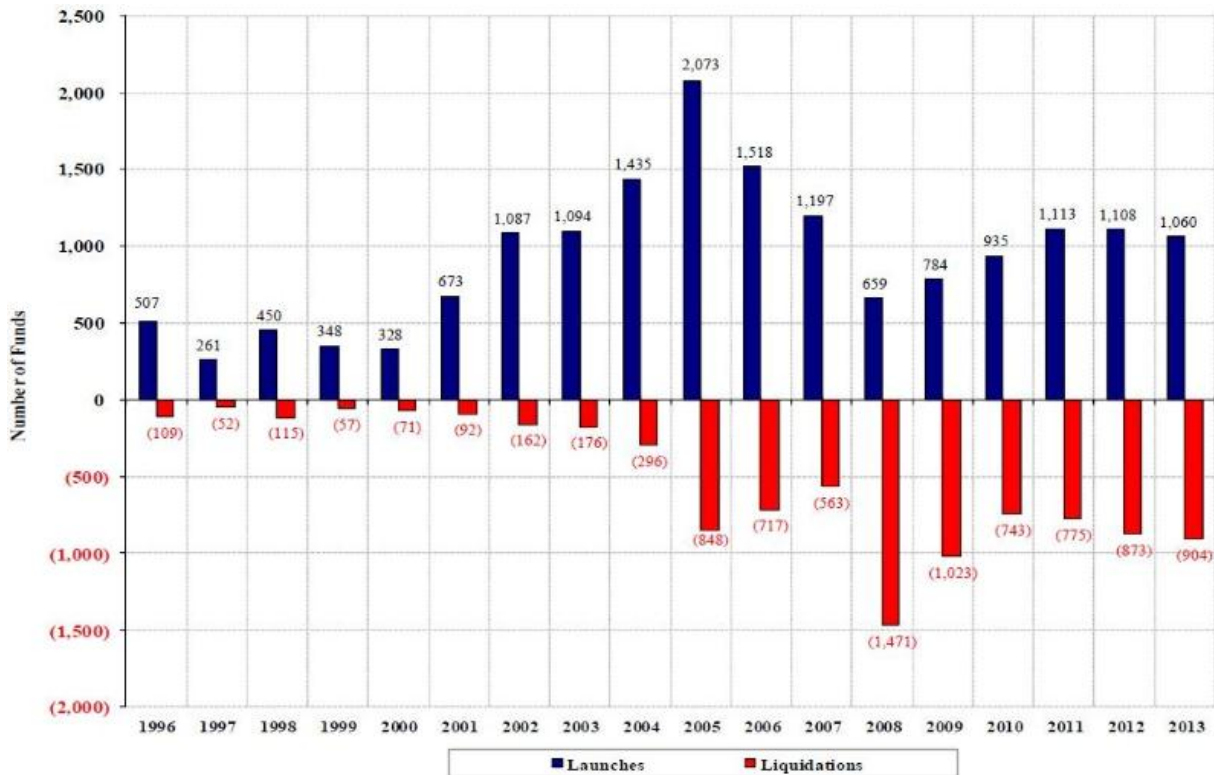
الملحق رقم (1): رأس المال المستثمر من خلال إستراتيجية صناديق التحوط

النسبة المئوية من إجمالي رأس المال المستثمر

	1996	2006
Equity hedge	7.3	27.9
Event driven	4.6	13.2
Relative value arbitrage	1.5	12.9
Macro	53.3	11.6
Fixed income	5.7	8.1
Sector	1.1	5.2
Distressed securities	1.3	4.8
Equity non-hedge	12.0	4.0
Emerging markets	8.0	4.3
Convertible arbitrage	0.5	3.1
Equity market neutral	1.6	2.5
Merger arbitrage	0.6	1.5
Market timing	0.6	0.3
Short selling	0.2	0.3
Regulation D	0.1	0.2
Fund of funds	20.5	44.8

Source: Hedge Fund Research.

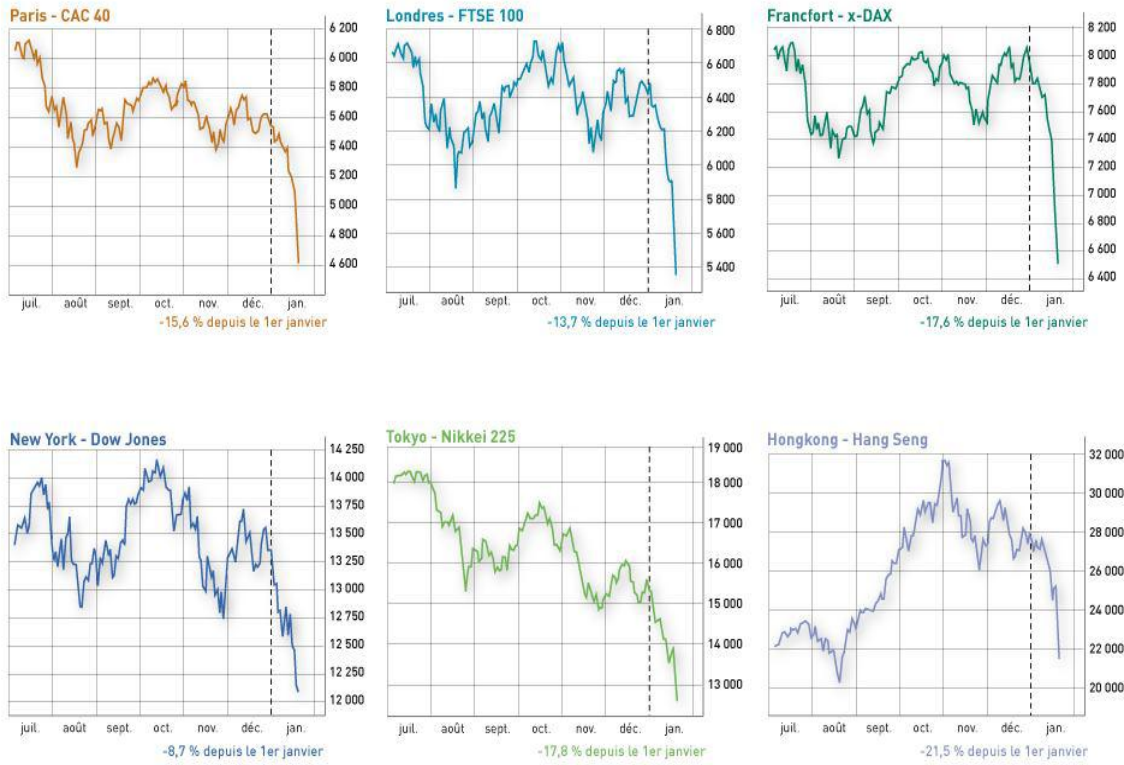
الملحق رقم (2): عدد صناديق التحوط "المطروحة في السوق/ التي تمت تصفيتها" خلال الفترة 1996-2013



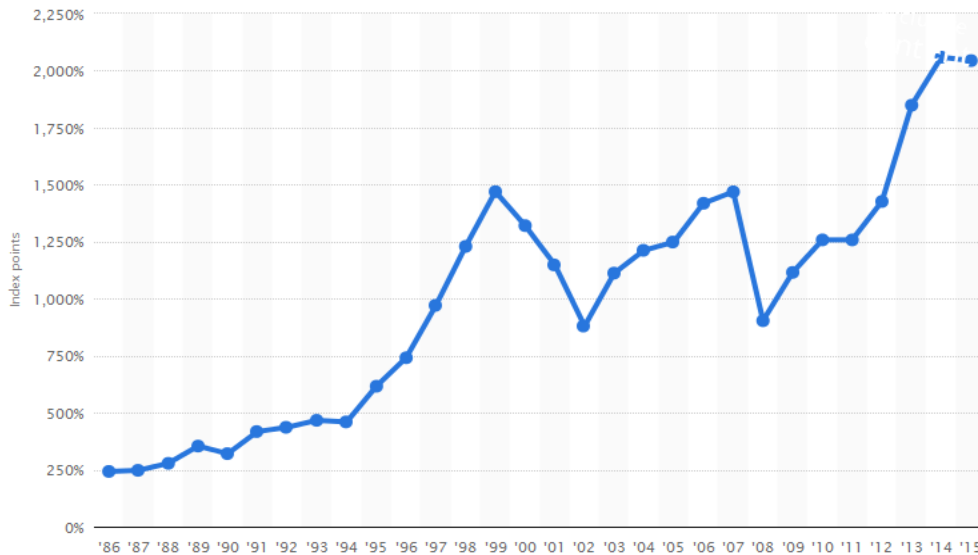
Source: Hedge Fund Research.

الملاحق

الملحق رقم (3): أثر أزمة (Subprime) على البورصات العالمية.



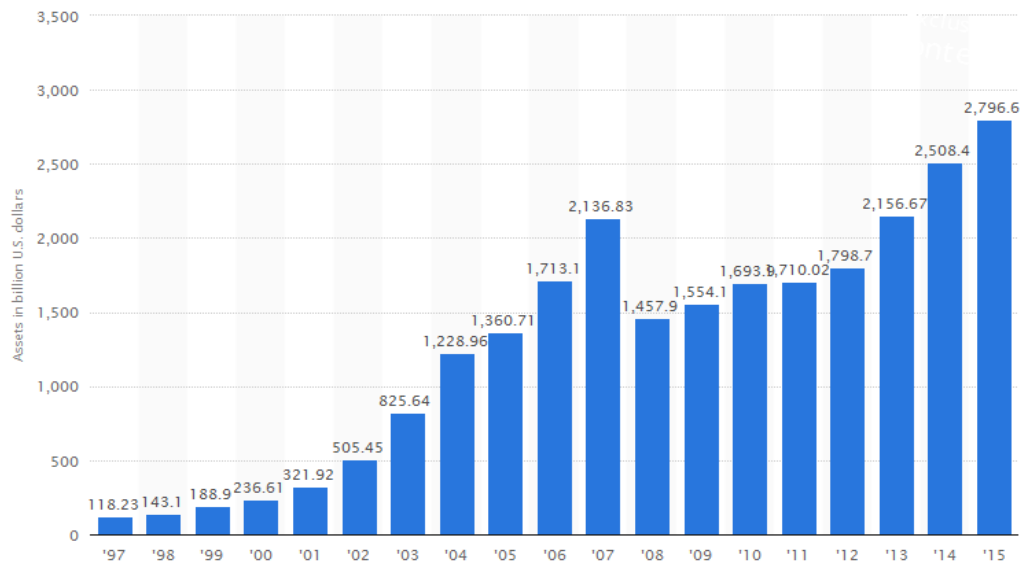
الملحق رقم (4): التطور السنوي لمؤشر ستاندر أند بور 500 خلال الفترة 1986 – 2015



<http://www.statista.com/statistics/261713/changes-of-the-sundp-500-during-the-us-election-years-since-1928>

الملاحق

الملحق رقم (5): تطور إجمالي أصول صناديق التحوط في العالم خلال الفترة 1997 - 2015



Source : <http://www.statista.com/statistics/271771/assets-of-the-hedge-funds-worldwide>

الملحق رقم (6): تطور إجمالي الأصول المورقة في الوم أ خلال الفترة 2001 - 2015

	US	AU
2001	2,308.4	15.5
2002	2,592.7	19.4
2003	2,914.5	24.9
2004	1,956.6	31.7
2005	2,650.6	31.5
2006	2,455.8	36.8
2007	2,080.5	34.3
2008	934.9	6.6
2009	1,385.3	9.7
2010	1,203.7	15.5
2011	1,056.6	20.4
2012	1,579.2	14.8
2013	1,515.1	22.4
2014	1,129.7	22.1
2015	779.1	12.2

Source : AFME

الملخص:

نظرا للتحويلات التي تعيشها بيئة العمل المالي والمصرفي وحركة التكامل التي تشهدها الأسواق المالية ظهر ما يعرف "بالابتكارات المالية"، أهمها آلية التوريق والتي تعتبر أحد الإبداعات المالية، يضاف إلى ذلك ظهور مؤسسات جديدة كصناديق التحوط باعتبارها أحد سبل الاستثمار الكبيرة وغير التقليدية، التي تحاول استغلال الفرص الاستثمارية من خلال تبنيها لمجموعة من الاستراتيجيات لجني أرباح هائلة من عناصر غير كفؤة في السوق، هذه المبتكرات تحقق العديد من المزايا للمؤسسات المالية ومن أهمها التحوط والتغطية ضد المخاطر لتجنب الوقوع في حالات الإفلاس وبالتالي الحد من الأزمات.

لكن ما حدث في الأزمة المالية العالمية 2008، ومع انفجار أزمة قروض الرهن العقاري التي جاءت كنتيجة للخسائر الفادحة التي منيت بها البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية بسبب توسعها في منح هذا النوع من القروض العقارية الخطرة، أثبتت أن صناديق التحوط وآلية التوريق قد لعبا دورا واضحا وكبيرا في تعميقها.

الكلمات المفتاحية: صناديق التحوط، آلية التوريق، أسواق الأوراق المالية، الأزمة المالية العالمية 2008، سوق الولايات المتحدة الأمريكية.

Abstract:

Because of the changes experienced by the financial and banking business environment and the movement of integration in the financial markets appeared so-called "financial innovations", the most important of the securitization mechanism, which is considered one of the financial innovations, In addition, the emergence of new institutions such as hedge funds as a large and non-traditional investment ways, that are trying to exploit investment opportunities through the adoption of a set of strategies to reap enormous profits from incompetent elements in the market, these innovations achieved many advantages for financial institutions, the most important hedge against the risk of coverage to avoid falling into bankruptcy cases and thus reduce the crises.

But what happened in the global financial crisis in 2008, and with the explosion of mortgage loans crisis that came as a result of the heavy losses suffered by the banks, US financial institutions due to the expansion in the granting of this type of subprime mortgage, proved that the hedge funds and the mechanism of securitization has played a clear and significant role in the deepened.

Key words: hedge funds, securitization mechanism, stock markets, the global financial crisis in 2008, the USA market.