

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي  
جامعة 8 ماي 1945  
كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير



الموضوع :

## دور الهندسة المالية في تأجيج الأزمة المالية العالمية 2008 - سوق الدوحة نموذجا -

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر  
تخصص نقود و مؤسسات مالية

تحت إشراف الأستاذة :  
بوفلفل سهام

من إعداد الطالبتين:  
- هامل فريال  
- شتوح حنان

السنة الجامعية 2013-2014

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

«قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ»

البقرة (الآية 31)

# شكر وتقدير

لا يسعمل ونحن نقدم هذا المجهود، إلا أن نشكر الله وحده على توفيقه لنا

كما نقدم بجزيل الشكر و عظيم الامتنان و بأسمى عبارات التقدير و الاحترام إلى

الأستاذة الفاضلة : " بوفلفل سهام " جزاه الله خير الجزاء على إسهامها

الكبير في إنجاز هذا البحث

كما أتوجه بخالص الشكر و التقدير إلى كل من مد لنا يد المساعدة في إتمام وإنجاز

البحث.

## الفهرس

### المقدمة

- 1: الأزمة المالية العالمية 2008 ..... 1
- 1.1. مدخل ..... 2
- 2.1: ماهية الأزمات المالية. .... 2
- 1.2.1: الأزمة المالية بين المفهومها، الخصائص والأنواع ..... 2
- 2.2.1: أسباب حدوث الأزمات المالية وأهم مراحلها. .... 4
- 3.2.1: أهم أزمات القرن العشرين. .... 8
- 3.1: ماهية الأزمة المالية العالمية 2008 ..... 12
- 1.3.1: جذور أزمة الائتمان و مجالها ..... 12
- 2.3.1: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008. .... 15
- 3.3.1: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي و العربي(الإقتصاد الخليجي) ..... 18
- 4.1: الحلول المقترحة لعلاج أزمة الرهن العقاري . .... 21
- 1.4.1: خطة الإنقاذ الأمريكية وخطة السبع الصناعية ..... 21
- 2.4.1: خطة منطقة اليورو و روسيا. .... 23
- 3.4.1: تقويم أسلوب العلاج الرأسمالي للأزمة المالية. .... 24
- 5-1: خلاصة الفصل الأول ..... 26
- 2-السياق النظري للهـندسة المالية ..... 27
- 1.2. مدخل ..... 28
- 2.2: ماهية الهندسة المالية ..... 29
- 1.2.2: مفهوم و نشأة الهندسة المالية ..... 29
- 2.2.2: آليات الهندسة المالية ..... 30
- 3.2.2: مجالات الهندسة المالية و علاقتها بالوظائف المالية الأخرى ..... 31
- 3.2: ماهية أدوات الهندسة المالية ..... 33
- 1.3.2: مفهوم وأسباب ظهور أدوات الهندسة المالية ..... 33
- 2.3.2: سمات و مستخدمو الهندسة المالية ..... 34

36.....	3.3.2: أدوات الهندسة المالية بين الفوائد و المخاطر
38.....	4.2: تحليل أدوات الهندسة المالية
38.....	1.4.2: المشتقات المالية .
43.....	2.4.2: التوريق
47.....	3.4.2: مستحدثات الأوراق المالية التقليدية و مشتقات المشتقات
50.....	خلاصة الفصل الثاني
51.....	<b>الفصل الثالث : دور الهندسة المالية في تأجيج الأزمة المالية العالمية 2008</b>
52.....	1.3 مدخل
52.....	2.3: الهندسة المالية كلاعب أساسي في أزمة الرهن العقاري .
52.....	1.2.3: دور المشتقات في أزمات العشرين
54.....	2.2.3: دور المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية 2008
57.....	3.2.3: دور التوريق في الأزمة المالية العالمية
59.....	3.3: الإطار العام لسوق الدوحة للأوراق المالية
60.....	1.3.3: نشأة وأهداف سوق الدوحة للأوراق المالية
61.....	2.3.3: الإطار التنظيمي لسوق الدوحة للأوراق المالية
65.....	3.3.3: الواقع العملي لسوق الدوحة للأوراق المالية
66.....	4.3: تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على سوق الدوحة للأوراق المالية
66.....	1.4.3: الإطار العام لدراسة الحالة
67.....	2.4.3: أداء سوق الدوحة للأوراق المالية في الفترة 2007-2008-2009
73.....	3.4.3: دراسة أثر الأزمة المالية في أداء القطاعات الاقتصادية
76.....	خلاصة الفصل الثالث

الخاتمة  
قائمة المراجع

## قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
39	أنواع عقود الخيار	(1-2)
43	أنواع عقود المبادلات	(2-2)
54	تطور حجم المشتقات المالية 2004-2008	(1-3)
55	تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق المنظمة و غير المنظمة خلال الفترة 1998-2007	(2-3)
58	المهرم المقلوب	(3-3)
59	مساهمة التوريق في خلق سلسلة من الديون على أصل حقيقي واحد	(4-3)
68	مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية لسنة 2007	(5-3)
68	مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية لسنة 2008	(6-3)
68	مؤشر بورصة قطر لسنة 2009	(7-3)
69	مؤشر بورصة قطر خلال الفترة 1998-2011	(8-3)
70	مؤشر بورصة قطر قبل و بعد الأزمة	(9-3)
73	القيمة السوقية للأسهم و نشاط التداول	(10-3)
73	مؤشر قطاع البنوك للفترة قبل وبعد الأزمة المالية	(11-3)
74	مؤشر قطاع الخدمات للفترة قبل وبعد الأزمة المالية	(12-3)
75	مؤشر قطاع الصناعة للفترة قبل وبعد الأزمة المالية	(13-3)
76	مؤشر قطاع التأمين للفترة قبل وبعد الأزمة المالية	(14-3)

## قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
56	حجم المديونية والمشتقات في الولايات المتحدة ( تريليون دولار)	01
67	الشركات المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية حسب القطاعات	02
73	مؤشر قطاع البنوك للفترة قبل وبعد الأزمة المالية	03
74	مؤشر قطاع الخدمات للفترة قبل وبعد الأزمة المالية	04
75	مؤشر قطاع الصناعة للفترة قبل وبعد الأزمة المالية	05
76	مؤشر قطاع التأمين للفترة قبل وبعد الأزمة المالية	06

## المقدمة العامة

### أولاً: طرح الإشكالية

شهدت الفكر الرأسمالي العديد من الأزمات المالية خلال تاريخها الطويل، وتعد أزمة الكساد 1929 أخطر أزمة ضربت الاقتصاد العالمي، انه ارت بسببها كل الافتراضات النظرية للاقتصاد الحر التي قامت عليها النظرية الكلاسيكية للاقتصاد الرأسمالي، إذ لم يستطيع الافتراض الكلاسيكي أن يواجه هذا الامتحان الصعب الذي تعرض له، لتبرز النظرية الكينزية التي أكدت على أهمية التدخل الحكومي في اقتصاد السوق والذي يمكن من تحقيق الاستخدام الشامل، واستمر الأثر الكينزي في السياسات الاقتصادية والمالية في الولايات المتحدة بشكل خاص والبلدان الأخرى في أوروبا وغيرها، بوجه عام، وذلك منذ نهاية الحرب العالمية الثانية ليتوقف ذلك الأثر مع بداية عقد السبعينيات من القرن الماضي، نتيجة للأوضاع الجديدة التي عرفتتها الدول الرأسمالية، حيث ظهرت انتقادات للنظرية الكينزية لتحل محلها الليبرالية الحديثة، والتي راهنت على كفاءة نظام السوق والاقتصاد الحر ودور القطاع الخاص، وعملت على تقليص دور الدولة في الاقتصاد وتوفير حرية كاملة لحركة الأسعار وإتاحة المزيد من الحرية للأفراد، وتفعيل سياسات تحرير مبادلات السلع والخدمات وحركة رؤوس الأموال، وخصخصة القطاع العام، وقد ساعدت الليبرالية الجديدة بمبادئها على ظهور أزمات مالية عديدة منذ سبعينيات القرن الماضي في آسيا وأوروبا و بعض دول أمريكا اللاتينية كالمكسيك والأرجنتين، تمخضت عنها نتائج كارثية هزت أركان الرأسمالية، فوفقاً لتقديرات البنك الدولي قد وقعت 112 أزمة مصرفية حول العالم منذ السبعينات وحتى نهاية القرن الماضي، وتعد الأزمة المالية العالمية التي شهدتها العالم منذ منتصف سبتمبر 2008 من أكبر الأزمات و أشدها حدة في التاريخ المعاصر، حيث وصفها " بول فولكر"، رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي بالولايات المتحدة سابقاً بأنها: " أم الكوارث المالية جمعاء"، وتسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة الرهن العقاري أو أزمة الفقاعة، حيث قال الاقتصادي الحاصل على جائزة نوبل "بول كروجمان" بأن هذه الأزمة نتجت عن "أكبر فقاعة ائتمانية في التاريخ"، فقد كان السبب الرئيسي لانفجار هذه الأزمة التوسع في الائتمان خاصة العقاري، حيث ساهمت الأدوات المالية المستحدثة المتداولة في الأسواق المالية أو ما يسمى بالهندسة المالية في خلق المزيد من فرص منح الائتمان والتوسع فيه بشدة، لتصل قيمتها إلى 480 تريليون دولار أي ما يعادل 10 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمي، مع العلم أن هذه الأدوات قائمة على المالية الافتراضية المرتبطة بالمجازفات المستقبلية، مما يدل على حجم الدور الذي لعبته هذه الأدوات في الأزمة المالية العالمية، حيث لقيت من طرف الكثير من المختصين بأسلحة الدمار الشامل.



كما تميزت أزمة الرهن العقاري بكونها سادت تقريبا معظم دول العالم في وقت واحد، لأنه حدثت في ظل توحيد الأسواق العالمية وانفتاحها على بعضها البعض وظهورها كسوق واحدة في ظل ما يعرف بالعملة المالية، وبالإضافة إلى كون الاقتصاد الأمريكي من أكبر الاقتصاديات في العالم، فقد بدأت هذه الأزمة في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى، من بنوك وشركات تأمين وشركات التمويل العقاري وصناديق استثمار في الولايات المتحدة الأمريكية في البداية، لتتحول بعد ذلك إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية وتشمل تداعياتها أسواق المال والبورصات العالمية في جميع أنحاء العالم، بما فيها الدول العربية و التي لم تكن بمنأى عن الآثار الوخيمة التي خلفتها هذه الأزمة.

تبعاً لما سبق، تتجلى الإشكالية الرئيسية لهذا البحث، والتي يمكن صياغتها على النحو التالي:  
ما هو الدور الذي لعبته الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وكيف كان تأثير هذه الأزمة على السوق المالي القطري باعتباره من أهم الأسواق المالية العربية التي مستها الأزمة؟ وبناءً على الإشكالية الرئيسية، يمكن استنباط بعض التساءلات الفرعية نردها في النقاط التالية:

- ما المقصود بالأزمة المالية العالمية 2008، وهل كانت أسبابها مألوفة؟

- ما المقصود بالهندسة المالية وما الغرض منها؟

- هل توجد فروق في أداء سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل وبعد الأزمة المالية؟

ثانياً: الفرضيات: بهدف الإجابة على الإشكالية الرئيسية، سنعتمد الفرضية الأساسية الآتية:

لقد كان للهندسة المالية الدور الأساسي في تفجير الأزمة وتأجيج شرارتها ووصول تداعياتها إلى سوق الدوحة القطري للأوراق المالية بشكل كبير وعميق.

وبناءً على الفرضية الأساسية يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- يقصد بالأزمات المالية الانهيار المتزامن لمجموعة من المؤسسات المالية المترابطة، بسبب محاولة المستثمرين، المضاربين، المقرضين والمودعين تصفية أصولهم.

- الهندسة المالية هي أدوات مالية جديدة تم ابتكارها لتقليل من المخاطر.

- لا توجد فروق في أداء سوق الدوحة للأوراق المالية قبل و بعد الأزمة.

ثالثاً: أهمية البحث: تنبع أهمية البحث كونه يعالج موضوعاً من أهم الموضوعات الراهنة ألا وهو أزمة الرهن العقاري، والتي عصفت بالاقتصاد الأمريكي ليمتد أثرها إلى الدول العربية التي لم تكن بمنأى عنها، ولا سيما دول مجلس التعاون الخليجي، وخاصة قطر التي مستها أزمة الرهن العقاري.  
رابعاً: أهداف البحث: يرنو هذا البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأزمات، مع محاولة الكشف عن أهم أزمات القرن العشرين، وصولاً إلى أزمة الرهن العقاري لسنة 2008.

- محاولة التعرف على الهندسة المالية، منافعها ومخاطرها، وأدواتها.
- إلقاء الضوء على الدور الذي لعبته الهندسة المالية في الأزمة المالية العالمية 2008 .
- محاولة اختبار فيما إذا كان هناك أثر لهذه الأزمة على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية، والقطاعات العاملة فيه.

**خامسا: حدود الدراسة:** ينحصر هذا البحث في الحدود التالية:

- الفترة الأولى: قبل وقوع الأزمة (إفلاس بنك ليمان برادرز ) وشملت سبتمبر 2007 ولغاية شهر أوت 2008.

- الفترة الثانية انحصرت بين سبتمبر من العام 2008 ولغاية شهر أوت من العام 2009.
- قد اعتمدنا في دراستنا على سوق الدوحة للأوراق المالية كونه تعدد سوق دولية وتعتبر من أهم أسواق الأوراق المالية العربية من حيث الرسمة، وحجم التداول، وعدد الشركات المدرجة، إضافة إلى التنظيم الجيد واستعمال أحدث وسائل الاتصال وغيرها من المعايير، دون ان ننسى أن سوق الدوحة يقع ضمن خارطة أسواق المال الخليجية والتي كانت من المتضررين من أزمة الائتمان 2008.

**سادسا: المنهج المستخدم والأدوات المستعملة**

تم الاعتماد بشكل أساسي على المنهج الوصفي في الجوانب النظرية المرتبطة بالأزمة المالية العالمية، والجوانب المتعلقة بالهندسة المالية، كما تم الاعتماد على أسلوب دراسة الحالة عند تحليل أثر الأزمة المالية على سوق الدوحة للأوراق المالية بالاعتماد على أساليب إحصائية متعددة.

**سابعا: هيكل البحث:** لإنجاز هذا البحث الموسوم ب: **دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة المالية العالمية 2008**، قمنا بتقسيمه إلى ثلاثة فصول رئيسية، تسبقهم مقدمة عامة تتضمن الأبعاد الأساسية لموضوع البحث وإشكاليته، وتتعقبهم خاتمة تتضمن النتائج النظرية والتطبيقية للبحث، وتمثل هذه الفصول فيما يلي:

**الفصل الأول:** والمعنون ب: **الأزمة المالية العالمية 2008**، و الذي ارتأينا في البداية الإحاطة بالجانب النظري للأزمات، ومن ثم قمنا بالتطرق للأزمات بداية بأزمة الكساد 1929 وصولا إلى الأزمة المالية العالمية 2008 والتي حاولنا توضيح نطاقها، أسبابها، انعكاساتها وأساليب علاجها وتقويمها.

**الفصل الثاني:** حمل عنوان: **السياق النظري للهندسة المالية**، و حاولنا فيه التعرف على الهندسة المالية من حيث المفهوم، النشأة، الإستراتيجيات، المبادئ والمجالات، ومن ثم التطرق لأدواتها.

**الفصل الثالث:** كان بعنوان: **الهندسة المالية كآلية لتأجيج شرارة أزمة 2008**، حيث حاولنا إظهار الدور الذي لعبته الهندسة المالية في الأزمة، ثم قمنا بعد ذلك بدراسة أثر الأزمة على سوق الدوحة للأوراق المالية.

الفصل الأول :الأزمة المالية العالمية 2008.

المبحث الأول :ماهية الأزمات المالية.

المبحث الثاني : ماهية الأزمة المالية العالمية 2008.

المبحث الثالث : أساليب علاج الأزمة وتقومبها.

## 1.1.1. مدخل

تعتبر الأزمات المالية من أهم الأحداث الاقتصادية التي عرفها العالم عبر الزمن، حيث تختلف أسباب هذه الأزمات من دولة إلى أخرى حسب طبيعة النظام الاقتصادي والمالي الذي تنتهجه كل دولة، وقد عايش العالم في القرن العشرين العديد من الأزمات المالية، ابتداءً بأزمة الكساد العالمي 1929 إلى أزمة المكسيك وجنوب شرق آسيا وصولاً إلى أزمة الرهن العقاري والتي عرفها العالم مؤخراً وتعد من أخطر الأزمات الرأسمالية وأعنفها، حيث خلقت آثار سلبية بدءاً بالولايات المتحدة الأمريكية موطن الأزمة الأصلي ثم امتدت إلى جميع اقتصاديات العالم، نظراً للمكانة الدولية التي تحتلها الولايات المتحدة الأمريكية.

وسنحاول في هذا الفصل التطرق إلى ماهية الأزمات المالية وأهم الأزمات التي عرفها العالم خلال القرن العشرين، وصولاً إلى أزمة الرهن العقاري (أزمة الائتمان) وأهم الإجراءات المتبعة لمعالجتها.

## 2.1. ماهية الأزمات المالية

يعتبر مصطلح الأزمة المالية من أكثر المصطلحات الاقتصادية تداولاً نظراً لأهمية هذا المصطلح ولهذا سلطنا الضوء في هذا المبحث على مفهوم الأزمات المالية، أسبابها مراحلها وأهم الأزمات المالية التي عرفها العالم.

### 1.2.1. الأزمة المالية بين المفهوم، الخصائص والأنواع

لقد كان للأزمات المالية وقع وأثر كبيرين على اقتصاديات البلدان، إذ أنها غالباً ما سببت تدهوراً حاداً في الأسواق المالية، نظراً لفشل الأنظمة المصرفية المحلية في أداء مهامها الرئيسية والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم، وفيما يلي سوف نتطرق إلى مفهوم الأزمات المالية، خصائصها وأنواعها.

**1.1.2.1. مفهوم الأزمات المالية :** على الرغم من اختلاف الزمان والمكان، إلا أن معظم الاقتصاديين كانت تعريفاتهم للآزمة المالية تصب في قالب واحد، ومن خلاله يمكن الإحاطة بمفهوم الأزمة المالية من خلال النقاط التالية<sup>1</sup>:

يقصد بأزمة الأسواق المالية التدهور الحاد في الأسواق المالية للدولة أو مجموعة من الدول ومن أبرز سماتها فشل النظام المصرفي الحالي في أداء مهامه الرئيسية مما يؤدي إلى تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم، وبتالي التأثير السلبي على قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات في ما بين الأسواق المالية الدولية.

عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1999، ص38.

عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم في عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2003، ص32.

علاء شويبي وعبد الرزاق كردوسي، واقع حل الأزمة المالية 2008 من المنظور الإسلامي، مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، علوم اقتصادية، تخصص نقود ومؤسسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قلمة 08ماي1945، مذكرّة 2010/2011، ص02.

هي تدهور أو انخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية التي تلعب دورا هاما في الاقتصاد القومي، والانخفاض الناتج عن ذلك في سعر الأصل يقلل من نشاط الاقتصادي الكلي مباشرة، من خلال التأثير على قرارات المستهلكين الأفراد والشركات بشكل غير مباشر، من خلال تأثيره على أسعار باقي الأصول الأخرى والموازنات المالية للوسطاء الماليين مثل البنوك.

هي الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول المالية، والأصول تكون إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والأبنية، أو أصول مالية تتمثل في حقوق ملكية لرأس المال المادي أو للمخزون السلعي مثل الأسهم وحسابات الادخار، وهذه تسمى مشتقات مالية ومنها العقود المستقبلية (للفظ أو العملات الأجنبية مثلا)، فإذا انهارت قيمة أصل ما فجأة فان ذلك قد يعني إفلاس أو انهيار قيمة المؤسسات التي تملكها وقد تأخذ هذه الأزمة شكل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد.

**2.1.2.1. خصائص الأزمات المالية:** للأزمات المالية خصائص تميزها عن غيرها من الظواهر الأخرى وتتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

**المفاجأة:** تتسم الأزمات بأنها تحدث بشكل مفاجئ، وتعني المفاجأة أن الأزمات تحدث بدون سابق إنذار أو قرع للأجراس بل بشكل مفاجئ وهذا ما ينذر بوضع جديد أقل ما يوصف بأنه سيء.

**نقص المعلومات:** وتعني عدم توفر المعلومات عن المتسبب في هذه الأزمة، ويعود السبب النقص في المعلومات خصوصا إذا كانت تحدث أول مرة حيث لا يعرف المتسبب في حدوثها، ولا يعرف حجم الأزمة، ولا توجد ضوابط عملية لمعرفة كيفية التصرف.

**تهدد المصلحة القومية:** ويقصد بذلك أن تكون الأزمة على درجة من الجسامه والخطورة بحيث تهدد المصلحة العامة على المستوى القومي ويكون لنتائجها انعكاسات على المصالح العليا للبلاد، وبغير لها الأوضاع الراهنة في المستقبل.

**التشابك والتعقيد والتداخل:** تتميز معظم الأزمات بتشابك أحداثها وتداخلها بشكل يتعدى حدود نشأة السبب المحرك لها ليشمل في النهاية العديد من الأمور والأحداث ذات الأزمنة والأمكنة المختلفة.

**التدمير والتخريب:** تتميز العديد من الأزمات بسعي المخططين لها والقائمين على تنفيذها بالتدمير والتخريب وغالبا ما يهدف إلى إحداث نوع من الإتلاف للمال العام أو الخاص على حد سواء.

<sup>1</sup> محمود جاد الله، إدارة الأزمات، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 21 .

الاستحواد على اهتمام الجماهير: إن أية أزمة يتعرض لها النظام الرأسمالي فإنها تستهدف اهتمام وسائل الإعلام لتصبح شائعة لدى الرأي العام.

**سرعة اتخاذ القرار:** تتطلب أي أزمة اتخاذ مجموعة من القرارات في وقت قصير ومحدد، وفي ظروف يسودها عدم اليقين ولا يتوفر فيها الوقت الكافي لتحليل ودراسة الموقف.

**3.1.2.1. أنواع الأزمات المالية:** يمكن أن نفرق بين ثلاث أنواع للأزمات المالية نوجزها في ما يلي:  
أولاً: الأزمات المصرفية: وتتخذ شكلين:<sup>1</sup>

**أزمة السيولة:** تحدث أزمة السيولة عندما يفاجئ بنك ما بزيادة كبيرة في طلب سحب الودائع، في حين 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 تحدث الأزمة، وإذا امتدت إلى بنوك أخرى تصبح تلك الحالة أزمة مصرفية.

**أزمة الائتمان:** تحدث عندما تتوفر الودائع لدى البنوك، وترفض تلك البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب، فتحدث أزمة في القرض.

**ثانياً: أزمات أسواق المال "حالة الفقاعة":** يحدث هذا النوع من الأزمات في أسواق المال بسبب ما يعرف اقتصادياً بظاهرة الفقاعة، أي عندما ترتفع أسعار الأصول بحيث تتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو المضاربة على سعره، وليس شراءه من أجل استثمار لتوليد الدخل، وهنا يصبح انخيار أسعار هذه الأصول مسألة وقت فقط، حيث عندما يكون هناك اتجاه قويًا لبيع تلك الأصول تبدأ أسعارها في الهبوط ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور، فتتهارك الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى في ذات القطاع أو في القطاعات الأخرى.<sup>2</sup>

**ثالثاً: أزمات العملات:** وتحدث هذه الأزمات عندما تتخذ السلطات النقدية قراراً بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، مما يؤثر بشكل كبير على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو كمخزن للقيمة، ويكون هذا التدهور أكثر من الحدود المعقولة التي يتم اعتبارها في الغالب ما فوق 25% كما تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة "ميزان المدفوعات"<sup>3</sup>.

**2.2.1. أسباب حدوث الأزمات المالية وأهم مراحلها**

عادة ما تحدث الأزمات المالية نتيجة لمجموعة من الأسباب، وفق مراحل معينة نوجزها فيما يلي:

<sup>1</sup> فيصل محمد أحمد الكندي، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على قطاع الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، بدون سنة نشر، ص 67.

<sup>2</sup> شويبي علاء وكردوسي عبد الرازق، مرجع سبق ذكره، ص 16.

<sup>3</sup> شويبي علاء وكردوسي عبد الرازق، مرجع سبق ذكره، ص 17.

1.2.2.1. أسباب الأزمات المالية: تتعدد وتتوزع أسباب الأزمات المالية بحسب ظروف كل دولة ، فهناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية ، ومن هذه الأسباب ما هو اقتصادي وما هو نفسي، وسنحاول إيجاز هذه الأسباب فيما يلي:

أولاً: أسباب اقتصادية: من هذه الأسباب ما يلي:<sup>1</sup>

عدم التلاؤم بين أصول وخصوم المصارف: يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف خصوصاً من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كافي من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتاً ما يغري المصارف المحلية بالاقتراض من الخارج. وقد يتعرض زبائن المصارف كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية وعدم التلاؤم أيضاً بالنسبة لفترات الاستحقاق.

التحرر المالي غير الوقائي: إن تحرير السوق المالي المتسارع، غير الوقائي بعد فترة كبيرة من الانغلاق والتقييد قد يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية. فمثلاً عند تحرير أسعار الفائدة فإن المصارف المحلية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد أسعار الفائدة. ويتوافق ذلك أيضاً مع التوسع في منح الائتمان والذي بدوره يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية خصوصاً في القروض العقارية أو القروض المخصصة للاستثمار في سوق الأوراق المالية. كذلك، فإن التحرر المالي يؤدي إلى استحداث مخاطر إئتمانية جديدة للمصارف والقطاع المالي قد لا يستطيع العاملون في المصارف تقييمها والتعامل معها بحذر ووقاية. كما أن التحرر المالي يعني دخول مصارف أخرى إلى السوق المالي ما يزيد الضغوط التنافسية على المصارف المحلية لا سيما في أنشطة ائتمانية غير مهياة لها وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها المصرف. وبدون الإعداد والتهيئة الرقابية اللازمة قبل التحرر المالي فإن المصارف قد لا تتوفر لها الموارد أو الخبرات اللازمة للتعامل مع هذه النشاطات والمخاطر الجديدة. ومن الأزمات المالية التي ساهم التحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر في حدوثها.

التدخل الحكومي لتخصيص الائتمان: من المظاهر المشتركة للأزمات المالية في العديد من الدول كان الدور الكبير للدولة في العمليات المصرفية خصوصاً في عملية تخصيص القروض الائتمانية. وفي كثير من الأحيان كانت الحكومة تقوم بتوزيع الموارد المالية المتاحة على قطاعات اقتصادية أو أقاليم جغرافية بعينها

<sup>1</sup> بالاعتماد على:

- خليل حسين ، أسباب الأزمات المالية العالمية وسياسات مواجهتها ، من الموقع: <http://drkhalilhussein.blogspot.com/2008/10/blog-post.html> - عرفان تقي الحسيني، مرجع سبق ذكره، ص 201.

في إطار خطة لتنمية تلك الأقاليم والقطاعات أو لخدمة أغراض أخرى قد تكون سياسية بالدرجة الأولى وليست اقتصادية.

ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي: تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات خصوصاً فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة المصرف الائتمانية. كما تعاني من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات المصرفية وعدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد ونسبتها من رأسمال المصرف. كما يظهر التبع التاريخي للأزمات المالية أن التنظيم والرقابة يأتيان دائماً بعد حدوث الأزمة، كما يظهر إن السلطات النقدية في الدول النامية التي تعرضت للأزمات المالية، لم تنجح في التنبؤ بحدوث الأزمات أو الوقاية من حدوثها. حيث قامت بعد حدوث الأزمات بوضع وتعديل التشريعات المنظمة والممانعة من تكرار حدوثها. والملاحظ أيضاً التراجع عن تلك الإجراءات التنظيمية بمجرد زوال حدة الأزمة ما أدى إلى تكرار الأزمات وبالتالي عدم وجود وقاية حقيقية. وفي معظم الأحوال فقد تمت معالجة الجوانب الفنية المسببة للأزمة وتجاهل الجانب الهيكلي والتنظيمي، وبالتالي تصبح المحافظة على مقدار التحسن في العمليات المصرفية صعبة الاستمرار والدوام.

**ثانياً : أسباب نفسية:** تتعلق أساساً بما يلي <sup>1</sup>:

بروز أزمة الثقة النفسية حول مستقبل الأسواق المالية.

استمرار عدم الثقة مع تحسن أوضاع الموازنات العامة وبالتالي استمرار اضطرابات السلطات النقدية لرفع سعر الخصم لأكثر مما سبق.

**2.2.2.1. مراحل الأزمات المالية:** تتميز الأزمة أو الدورة الاقتصادية في الاقتصاد الرأسمالي (اقتصاد السوق) بعدة مراحل نذكرها:

**أولاً: التقسيم الأول:** مرحلة الميلاد، مرحلة النمو، مرحلة النضوج، مرحلة التقلص، مرحلة الاختفاء، نذكرها كما يلي:

**مرحلة الميلاد:** في ظل هذه المرحلة يكون هناك بوادر تلوح في الأفق تنذر بأخطار غير معروفة وغير محددة المعالم تماماً، وغير واضحة الاتجاه ولم يتحدد أو يتضح المدى الذي ستصل إليه هذه الأخطار وتتصف هذه المرحلة بغياب وعدم توفر البيانات، والمعلومات الكافية عن الأزمة المرتقبة فيما يتعلق بتطورها وتوقيف انفجارها، ويتوقف مستوى الشعور بهذه الأزمة وحجم إدراكها على الخبرة والقدرة على إدراك المتغيرات ذات العلاقة بالأزمة وأيضاً القدرة على التنبؤات المستقبلية لها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد الحكيم مصطفى الشقاوي، مرجع سبق ذكره، ص 33.

<sup>2</sup> يوسف أحمد أوفار، إدارة الأزمات، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 35.



**مرحلة النمو (الاتساع):** إذا لم يتم التغلب على الأزمة والقضاء عليها في مرحلة الميلاد فإن هذه الأزمة تنمو وتتطور وتدخل في مرحلة جديدة هي مرحلة النمو (الاتساع)، وهناك من العوامل التي تدعم قوة الأزمة في هذه المرحلة ومن هذه العوامل<sup>1</sup>:  
عوامل ذاتية مرتبطة بالأزمة نشأت معها وتكونت في المرحلة السابقة (المرحلة الميلاد).  
عوامل خارجية جذبتها الأزمة وتفاعلت معها وأضافت إلى الأزمة قدرات جديدة للنمو والتوسع والاتساع.

وفي هذه المرحلة يزيد الإحساس بالأزمة وبالتالي عدم القدرة على إنكارها كما كان يمكن أن يحصل خلال المرحلة السابقة، ولا يمكن تجاهل هذه الأزمة فالتجاهل يترتب عليه آثار وخيمة.<sup>2</sup>

**مرحلة النضوج:** قد يكون هناك فشل في مواجهة الأزمة وعلاجها في المرحلة السابقة (مرحلة النمو) وهذا يحدث نادرا، ويكون مؤشرا على عدم الكفاءة وعدم الفاعلية في إدارة الأزمة، وإذا حدث ذلك فإن الأزمة ستصل إلى مرحلة جديدة هي مرحلة النضوج، وهذا معناه أن الأزمة بلغت ذروة قوتها وعنفوانها وباتت السيطرة عليها وعلى أثارها صعبة جدا ومستحيلة، وبالتالي يجب التعامل مع هذه الأزمة بذكاء شديد إلى أن تتمكن من تخفيف حدة هذه الأزمة وإلى الانحسار والتراجع.<sup>3</sup>

**مرحلة التقلص (الانحسار):** تدخل الأزمة إلى هذه مرحلة وتبدأ بالتقليص والانحسار بعد أن يقع التصادم العنيف، فهذا التصادم يؤدي إلى أن تتفكك هذه الأزمة وتتفتت وتفقد الأزمة جزءا كبيرا من قوتها وطاقتها ومن الأمور التي تشجع على تراجع حدة هذه الأزمة هي القيام بإحداث التغييرات المطلوبة التي تكفل إنقاذها.<sup>4</sup>

**مرحلة الاختفاء:** تدخل الأزمة في هذه المرحلة (مرحلة الاختفاء) عندما تفقد بصورة كاملة أو شبه كاملة كل قوى الدفع المحركة لها و تتلاشى مكوناتها و عناصرها الفرعية، وينتهي الاهتمام بها ويصبح الحديث عنها كحدث تاريخي ماضي وانقضى، فالتكيف يجلب آثارا سلبية ويؤدي إلى الإبقاء على آثار الأزمة ونتائجها بعد انحسارها وتلاشيها بينما تقود إعادة البناء إلى علاج الآثار والنتائج واسترجاع الكفاءة والفاعلية واكتساب خبرات وقدرات عالية في أسباب الأزمات ونتائجها.<sup>5</sup>

**ثانيا: التقسيم الثاني:** تنقسم الأزمة إلى أربعة مراحل<sup>6</sup>:

<sup>1</sup> نفس المرجع ، ص35.

<sup>2</sup> يوسف أحمد أوفار، مرجع سبق ذكره، ص35.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص35.

<sup>4</sup> نفس المرجع، ص35.

<sup>5</sup> نفس المرجع ،ص35.

<sup>6</sup> حسن البزاز، إدارة الأزمة بين نقطتي الغليان والتحول، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2001، ص ص 93 94.

**المرحلة التحذيرية:** هي تلك المرحلة التي تسبق نشوء الأزمة، وهي البدء بالقدرة على الاستشراف في المتغيرات والاحتمالات والبدائل.

**مرحلة نشوء الأزمة:** وتقوم على عدم إمكانية صاحب القرار في توقع حدوث الأزمة والتي تقود إلى تعاضم المتغيرات الدافعة لها وبالتالي زيادة احتمالية المواجهة.

**مرحلة الانفجار:** والتي تأتي مباشرة بعد الفشل في التعامل مع العوامل التي حركت الأزمة، أو عدم القدرة للسيطرة على متغيراتها المتسارعة.

**مرحلة انحسار الأزمة:** وهي تلك المرحلة التي تتلاشى فيها العوامل المسببة للأزمة والسعي الحثيث إلى العودة إلى التوازن الطبيعي حيث أن التوازن يبقى بشكل أساسي ال عمل السليم والغير السليم، وحل الأزمات بشكل متوازن أو غير متوازن...، إلى غير ذلك من التقسيمات.

**3.2.2.1. أهم أزمت القرن العشرين:** لقد عرف الاقتصاد العالمي عدة أزمت مالية طيلة القرن 19 وحتى يومنا هذا، فالبداية كانت بأزمة 1929 ليمر بعدها الاقتصاد العالمي منذ 1936 وحتى مطلع السبعينات بفترة الازدهار أو ما يعرف بفترة "ثلاثيات الرفاة"، ثم الأزمة 1987 والتي اندلعت ببورصة وول ستريت وانتشرت بأسواق المال الأخرى لكنها لم تدم إلى أسابيع قليلة وأخيرا أزمتي 1994-1997 فالأولى حدثت بعدما إتخذت قيم المؤشر ببورصة المكسيك تعرف انخفاضات كبرى والثانية حدثت بأسواق مال دول جنوب شرق آسيا بعد ثلاث سنوات من النمو السريع.

**أولا: أزمة الكساد العظيم 1929:** حدثت أزمة 1929 يوم الخميس 24 أكتوبر ببورصة وول ستريت حيث تم عرض 13 مليون سهم بالأسواق دون أن يقابلها أي طلب من قبل المشترين، وفقد مؤشر داو جونز يومها 22.6% من قيمته كما بلغت الخسائر ببورصة نيويورك خلال الفترة من 22 أكتوبر وحتى 13 نوفمبر 1929 ما قيمته 30 مليار دولار، في حين فقد مؤشر داو جونز نسبة 89% من قيمته في 1932<sup>1</sup>، ولقد اتسمت هذه الأزمة بأنها:<sup>2</sup>

أزمة دورية لارتباطها الوثيق بالأزمات الدورية للنظام الرأسمالي حيث يعتبر التحلي عن فروض النظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر والأخذ بمبادئ كينز من أهم نتائجها.

الأزمة مست السوق المالي ثم امتدت لتأثر في قطاعات الاقتصاد الحقيقي.

أما فيما يتعلق بنتائجها فتتمثل في:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص ص 30 31.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 32.

<sup>3</sup> مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشاكلها في عالم النقود، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص 100.

انحيار أسعار الأسواق المالية بنسبة 90% بالولايات المتحدة الأمريكية، وانخفاض مستويات سعر الفائدة إلى 2.6% خلال الفترة 1930-1933 بعدما كانت قيمتها 5.2% في 1929. انخفاض حجم الودائع بالبنوك بنسبة 33% وعمليات الخصم والإقراض بمقدار مرتين إضافة إلى إفلاس أكثر من 1000 بنك بالولايات المتحدة الأمريكية منذ بداية الأزمة وحتى منتصف 1933، أي بنسبة 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية الأمر الذي أبحر عنه ضياع الكثير من مدخرات صغار المودعين. انخفاض قيمة العملات الرئيسية الدولية بحوالي 50%-84% مقارنة بمستويات ما قبل الأزمة، وذلك بسبب تزايد عجز الموازنات العامة وموازن المدفوعات و بفعل انخفاض الاحتياطات الذهبية.

**ثانيا: أزمة 1987:** والتي اندلعت في 19 أكتوبر 1987 بوول ستريت، عندما أراد المتعاملون التخلص مما في حوزتهم من الأوراق المالية لاسيما عندما تحول الكثير منهم إلى الاستثمار في سندات الحكومية أو استبدال أصولهم المالية طويلة الأجل بأصول قصيرة الأجل لتسهيل عملية تسيلها، وأيضا يرجع هذا التحول إلى توقع المتعاملين بفعل استمرار العجز في الميزان التجاري الأمريكي وتزايد حجم المديونية، كذلك لجوء السلطات النقدية إلى تخفيض قيمة الدولار وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للأصول المالية المحررة بالدولار، وكنيجة لما سبق حدث تدهور في قيمة الأسهم بنسبة 26%، وأيضا انخفضت قيمة المؤشر داو جونز بنسبة 21.6% إلى أقل مستوى له حتى بداية الأزمة، كما قدرت الخسائر ببورصة وول ستريت 800 مليار دولار، ويمكن القول أن هذه الأزمة اتسمت بما يلي:<sup>1</sup>

استمرارها لفترة قصيرة جدا حيث لم تتجاوز مدتها بضعة أسابيع.  
انتشارها بسرعة كبيرة وبنفس الحدة بين الدول ويرجع ذلك إلى مجموعة من العوامل أهمها:  
إزالة الحواجز بين الأسواق المالية الدولية، باستخدام أساليب اتصال حديثة لأداء العمليات المالية الدولية.  
تأثيرها بشكل رئيسي على الأسواق المالية بمعنى أنها لم تتحول لأزمة اقتصادية.

**ثالثا: أزمة المكسيك لعام 1994:** هذه الدولة التي استحوذت خلال السنوات الأولى من عقد التسعينيات على أكثر من 60% من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية نحو أمريكا اللاتينية و 70% من استثمارات المحافظة المالية فترجم ذلك في أن أصبحت بورصة المكسيك خلال الفترة الممتدة ما بين 1990-1994 تسير ماقيمته تتراوح ما بين 10 إلى 20 مليار دولار كاستثمارات أجنبية سنويا، وانعكس ذلك على قيمة المؤشر الذي ارتفع من 100 نقطة سنة 1989 إلى 130 نقطة قبل الأزمة، لكن سرعان ما أخذت المنطقة تنذر بحدوث أزمة مالية خاصة بعد أن قررت السلطات المكسيكية تعويم العملة في 20 ديسمبر 1994، حيث وخلال أسبوع واحد خسر البيزو 40% من قيمته مقابل الدولار، ثم استقرت قيمته في مارس 1995 عند أقل من 55% من قيمته عند الانطلاق،

<sup>1</sup> مروان عطوان مرجع سبق ذكره، ص 102.

كما سجل مؤشر البورصة المكسيكية هو الآخر انخفاض بنسبة 65% لذلك أصبح يقال أنه في ظل هذا الوضع المتريدي فإن أي مستثمر يثبت وضعيته في السوق المكسيكية سوف يخسر في حوالي شهرين ونصف 80% من قيمة استثماراته،<sup>1</sup> ويمكن تلخيص أهم أسباب الأزمة بالنقاط التالية:<sup>2</sup>

أن تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى المكسيك أخفى حقيقة العجز في العمليات الجارية والتدهور في المدخرات الخاصة والتقييم المغالى في العملة الوطنية. إن المغالاة في تقييم سعر صرف البيزو أدى إلى ارتفاع شديد في الاستهلاك ومن ثم زيادة في الواردات. تردى الوضع السياسي للمكسيك ساهم هو الآخر بتسريب رؤوس الأموال إلى الخارج الأمر الذي نتج عنه انخفاض شديدة في قيمة الاحتياطات الأجنبية. إن التساهل في السليمة النقدية لعام 1994 أدى إلى توسع سريع في الائتمان الممنوح من البنك المركزي، وفي الائتمان الممنوح في البنوك التجارية وبنك التنمية للقطاع الخاص. إن الانخفاض الشديد في البيزو والارتفاع الشديد في أسعار الفائدة تسبب في ارتفاع قيمة القروض المتعثرة كما أدى إلى ارتفاع حجم القروض بالدولار.

وأمام هذا الوضع لجأت الحكومة المكسيكية إلى احتواء الأزمة من خلال:<sup>3</sup>

إجراء إصلاحات اقتصادية كلية كاستجابة للانخفاض الشديد في تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل. إعادة تمويل الديون العامة الدولارية قصيرة الأجل بحوالي 30 مليار دولار أمريكي. الحفاظ على قدرة البنوك من خلال حماية مدخرات المودعين، وإيجاد حلول للمقترضين المتعثرين. الخضوع لصندوق النقد الدولي بالحصول على شريحة الإنقاذ الطارئ التي بلغت قيمتها 52 مليار دولار منها 20 مليار دولار حصلت عليها من الولايات المتحدة الأمريكية.

**رابعا: أزمة جنوب شرق آسيا 1997:** حدثت بعد ثلاث عقود من النمو السريع تمكنت كل من كوريا الجنوبية، هونغ كونغ، تايوان، سنغافورة، اندونيسيا، ماليزيا وتايلندا من تحقيق نجاح اقتصادي باهر، نتج عنه أن أطلق عليهم اسم النمر الآسيوية إلا أن ذلك لم يدم طويل حيث سرعان ما بدأت تظهر للعيان بوادر أزمة مالية خطيرة بفعل ما تعرضت له هذه المنطقة لسلسلة من الهجمات المضاربة التي تسببت في هروب مكثف لرؤوس الأموال إلى الخارج، لتتفاقم بعدها الأزمة ابتداء من السادس الثاني لسنة 1997، نظرا لما اتسمت به هذه الدول من هشاشة في القطاع المالي وضعف في التسيير الإداري وعلى مستوى الشركات وعلى مستوى القطاعين المالي والحكومي، فلقد انطلقت الأزمة الآسيوية بادئ الأمر بتايلندا في

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 245.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 245.

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص 246.

جويلية 1997، بعد أن قام سبقت من كبار تجار العملة بالمضاربة على خفض سعر العملة فقاموا بعرض كميات كبيرة منه للبيع، الأمر الذي أدى إلى تراجع قيمته بالسوق، وأمام هذا الوضع فشلت الحكومة التايلندية في الحفاظ على قيمة العملة الوطنية خاصة بعد أن تآكل احتياطي النقدي الأجنبي عندها، لذلك لجأت إلى إحداث تخفيض رسمي لقيمة عملتها، لينتج عن هذا القرار تراجع حاد في أسعار الأسهم، الأمر الذي تبعه انسحاب للمستثمرين الأجانب في السوق المالية التايلندية، ثم بعدها أخذت أثر العدوى تنتشر عبر كامل الأسواق المالية المجاورة فانخفضت قيمة العملة الماليزية بنسبة 40% وكذلك عملة اندونيسيا بنسبة 24% وعملة الفلبين بنسبة 26%، أما بالنسبة لعمليتي سنغافورة وهونغ كونغ فقد انخفضتا بنسبة أقل من العملات السابقة وهي على التوالي 18% و5%<sup>1</sup>.

ولا يمكن حصر أسباب هذه الأزمة في عمليات المضاربة فقط، بل توجد كذلك عدة أسباب أخرى نختصرها في النقاط التالية:<sup>2</sup>

ارتفاع معدلات الفائدة بالبنوك حيث أنه نتيجة التزايد في المضاربات على أسعار صرف العملات الرئيسية لهذه الدول لجأت هذه الأخيرة إلى رفع أسعار الفائدة على صرف هذه العملات بالبنوك حتى يتسنى لها وفق التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأخرى خاصة الدولار الأمريكي، الأمر الذي ينتج عنه تحويل المستثمرين لأموالهم من الأسواق المالية إلى البنوك دون الاكتراث بإمكانية توفر من يشتري أوراقهم المالية بالسوق.

ارتفاع مديونية المصارف المحلية والمشاركة بالعملات الأجنبية إذا أن هذه المصارف أخذت تتوسع في الاقتراض قصيرة الأجل بالدولار خلال السنوات الأخيرة لتمويل عمليات التوسع في الإقراض، ولضخ المزيد من السيولة بهذه الاقتصاديات وهذا ما يعرضها لمخاطر عدة خاصة بعد أن تخفض قيمة عملتها. الإفراط في منح القروض للشركات التي تتعامل في العقارات والأسهم مما أدى إلى ارتفاع الأسعار بهذه القطاعات إلى مستويات تضخمية.

التوسع الكبير في التعامل بالمشتقات المصرفية والمالية وفتح المجال واسعا أمام المضاربات التي تتسم دائما بالمخاطر المتزايدة.

تراجع معدلات النمو الاقتصادية بالمنطقة خلال عام 1996 بفعل التراجع في الناتج الذي تسبب هو الآخر في زيادة معدلات البطالة في كل من كوريا الجنوبية وتايلندا، كما شهدت اندونيسيا وتايلندا انخفاضاً في حصتها في سوق الصادرات نتيجة لارتفاع في أسعار الصرف الحقيقية الفعلية وضعف الطلب في البلدان الشريكة بالإضافة إلى الانخفاض الحاد في أسعار السلع الاستيرادية التي ساهمت في تراجع

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، نفس المرجع، ص ص 248 249 .

<sup>2</sup> مصطفى فتحي عطية، الأزمة المالية أسبابها و تداعياتها وطرق حلها والحل المقترح للعرب، مطابع الشرطة للنشر والتوزيع، مصر، 2009، ص 89.

العوائد التصديرية بهذه الدول، وبالتالي يمكن حصر تراجع قيمة الصادرات في الانخفاض الكبير في نمو التجارة العالمية وانخفاض قيمة الين الياباني، ارتفاع أسعار الصرف الحقيقية الفعلية في بعض بلدان شرق آسيا وانخفاض أسعار المنتجات التصديرية.

وبالنظر إلى ما سبق نرى بأن الأزمة اتسمت بطول مدتها كما تميزت بانتقال تأثيرها إلى اقتصاديات خارجة عن

نطاق الإقليم، أما عن نتائج الأزمة فتنحصر فيما يلي:<sup>1</sup>

تراجع متفاوت النسب بأسعار الأسهم في كل من كوريا الجنوبية، ماليزيا، اندونيسيا، تايلندا، الفلين، وسنغافورة وتعدت تأثيرات الأزمة إلى بلدان أمريكا اللاتينية وشرق أوروبا وروسيا.

توجه الدول الأكثر تضررا ( اندونيسيا، تايلندا وكوريا الجنوبية ) إلى صندوق النقد الدولي للحصول على موارد مالية جديدة.

فقدان الين ما نسبته 20% من قيمته إضافة إلى تراجع بورصة طوكيو بنسبة 39% وانكماش الاقتصاد الياباني بنسبة 1% سنة 1997 ثم بنسبة 2% سنة 1998.

### 3.1. ماهية الأزمة المالية العالمية 2008

انطلقت بداية الأزمة المالية مع إعلان مؤسسة مالية عملاقة، هي "ليمان براذرز" عن إفلاسها الوقائي، وهذه كانت بداية رمزية خطيرة، لأن هذه المؤسسة العريقة كانت من الشركات القليلة التي نجحت من مذبحة الكساد العظيم لسنة 1929، وتعتبر من أقدم المؤسسات المالية الأمريكية، التي تأسست في القرن التاسع عشر لهذا هناك من يرى أن المأزق الحالي الذي توجد فيه شركات عالمية خاصة منها المؤسسات المالية يعتبر بمثابة أكبر زلزال مس الاقتصاد العالمي منذ أزمة الكساد العظيم.<sup>2</sup>

### 1.3.1. جذور أزمة الائتمان ومجالها

قد شكلت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية لعام 2007 الشرارة الأساسية لانفجار الأزمة المالية العالمية، وسوف نتطرق إلى نشأة هذه الأزمة ونطاقها كما يلي.

<sup>1</sup> فريال مكاحلية، وداد تونسي، الأزمة المالية الحالية وتأثيرها على اقتصاديات الأوروبية، اليونان، إيطاليا، إسبانيا، البرتغال مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر، تخصص نقود ومؤسسات مالية، قسم علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قالمة، 2011-2012، ص12.

<sup>2</sup> مناور حداد، الأزمة المالية الحالية: جذورها، أسبابها، انعكاساتها، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية، قسنطينة، جامعة منتوري، أيام 14 و15 نوفمبر 2009، ص5-6

**1.1.3.1. جذور الأزمة المالية العالمية:** تعود جذور الأزمة المالية في القطاع المالي العالمي إلى ما قبل نحو ثلاث عقود من تطور قطاع الخدمات على حساب القطاعات الاقتصادية التقليدية من تجارة وصناعة وزراعة،<sup>1</sup> وخلال حقبة العولمة النيوليبرالية التي بدأت في سبعينيات القرن العشرين مرت المراكز الرأسمالية الكبرى خاصة الولايات المتحدة بعملية "لا تصنيع أو نزع التصنيع"، "deindustrialization"، انتقلت بموجبها الرأسمالية الغربية من الاعتماد على الأسواق المحلية القومية إلى الشكل الحالي من العولمة عبر نقل الصناعات الثقيلة الملوثة إلى الصين والهند وغيرها، وترافق ذلك مع "تحرر" أسواق المال ونزع كل القيود المنظمة له، مما أدى إلى هجرة جماعية لرؤوس الأموال إلى "الجنات الآسيوية" وأيضاً إلى تقسيم عمل دولي جديد.<sup>2</sup>

هذا التطور لم يؤدي فقط إلى خلق بطالة واسعة النطاق في الغرب، بل أيضاً إلى توسع الهائل للأسواق المالية التي انفتحت بسرعة، فبات القطاع المالي في بريطانيا على سبيل المثال مسؤولاً عن نصف النمو الاقتصادي، وكذا الأمر بالنسبة للقطاع المالي العقاري في أمريكا عام 2006 وكلا القطاعين اعتمدا بشكل كامل على المضاربة وليس على الاقتصاد الحقيقي.<sup>3</sup>

بدأت الأزمة بعد تزايد حدة القلق للمتعاملين في أسواق المال بشأن الظروف التي تمر بها أسواق الائتمان في العالم، والتي ارجع المحللون معظمها إلى المشاكل التي تعرض لها سوق الإقراض العقاري الأمريكي المعروفة باسم "ساب بريم" "sub prime" (الرهون العقارية الأقل جودة) والتي تمنح للراغبين في السكن من دون الاشتراط بأن يكون للمقترض سجل مالي قوي، شهدت القروض الموجهة لضعيفي الملاءة طفرة في أمريكا خلال الأعوام الأخيرة ولم يكن هناك ما هو أسهل من الحصول على قرض سكني، حيث أصبحت هناك بنوك كثيرة في العالم في ورطة، أما نتيجة تلك القروض هو شرائها لسندات الدين المرهونة بها ومنذ صيف 2007 فقدت البنوك والمؤسسات المالية الثقة في بعضها البعض ولم يعد واحد منها يصدق ما يعلنه الآخر عن وضعه المالي والمحاسبي وأصبح الشك دائماً أن هناك ديون هائلة معدومة خفية، ونتيجة انعدام الثقة كأحد أهم عناصر القطاع المالي، وتوقفت البنوك عن الإقراض فيما بينها - كما أصبح الاقتراض من الأسواق الثانوية غاية الصعوبة - خشية الانكماش إلى مخاطر غير متوقعة وهكذا نشأة أزمة "الانكماش الائتماني" والتي لم تفلح كل المحاولات ضخ الأموال ولا شراء الحكومات لبعض المؤسسات المنهارة في القضاء عليها تماماً والهدف من كل هذه الإجراءات هو تنظيف النظام المالي من تلك الديون المعدومة وسندات الدين المرهونة وأوراق التأمين عليها وسندات الخزينة المشتراة مقابلها.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار ، مرجع سبق ذكره ، ص 41 .

<sup>2</sup> محي محمد مسعد : الاستثمار والأزمة المالية العالمية ، المكتب الجامعي الحديث ، الإسكندرية ، 2010 ، ص 103 .

<sup>3</sup> محمد عبد الوهاب الغراوي، محمد عبد السلام محمد خميس : الأزمات المالية قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة ، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 69 .

<sup>4</sup> فتيحة رجاني، مريم نبلي ، الأزمة المالية العالمية 2008، من خطر قرض بنكي بسيط إلى أزمة عالمية ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر، تخصص مالية المؤسسات، قسم علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قلعة، 2009-2010، ص100.

### 2.1.3.1. مجال أزمة الرهن العقاري: يمكن الحديث عن مجال أزمة الرهن العقاري في العناصر التالية:

أولاً: أسباب عالمية الأزمة: لعل من الملفت للنظر بقوة أن أزمة الرهن العقاري الأمريكية وخاصة منذ أن انفجرت الفقاعة العقارية "bubble" بداية من 15 سبتمبر 2008 سرعان ما تحولت إلى أزمة عالمية أطلق عليها الأزمة المالية العالمية.<sup>1</sup>

وبداية فقد لوحظ انتقال العدوى على اثر هبوط الأسهم في "وول ستريت" بأمريكا وهبوط المؤشر العام بنسبة 7.1% فقد انخفض هذا المؤشر العام في البورصة فرانكفورت إلى 8.8%، في باريس 5.4%، في لندن 7.5%، في مدريد إلى 3.8%، طوكيو 5.1%، سنغافورة 6%، الرياض 9.4%، في دبي 3%، في بيروت 3%، والقاهرة 4.3%، وبالتالي انتقلت الأزمة الأمريكية إلى جميع أنحاء العالم حتى في الدول التي لا توجد فيها استثمارات أمريكية مثل البورصة السعودية وبسبب تفوق هبوط المؤشر العام في بلدان أخرى لم يتم وضع قيودا على الاستثمارات الأجنبية ومن بينها الأمريكية والأوروبية.<sup>2</sup>

وكان انفجار الفقاعة العقارية الأمريكية عاملا مهما لهبوط أسهم الشركات الأخرى غير العاملة في القطاع العقاري في حين لا وجود لمثل هذا العامل في دول أخرى ومع ذلك هبطت أسهم شركاتها العقاري وغير العقارية، فالأسهم التي أصابها تدهور شديد في الخليج لا علاقة لها بالأنشطة العقارية بل الاستثمارات البتروكيماوية أي بسلع التجارة الدولية وحتى على افتراض معانات القطاع العقاري من مشاكل مالية على الصعيد العالمي، غير المعقول أن تستفحل الأزمة وتنهار في نفس اليوم إذن الأسواق المالية ليست فروعاً "للول ستريت" وانطلاقاً من الملاحظات العامة يمكن تحليل عالمية الأزمة المالية بالاعتماد على ثلاث أسباب تصب جميعها في محور واحد هو فقدان الثقة بالسياسة الاقتصادية الأمريكية:<sup>3</sup>

**السبب الأول:** والأساس هو ظهور بؤادر الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية الأمر الذي ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية فالولايات المتحدة الأمريكية أكبر مستورد في العالم حيث بلغت وارداتها السلعية 1919 مليار دولار أي 15.5% من الواردات العالمية (إحصاءات 2006).

**السبب الثاني:** فهو تعويض الخسارة حيث اعتاد بعض أصحاب رؤوس الأموال الاستثمار في عدة أسواق مالية في آن واحد، فإذا تعرضت أسهمهم في دولة ما للخسارة فإن أسهمهم في دولة الأخرى قد لا تصيبها الخسارة. وفي حالات معينة عندما تهبط أسهمهم في دولة ما سوف يسحبون أموالهم المستثمرة في دولة أخرى لتعويض أو لتفادي خسارة ثانية، وتتم عمليات السحب الجماعي في الساعات الأولى من اليوم الأول لخسارتهم في بعض

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 282.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 285.

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص ص 285 286.



البلدان العربية كمصر والسعودية حيث هبط المؤشر العام بسبب هذه العمليات التي قام بها المستثمرون في هذين البلدين نتيجة خسارتهم في "وول ستريت".

**السبب الثالث :** يتمثل في الخوف من هبوط جديد وحاد لسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى، حيث هبطت قيم الأسهم بين مطلع 1987 ومطلع 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية سبع مرات بنسب عالية، وفي كل مرة يتراجع سعر صرف الدولار مقابل العملة الأوروبية بسبب لجوء البنك المركزي إلى تخفيض أسعار الفائدة، وهذا التراجع يعني خسارة للاستثمارات بالدولار سواء في الولايات المتحدة الأمريكية أو خارجها وتحدث هذه الخسارة أيضا وبنفس النسبة في البلدان التي تعتمد عملاتها المحلية على سعر صرف ثابت أمام الدولار كما هو حال غالبية أقطار مجلس التعاون الخليجي، وعلى هذا الأساس فإن أي أزمة مالية في الولايات المتحدة الأمريكية تقود إلى سحب استثمارات من هذه الأقطار لتتوطن في دول أخرى ذات عملات معومة كأوروبا وبلدان جنوب شرق آسيا.

**ثانيا: انتقال الأزمة:** بعد انفجار أزمة القروض العقارية عالية المخاطرة ومحاولة السلطات الأمريكية التحكم فيها دون جدوى، اتسع نطاق الأزمة ليشمل النظام المالي بأكمله، ولقد امتدت في البداية إلى مؤسستين ماليتين كبيرتين متخصصتين في إعادة تمويل القروض العقارية وهما "freddre mac" و"fannie mac" في الرهن العقاري نظرا للدور الكبير لهاتين المؤسستين وتأثيرهما البالغة على النظام المالي الأمريكي بكامله وتحت ضغط بعض القوى الأجنبية باعتبارها كبيرة فيها، فإن الخزينة الأمريكية سارعت إلى محاولة إنقاذها وذلك بعد أن تراجعت أسعارهما في البورصة بنسبة 45% خلال الفترة 7-12 جويلية 2007 غير أن إنقاذ هاتين المؤسستين تحول دون استمرار سلسلة الإفلاسات إذ جاء دور بنك الأعمال "ليمان براذرز" الذي لم يحظى بنجدة من قبل السلطة فتم إفلاسه. ثم تلاه تعثر كبرى شركات التأمين العالمية "AIG" والتي سارعت الإدارة الأمريكية إلى نجدةها باعتبارها مؤسسة مالية نظامية "systemique" حيث أن انخيارها بالنسبة للنظام المالي الأمريكي سيكون بمثابة سقوط قطعة "دومينو dommino" التي من شأنها أن تؤدي إلى تهاوي كل القطع الأخرى، لم يقتصر اتساع نطاق الأزمة على نظام المالي الأمريكي بل انتقلت إلى الأنشطة المالية لدول عديدة وفي مختلف القارات منها : الإتحاد الأوروبي، اليابان، أمريكا اللاتينية، مجلس التعاون الخليجي.<sup>1</sup>

إن اهتزاز الثقة فيما بين المؤسسات المالية من شأنه أن يتسبب في حصول تباطؤ في إدارة النظام الائتماني وبالتالي في ندرة السيولة مهددا بذلك النظام المالي نفسه بالانحيار، وهو ما يشكل جوهر الأزمة المالية، حيث لم تلبث وانتقلت عدوى الأزمة إلى مستوى الاقتصاد الحقيقي بحيث أحجمت المؤسسات المالية عن تقديم السيولة اللازمة للمؤسسات الاقتصادية خاصة والمؤسسات الاقتصادية الصغيرة والمتوسطة، وفي مثل هذا الطرف ينبغي أن

<sup>1</sup> فتحة رحاتي، مريم نبيلي، مرجع سبق ذكره، ص110.

تساءل عما يجب عمله من أجل إعادة تشغيل النظام الائتماني، ومع منتصف شهر أكتوبر 2008 أخذت عدوى الأزمة تنتقل بسرعة إلى القطاعات الاقتصادية الحقيقية مما جعل أسعار الأصول المالية لبعض كبريات المؤسسات الاقتصادية تنهار، إن الدهور لم يقتصر على الجانب المالي من الأنشطة الاقتصادية بل امتد إلى الطاقات الإنتاجية الحقيقية التي أخذت تتعطل جزئياً لتدخل بذلك في ركود اقتصادي لكبريات الاقتصاديات الرأسمالية المتطورة وعلى رأسها اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، ألمانيا، فرنسا، إسبانيا، إنجلترا، وأخيراً كل بلدان الإتحاد الأوروبي.<sup>1</sup>

### 2.3.1. أسباب أزمة الرهن العقاري

يمكن تقسيم الأسباب الأساسية التي أدت إلى الأزمة المالية العالمية إلى قسمين رئيسيين:

#### 1.2.3.1. الأسباب المباشرة: إن أهم الأسباب المباشرة التي أدت إلى ظهور الأزمة المالية الحالية هي:<sup>2</sup>

قامت المؤسسات المالية و البنوك بإقراض أموال عقارية لأسر غير قادرة على التسديد دون ضمانات كافية، وتم تشجيع هذه العملية من قبل الحكومة الأمريكية دون النظر إلى النتائج بعيدة المدى، وهذا يعود إلى قانون 1977 الذي ينص على إمكانية أن تطلب أي مؤسسة مالية وتحصل على ضمانات لودائعها المالية من الدول " الهيئة الفدرالية " للتأمين على الودائع إذ التزمت بالإقراض إلى عدد كبير من الأسر من ذوي الدخل المتواضع.

قامت بنوك الاقتراض العقاري بالتوسع في عملية الاقتراض دون النظر إلى قدرة المقترض على السداد فقد كان وكلاء البيع يحفزون الناس بالاقتراض عن طريق دفع القسط الأول مقدماً حيث يكون القسط ثابت، وهو ليس كبير على حد قولهم ثم بعد ذلك تزايد الأقساط كون الفائدة متزايدة.

عند بلوغ أجل الدفع، وجدت مئات الآلاف من الأسر نفسها عاجزة عن التسديد، وأدى ذلك إلى تراجع قيمة القروض، وشكلت هذه النقطة أول مشكل طرحت، أي عدم قدرة مئات الآلاف من الأسر على تسديد مليارات الدولارات من القروض.

إن عجز الأسر عن تسديد ديونهم كان السبب الواضح في انخفاض قيمة العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية .

#### 2.2.3.1. الأسباب الغير مباشرة: وتتمثل فيما يلي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 111.

<sup>2</sup> سامر مظهر قنطنجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمة المالية العالمية، دار النهضة، سوريا، 2008، ص 61.

<sup>3</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص ص 66-69.

الفقه الاقتصادي المنحاز ضد تدخل الدولة في المجال الاقتصادي وإلى هيمنة الأسواق على القرارات الاقتصادية مقابل شبه غياب كامل للرقابة ولآليات الضبط الحكومية، بمعنى آخر عدم تدخل الدولة في سير الاقتصاد.

تعطيل آليات التصحيح التي تضمنتها اتفاقيات "بريتن وودز" فيما يخص صندوق النقد الدولي، حيث أن قرار إنشاء الصندوق حسب هذه الاتفاقية من أجل مساعدة الدول الأعضاء على تثبيت سعر الصرف دون اللجوء إلى عمليات تخفيض تنافسية وعلى تحرير تجارة السلع والخدمات فيما بينها، لأجل ذلك تم ربط سعر صرف عملات الدول الأعضاء بقيمة ذهبية، وتم تأمين سيولة لدى الصندوق من مختلف العملات حتى إذا واجه الميزان عجزاً مؤقتاً أو موسمياً فإن الصندوق يقرض الدول العاجزة العملات اللازمة (بفائدة معينة) حتى يزول العجز وينقلب إلى وفرة فتسدّد الدولة المعنية ما كانت قد اقترضته، أما إذا كان الخلل أساسياً فإن الدولة العاجزة تخفض قيمة عملتها بالنسبة إلى الذهب، فتتخفّف قيمتها بالنسبة إلى قيمة عملات باقي الدول الأعضاء، الأمر الذي يفترض أن يزيد من قدرتها التنافسية فترتفع صادراتها و تنخفض وارداتها ويتم تصحيح العجز، وبالنسبة إلى الدولة التي يشهد ميزانها التجاري فائضاً أساسياً وليس مؤقتاً أو عجزاً، الأمر الذي يفترض أن يزيد مستورداتها ويخفض صادراتها وبالتالي يعيد التوازن إلى ميزانها التجاري، ويتضح مما تقدم أن آلية التصحيح لدى الصندوق تجابه الدول ذات الوفرة غير الأساسية لأنها تضطر إلى دفع أية فوائد إلى اتخاذ أية إجراءات محددة.

أما السبب الثالث وراء الأزمة فيعود إلى سلوكيات المؤسسات المالية (مصارف تجارية، مصارف أعمال، شركات تأمين، صناديق الادخار من مختلف الأنواع....) والمسؤولين عنها من مدراء تنفيذيين وموظفين بمن فيهم الوسطاء، ومن المظاهر البارزة في هذا المجال التسيّد المفرط والاستئدانة المفرطة (بالنسبة إلى الأموال الخاصة) خصوصاً لدى مصارف الأعمال الأمريكية، و الجوّ الاستثماري المفرط في التفاؤل الذي كان يغذيه هؤلاء باستمرار، والجشع والهروب من الضوابط، إما بسبب إنشاء مؤسسات في الخارج مملوكة كلياً من المؤسسة الأم أو مسجلة في مراكز اللجان الضريبية، و إما التحايل على القانون وصولاً إلى درجة الاحتيال.

إن السياسة النقدية والإقتراضية الفاشلة التي اتبعتها السلطات المعنية وخاصة رئيس مجلس البنك المركزي الأمريكي "الأنغيسيان" 1987-2006، شكلت عاملاً مهماً في التسبب في الأزمة، أولاً لأنها مكنت الولايات المتحدة الأمريكية من أن تستمر في الإنفاق بما يفوق إنتاجها، وبالتالي تستمر في العيش على حساب مدخرات الدول الأخرى وثانياً لأن سهولة التسليف ووفرتة ساهم في خلق الجوّ الاستثماري المفرط والتفاؤل غير الواقعي وفي إطالة أمد هذه الظاهرة، ما ساهم بشكل مباشر في تضخيم ونفخ فقاعة

الإقراض، وثالث لأن التسليف السهل كان مرض السوق العقاري وسمح لوول ستريت بخلق مستنقع من الاستثمارات السامة التي لوئت وأفسدت النظام المالي العالمي.

النفقات العسكرية على الإرهاب في العراق وأفغانستان : فالولايات المتحدة الأمريكية كانت تنفق كل ثلاث دقائق مليون دولار لحربها على العراق، مما يعني نزيه للسيولة العالمية وتمويله يكون باقتراض الدولة الأمريكية من دول العالم أو من سوقها الداخلي، وذلك بإصدارها سندات خزينة، وهذه السندات سمعة عالمية كبيرة ومصدرها اسم الولايات المتحدة الأمريكية واقتصادها القوي، وهو اقتصاد يعتمد على الإنتاج والعلم واستخدام التكنولوجيا لذلك يستثمر بها معظم بلدان العالم بلا استثناء.

عجز الميزانية الأمريكية حيث أدت السياسات الغير متماسكة لبوش تعميق العجز في الميزانية الأمريكية المتمثلة في:

الخفض الكبير في الضرائب.

الإنفاق الكبير على الأمن الداخلي.

تمويل الحرب في كل من العراق وأفغانستان.

عجز ميزان المدفوعات الأمريكي، وتدهور وضع الميزان التجاري الأمريكي بسبب:

القيود على تصدير المنتجات عالية التقنية.

ارتفاع مستويات الاستهلاك المحلي بصفة خاصة من السلع المستوردة.

ارتفاع أسعار النفط.

### 1.3.2.3.1. أسباب أخرى : هناك عدة أسباب أخرى ساهمت في حدوث أزمة الرهن العقاري نوجزها فيما يلي:<sup>1</sup>

**انعدام الثقة بين المؤسسات المالية:** إن الأسباب المألوفة للأزمة المالية هو اهتزاز الثقة في اقتصاد دولة ما أو في قيمة عملتها، غير أن هذه المسألة أخذت بعداً آخر خلال الأزمة المالية العالمية، حيث غابت الثقة بين المؤسسات المالية في جميع أنحاء العالم فيما بينها، وكان ذلك من أهم الأسباب التي أدت إلى تفاقم الأزمة المالية العالمية بعد نشوئها، إذ امتنعت هذه المؤسسات عن إقراض بعضها البعض تحسباً لزيادة إقبال المودعين على أمالهم لديها، وخشيتهم من عجز هذه المؤسسات عن تلك الأموال، خاصة بعد انتشار الهلع بين المودعين وإقبالهم الشديد على سحب أموالهم من البنوك.

**انخفاض سعر صرف اللينون الصيني:** إن الصين تعد من أهم أسباب تفاقم الأزمة المالية العالمية، حيث أن سعر صرف اللينون جعل سعر البضائع الصينية رخيصة للغاية، ودفع المستهلك الأمريكي إلى شراءها بكثر، وقد وفر هذا للصين سيولة نقدية كبيرة وضفتها في شراء سندات الخزينة الأمريكية وسندات

<sup>1</sup> سامر مظهر قطننجي، مرجع سبق ذكره، ص 69.

قروض مدعومة برهون عقارية، مما سمح للبنوك الأمريكية بتوسيع دائرة الإقراض والتسبب في الأزمة المالية العالمية، لذلك كانت الولايات المتحدة الأمريكية تضغط وباستمرار على الصين من قبل لكي تتمكن من إقناعها برفع أسعار الصرف لعملتها ولكنها لم تنجح.

انعكاسات الأزمة على الاقتصاد العالمي و العربي (دول الخليج)

كان للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 آثارا وخيمة، انعكست بداية على الاقتصاد الأمريكي الذي انطلقت منه لنتقل بعدها إلى الاقتصاد العالمي ككل بما فيه الاقتصاد العربي عامة والاقتصاد الخليجي خاصة.

### 1.3.3.1 انعكاسات الأزمة على الاقتصاد العالمي

في إطار الأزمة الأمريكية العالمية هي زلزال القرن الواحد والعشرين، فقد أحدثت العديد من الآثار الاقتصادية سواء على الاقتصاد الواحد أو الاقتصاد العالمي حيث أن تلك الآثار قد تتفاعل لدرجة تلوح بدخول الاقتصاد العالمي إلى شبح الكساد العالمي الكبير الذي حدث 1929-1932، بما أحدثت من أثار ودوما في جوانب الاقتصاديات في العالم،<sup>1</sup> ويمكن حصر هذه الآثار في التالي:

**إفلاس العديد من البنوك والشركات بسبب أزمة السيولة:** أثرت الأزمة المالية على البنوك والمؤسسات

المالية كثيرا إذ تراجعت أسهم البنوك بدرجات عالية جدا بما أدى إلى انهيار وإفلاس عدد كبير منها من تدخل البنوك المركزية لدعم السيولة، حيث بلغت البنوك الأمريكية التي أفلست حوالي 10 بنوك كبرى منها:<sup>2</sup>

مصرف واشنطن ميوتشيدال الذي تزيد أصوله عن 300 مليار دولار وتم بيعه بقيمة اسمية لا تزيد عن 6.9 مليار دولار إلى بنك " جي بي مورغان " الأمريكي مقابل تحمل عشرات الملايين من الدولارات تشكل خسائر مرتبطة بأصول الرهن العقاري المرتفعة المخاطر والمتعثرة.

إفلاس بنك " ليمان براذرز " رابع بنك في الولايات المتحدة الأمريكية في 16 سبتمبر 2008.

استحوذ مصرف " كارلينغيل ناشيونال " على ودائع " كورن بيلت أدتراس كيمباني " ثالث مصرف أشهر إفلاسه في جانفي 2008 وسرعان ما شمل الإفلاس الشركات الكبرى والمؤسسات الكبرى وكان آخر بوادرها انهيار صناعة السيارات في الولايات المتحدة الأمريكية حيث هوت أسهم شركات " جنرال موتورز "، وانخفضت مبيعات السيارات على المستوى العالمي مما أدى إلى زيادة معدلات البطالة في ها القطاع في الكثير من دول العالم.

**انهيار البورصات:** شهدت البورصات العالمية وفي باقي دول العالم تقريبا انخفاضات كبيرة ومتعاقبة ومتتالية في أسعار الأوراق المالية، بعد الانهيار الكبير الذي حدث للبنوك الكبرى والمؤسسات الأخرى،

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 317.

<sup>2</sup> فتحي عطية السيد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 201.

وقدرت خسائر البورصات العالمية في ظل الأزمة بما لا يقل عن 54 تريليون دولار فيما بين الفترة 3 سبتمبر 2008 و22 أكتوبر 2008، تراجع مؤشر داو جونز في بورصة وول ستريت الأمريكية الذي يقيس أداء 30 شركة صناعية كبرى بمقدار 700 نقطة في بداية التعاملات، وتراجع مؤشر ناسداك للشركات التكنولوجية بنسبة 30.8% ومؤشر نيكاي الياباني ليسجل أكبر خسارة ليوم في يوم واحد منذ انخيار الأسهم عام 1987 بل أن التقارير تشير إلى أن البورصة اليابانية هبطت إلى أدنى مستوى لها منذ 25 عام، وأيضا انخفض مؤشر الفاياننشال اجمع للبورصات الأوروبية بنسبة 32.1%<sup>1</sup>.

وقد أعلن تقرير أمريكي في 9 أكتوبر 2008 أن البورصات خسرت نحو 12.4% تريليون دولار في الأثني عشرة شهرا الماضية، وقال التقرير أنه منذ أن تفجرت الأزمة المالية قبل نحو ثلاث أسابيع تكبدت البورصات العالمية 4.6 تريليون دولار، وتشير بعض التقديرات أن البورصات العالمية فقدت مالا يقل عن 50% من قيمة أسهمها في الفترة من 15-09-2008 إلى 31-12-2008 وهي خسارة كبيرة للغاية.<sup>2</sup>

**تنامي معدلات البطالة:** من الآثار الهامة والمتنامية للأزمة العالمية أن أرقام البطالة تتزايد بشكل مخيف حيث فقدت وظائفهم في الكثير من دول العالم وأولها الاقتصاد الأمريكي، فحتى 31 ديسمبر 2008 فقد حوالي 2 مليون من الأمريكيين وظائفهم وارتفع معدل البطالة إلى 7% وهو رقم كبير للغاية عن الأرقام التي كانت سائدة قبل حدوث الأزمة، وإذا كان هذا هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية فإن أرقام البطالة أخذت تزداد في دول الإتحاد الأوروبي وآسيا والدول العربية والأفريقية حيث وصلت إلى أكثر من 9% في المتوسط بل زادت عن ذلك في بلدان كثيرة.<sup>3</sup>

**تذبذب أسعار الذهب و العملات:** لوحظ أن أسعار الذهب تتغير صعودا وهبوطا أثناء الأزمة بشكل حاد فقد نجد خلال أيام انخفاض في أسعار الذهب يمثل انخفاضا كبيرا، ومن ناحية أخرى قد يحدث ارتفاع حاد بعد أيام أخرى وهكذا، وفي المقابل شهدت العملات الدولية القابلة للتحويل تغيرات شديدة وعدم استقرار في سعر الصرف أي العلاقة بين تلك العملات وبعضها البعض، فقد انخفض سعر الدولار عدة مرات متتالية، مما أثر على باقي العملات الأخرى ومعنى ذلك خلق حالة من عدم الاستقرار في سعر الصرف، ولا يخفي تأثير ذلك على العملات والتسويات الدولية بل والتأثيرات السلبية على التجارة الدولية صادرات، والواردات وما يحمله ذلك من آثار مباشرة وغير مباشرة على اقتصاديات الكثير من دول العالم.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> صليحة بوزيدي، فاطمة عجاني: الآثار الاقتصادية للأزمة المالية العالمية على الدول العربية ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر، قسم المالية، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، دفعة 2009-2010، ص ص 81 82.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 82.

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 322.

<sup>4</sup> عبد الحميد عبد المطلب، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 323.

**انخفاض أسعار البترول:** لوحظت انخفاضات متتالية لأسعار البترول بداية من تفجير الأزمة حيث كانت أسعار البترول قد وصلت إلى 150 دولار للبرميل، نجدها قد انخفضت إلى 93 دولار للبرميل في 16 سبتمبر 2008 وفي نوفمبر 2008 وصل سعر البرميل إلى أقل من 55 دولار، الأمر الذي أدخل الدول المنتجة للنفط مرحلة زيادة العجز في ميزانها وقد وصل سعر البرميل في 31 ديسمبر 2008 إلى 33 دولار للبرميل وهو ما يعن وصول العجز في الموازنات للدولة المنتجة إلى ما بين 50% و75% تقريباً وهو ما دفع هذه الدولة إلى الدخول في أزمة اقتصادية حادة بالإضافة إلى ضعف قدرتها على إنتاج البترول علماً أن تكلفت التشغيل لدى كبرى الشركات العالمية يدور حول 50 دولار للبرميل.<sup>1</sup>

**انخفاض التجارة الدولية:** كان لازمة انعكاسات وآثار كبيرة للغاية على التجارة العالمية فقد أعلنت منظمة التجارة العالمية بأن معدل تراجع التجارة الدولية كانت كبيرة للغاية حيث انخفضت التجارة العالمية للمرة الأولى منذ عام 1982، فالإقتصاد الأمريكي يمثل ما لا يقل عن 30% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي ويؤثر مباشرة على ما لا يقل عن اقتصاديات 50 دولة تأثيراً مباشراً فإذا دخل هذا الإقتصاد في حالة ركود عام 2008 فهذا يعني انخفاض الطلب على المنتجات والسلع من الدول الأخرى بمعدلات كبيرة وهو ما انعكس على الصادرات المتدفقة من الدول إلى الإقتصاد الأمريكي ومن ناحية أخرى انخفضت قدرة الإقتصاد الأمريكي على التصدير والاستيراد.<sup>2</sup>

### 3.3.1. 2 انعكاسات الأزمة على الدول العربية خاصة الخليجية منها

انعكست تداعيات على اقتصاديات الدول العربية، على اعتبار أنها جزء من منظومة الإقتصاد العالمي وترتبط بعلاقات اقتصادية معه، ومن المؤكد أن درجة تأثيرها يختلف بين تلك الدول على حسب ارتباطها واندماجها في الإقتصاد العالمي، وفي هذا الإطار يمكن الحديث عن فئتين هما<sup>3</sup>:

مجموعة الدول ذات درجة الانفتاح الإقتصادي والمالي المرتفعة.

مجموعة الدول ذات درجة الانفتاح الإقتصادي والمالي المتوسطة والمنخفضة.

**أولاً: الدول ذات درجة الانفتاح المرتفعة:** وتضم كل من السعودية، الكويت، قطر، الإمارات، العربية المتحدة، وهذه الدول تعتبر من أهم وأبرز حلفاء الولايات المتحدة تجارياً وسياسياً، وبالتالي فإن تداول النفط يتم بالدولار وكذا الإيرادات ونفقات هذه الدول تقدر بالدولار، لهذا فإن انخفاض سعر هذا الأخير قد يتسبب بخسائر اقتصادية كبيرة لهذه الدول، هذا فضلاً عن أن لهذه الدول الخليجية نشاطات مالية مع الدول الرأسمالية الكبرى

<sup>1</sup> عماد موسى، آثار الأزمة المالية العالمية على الدول العربية"، المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية تقييم وإستشارات، بيروت، الجمهورية اللبنانية، 23، 25 مارس، 2009، ص 05.

<sup>2</sup> صليحة بوزيد، فاطمة غجاني، مرجع سبق ذكره، ص 85.

<sup>3</sup> عبد الله أحمد البنعلي، تأثير مخاطر السوق والأزمة المالية العالمية على أداء المصارف الإسلامية والتقليدية في ظل رقابة مصرف قطر المركزي، رسالة ماجستير في التمويل الإسلامي، كلية الدراسات الإسلامية، مؤسسة قطر التعليمية، قطر، 2010، ص 64.

6 كالولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، حيث تضع جزء كبير من عوائدها النفطية في "صناديق ثروات سيادية" تستثمرها في الخارج، وهذه الصناديق لها استثمارات في بعض المؤسسات المالية الدولية، وبالتالي ظهور الأزمة في الولايات المتحدة كان قد تسبب في خسائر كبيرة لهذه الدول، حيث تشير بعض التقديرات إلى أن خسائر صناديق الثروات السيادية في الدول الناشئة بما فيها دول الخليج تقدر بحوالي 4 مليارات دولار، وقد ذكر تقرير دولي صدر في هذا الخصوص عن مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الالكتاد) أن الصناديق السيادية في أربع دول خليجية هي: السعودية وأبو ظبي والكويت وقطر خسرت 350 مليار دولار عام 2008 جراء الأزمة المالية العالمية<sup>1</sup>

ثانيا: الدول ذات درجة الانفتاح المتوسطة و المنخفضة : وتضم كل من الجزائر، العراق، ليبيا، فنزويلا، إيران، نيجيريا، أنغولا، بالنسبة لهذه الدول لم تتأثر بالأزمة بشكل مباشر، لكونها اقل انفتاحا على الاقتصاد العالمي وعلى الأسواق المالية العالمية<sup>2</sup>.

#### 4.1. الحلول المقترحة لعلاج أزمة الرهن العقاري

منذ أن بدأت الأزمة المالية العالمية، تكاثفت الجهود الدولية والمحاولات الرامية إلى تفادي أكبر قدر ممكن من الخسائر، وقد اختلفت تلك الجهود بحسب الدولة صاحبة المبادرة ويمكن توضيح تلك الجهود فيما يلي:

##### 1.4.1. خطة الإنقاذ الأمريكية وخطة الدول السبع الصناعية

اتبعت كل من الولايات المتحدة الأمريكية والدول السبع الصناعية مجموعة من الخطط لإنقاذ الاقتصاد العالمي من أزمة الرهن العقاري ومحاولة إيجاد حلول للخروج من الأزمة كالتالي :

1.1.4.1. خطة الإنقاذ الأمريكية: بعد أن ألحقت الولايات المتحدة الأمريكية الضرر بكافة اقتصاديات العالم أصبحت تقترح خطط للخروج من هذه الأزمة، حيث كانت هناك قراءات إصلاحية سريعة وأخرى بالموافقة العامة من بين الحلول السريعة ما يلي:<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> روضة جديدي وعبد الله عياشي، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على دول العالم الثالث ( دول منظمة الأوبك )، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات ، يومي 26-27 فيفري 2012، ص 20.

<sup>2</sup> ، روضة جديدي وعبد الله عياشي، مرجع بق ذكره، ص 21.

<sup>3</sup> محمد عبد الحميد عطية، الأزمة المالية العالمية وآثارها على أسواق المال باستخدام منهج دراسة الحالة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2010، ص 269.



تمويل من طرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي مبلغ 85 مليار دولار لإنقاذ كبرى شركات التأمين العالمية من الإفلاس بعد أن فقدت أسهمها 93% من قيمتها.

إنقاذ السلطات الأمريكية شركتي "فالي ماي" و"فريدي ماك" للرهان العقاري من إفلاس محقق.

إنقاذ بنك "بير ستيرنز" والمساعدة في بيعه لشركة "جي بي مورغان" وهذه الخطة سابقة الذكر على سبيل المثال وليس الحصر وبعد كل هذه الجهود طرحت خطة جديدة هي خطة الإنقاذ المالي الأمريكية، وهي الخطة التي صاغها وزير الخزانة "هنري بولسن" وذلك لإنقاذ النظام المالي الأمريكي بعد أزمة الرهن العقاري حيث أثرت هذه الأزمة على قطاع البنوك والأسواق المالية الأمريكية مهددة بأختيار الاقتصاد الأمريكي خاصة والاقتصاد العالمي عامة، وتهدف الخطة إلى تأمين حماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن، كما وضعت الخطة التي جاءت لمواجهة أخطر أزمة عقارية شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية منذ تعرضها لأزمة الركود الكبير عام 1929 لمساعدة المقترضين الذين يواجهون صعوبات في تسديد أقساطهم عن طريق رفع سقف القروض العقارية التي بإمكانهم تقاضيها مقابل ضمانات عامة، وتقوم هذه الخطة على شراء الديون الهالكة في السوق العالمية الأمريكية وتحدد بالانحياز، وتعود في معظمها إلى السياسة الخاطئة للرهونات العقارية التي اعتمدها المضاربون المليون في بورصة وول ستريت، وينص القانون الذي اقره مجلس الشيوخ الأمريكي على مهلة لهذه الخطة تنتهي بتاريخ 31 ديسمبر 2009 مع احتمال تمديدتها بطلب من الحكومة لفترة أقصاها سنتين اعتبارا من تاريخ إقرار الخطة.<sup>1</sup>

**2.1.4.1. خطة الدول السبع الصناعية:** وضعت مجموعة الدول الصناعية السبع الكبرى [الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان وكندا] خطة تحرك لمواجهة الأزمة المالية العالمية، وتعهد أعضائها بمنح إفلاس المصانع الكبرى، ووافقت القمة على مواصلة العمل من اجل استقرار الأسواق المالية وإعادة تدفق القروض لدعم النمو الاقتصادي العالمي واتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة، وأعربت المجموعة عن استعدادها للقيام بكل ما هو ضروري، من أجل تحريك سوق قروض الرهن الذي كان سبب الأزمة المالية 2008.<sup>2</sup>

**2.4.1. خطة منطقة اليورو وروسيا**

بالإضافة إلى الخطط التي اتبعتها كل من الولايات المتحدة الأمريكية والدول السبع الصناعية فإن دول أوروبا وروسيا هي الأخرى اتبعت مجموعة من الخطط للخروج من الأزمة بأقل خسائر ممكنة.

<sup>1</sup> فيصل محمد أحمد الكندي، مرجع سبق ذكره، ص 45.

<sup>2</sup> بلعزوز بن علي، عبود هود، الأزمة المالية العالمية مظاهرها وسبل معالجتها ، ورقة بحثية مقدمة إلى المنتدى الدولي حول : أزمة النظام المالي المصرفي الدولي وبدل البنوك الإسلامية، جامعة منتوري، قسنطينة، ماي 2009، ص ص 20 21.

**1.2.4.1. خطة منطقة اليورو:** تبنى قادة مجموعة اليورو خطة إنقاذ مالي تعتمد على تأمين جزئي للمؤسسات المالية المتضررة وتستند إلى ضخ أموال عامة في المصارف المتضررة وضمان الودائع، كما تسعى إلى ضمان القروض بين المصارف مع إمكانية اللجوء إلى إعادة تمويلها، وأعلن الرئيس الفرنسي "نيكولا ساركوزي" أن حكومات الدول الـ 15 التي تعتمد على اليورو كعملة رسمية لها مستعدة لتملك حصصها في البنوك وتعهد القادة الأوروبيين بالمساعدة أو الاكتتاب بشكل مباشر لرفع الديون عن البنوك لفترات تصل إلى خمسة أعوام في تكملة لجهود البنك المركزي الأوروبي لاستئناف عمليات التسليف بين البنوك.<sup>1</sup>

**أولاً: فرنسا:** اعتمد البرلمان الفرنسي خطة اقترحتها الحكومة لإنقاذ المصارف بمبلغ 360 مليار أورو، وتسعى الخطة إلى إنهاء أزمة الثقة في الأسواق، وضمان إعادة تمويل المصارف في شكل ضمانات قروض لتنشيط عملية الإقراض بين المصارف، وتوفير أموال أخرى لإعادة هيكلة رؤوس الأموال المتعثرة منها وقد حرص الرئيس "نيكولا ساركوزي" على التأكيد أن ما ستقدمه الدولة من مساعدات لن يكون هدية للبنوك، وقال أن المبلغ المرصود في الخطة هو المبلغ الأقصى، وأنه ربما لا يضخ كاملاً في حالة عودة الأسواق إلى العمل بشكل اعتيادي مجدداً، وأضاف إلى أن الدولة ستشكل هيئة مالية لمراقبة البنوك، ولن يسمح بإعلان إفلاس أي مؤسسات مالية وسيتم محاسبة المسؤولين عن أي تجاوزات.<sup>2</sup>

**ثانياً: ألمانيا:** وافقت الحكومة الألمانية على خطة الإنقاذ للبنوك تتضمن تأسيس صندوق لإعادة الاستقرار إلى الأسواق وخصصت له 400 مليار أورو أكثر من 645 مليار دولار.<sup>3</sup>

**ثالثاً: بريطانيا:** أقرت بريطانيا خطة تضخ بموجبها ما يصل إلى 37 مليار جنيه إسترليني [نحو 63 مليار دولار] من أموال الحكومة في أكبر البنوك في البلاد، وتشمل الخطة عرض سيولة قصيرة الأجل على البنوك وإتاحة رؤوس أموال جديدة لها إضافة إلى توفير أرصدة خاصة للنظام المصرفي من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة الأجل.<sup>4</sup>

**1.2.4.1. روسيا:** أقر مجلس الدوما الروسي البرلمان خطة اقترحتها الرئيس "ديمتري ميدفيديف" لإنقاذ القطاع المصرفي في البلاد بقيمة 63 مليار أورو [84 مليار دولار] وتم توفير مبالغ الخطة من الاحتياطي النقدي الروسي وتمويل من بنك التنمية حيث تحصل البنوك المتعثرة على قروض من هذه المبالغ كما أكد رئيس الوزراء "فلاديمير بوتين" عزم حكومته البدء في شراء سندات الشركات الروسية بقيمة تصل إلى خمسة مليارات أورو [6.65 مليار

<sup>1</sup> محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية، أسبابها جذورها وتداعياتها الاقتصادية، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور الاقتصادي العربي والإسلامي، جامعة طرابلس، ليبيا، مارس 2009، ص 18.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 347.

<sup>3</sup> أحمد عبد الوهاب الغراوي، عبد السلام محمد خميس، مرجع سبق ذكره، ص 87.

<sup>4</sup> نفس المرجع، ص 87.

دولار]، وقرر البنك المركزي الروسي تخفيض الاحتياطي الإلزامي للبنوك، في خطوة مؤقتة إلى 0.5% بغية زيادة السيولة في القطاع المصرفي الروسي.<sup>1</sup>

#### 1.3.4.1. تقوم أسلوب العلاج الرأسمالي للأزمة المالية

إتخذت الولايات المتحدة الأمريكية عدة إجراءات لعلاج أزمة الرهن العقاري بعضها يتوافق مع منهج الاقتصاد الإسلامي، والبعض الآخر يزيد الأزمة تفاقمًا، وهذه هي طبيعة الأنظمة الوضعية التي تخضع لأهواء، ومن تلك الإجراءات ما يلي:

**1.3.4.1. اتخاذ إجراءات تكافئ المهملين وتزايد الدين العام :** وافقت الحكومة الأمريكية على ضخ أكثر من 800 مليار دولار في السوق المالية لشراء القروض الرديئة من البنوك و شركات التمويل العقارية حتى تتمكن من مواجهة سحب الودائع منها وتبعثها في ذلك بعض الدول الأوروبية، وعلى الرغم من تخفيض هذا الإجراء لحدة الأزمة إلا أنه يكافئ المتسببين فيها بالإهمال وسوء الإدارة لأموال المودعين، ويحمل دافعي الضرائب فاتورة ذلك كما أن الحكومة سوف تدبر هذا المبلغ من خلال الاستدانة بموجب سندات حكومية تزيد من الدين العام على حساب الأجيال القادمة وتزيد من حجم الأوراق المالية في السوق المالي المنهار.<sup>2</sup>

**1.2.3.4.1. عدم صلاحية المبادئ التي يقوم عليها النظام الاقتصادي الرأسمالي:** أظهر تدخل الدولة في الاقتصاد الرأسمالي بالتأميم والإشراف، عدم صلاحية هذا النظام بمبادئه الأساسية التي تمنع تدخل الدولة تطبيقاً لمبدأ "دعه يعمل دعه يمر"، إما تدخل الدولة في الاقتصاد الإسلامي بالإشراف والرقابة فهو أمر مطلوب، لذلك فإن ما اتخذته السلطات الأمريكية في هذا الاتجاه يقترب من الاقتصاد الإسلامي.<sup>3</sup>

**1.3.3.4.1. البديل الإسلامي لحل الأزمة:** قامت الشيوعية على القيود المكبلة لقوانين السوق مما أدى إلى انهيارها، وتقوم الرأسمالية على الحرية التي تتلاحق في ظلها الأزمة أما الاقتصاد الإسلامي فإنه يقوم على الحرية المنضبطة بضوابط الحلال التي تحقق التوازن والعدالة لجميع أطراف المعاملات، والبعد عن الحرام الذي يؤدي إلى الظلام وأكل أموال الناس بالباطل والنزاعات والأحقاد، والنظام الإسلامي قادر على حل معضلات الاقتصاد الرأسمالي ومعالجة الأزمة المالية الحالية من خلال المرتكزات التالية:<sup>4</sup>

تعديل أسلوب التمويل العقاري ليكون بإحدى الصيغ الإسلامية ومنها أسلوب المشاركة التأجيرية الذي يطبق في أمريكا بنجاح.

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 88.

<sup>2</sup> عبد العزيز قاسم مجارب، الأزمة المالية العالمية الأسباب والعلاج، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2001، ص 156.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 156.

<sup>4</sup> الجمعية الدولية للاقتصاد الإسلامي، حلول اقتصادية من التمويل الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009، ص 357.

ضبط عملية التوريق لتكون لأصول عينية وليس للديون ، وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية في صورة صكوك الإيجار والمشاركة والمضاربة، أما الديون فيمكن توريقها عند الإنشاء ولا تتداول وذلك بصكوك المراجعة والسلم و الاستصناع التي يبلغ حجم التمويل بها نحو 180مليار دولار. منع أساليب المضاربة قصيرة الأجل من البيع على المكشوف والشراء بالهامش. عدم التعامل بالمشتقات مثل المستقبلات والتعامل بدلا منها بأسلوب بيع السلم وجعل الخيرات بدون مقابل كما قرر الفقه الإسلامي و الانتهاء عن التعامل بالمؤشرات بيعا وشراء. الانتهاء عن الفوائد الربوية واستخدام أساليب المشاركة والبيع، والمنتجات المالية الإسلامية الأخرى. وضع ضوابط للعمليات ووجود هيئات متخصصة للإشراف والرقابة على الأسواق والمؤسسات في إطار الحرية المنضبطة التي يقوم عليها الاقتصاد الإسلامي وجعل الاقتصاد أخلاقيا، والالتزام بالأخلاق الحميدة في التطبيق.

الالتزام بمبادئ الإسلام جميعها من عبادات ومعاملات وأخلاق لينفض أهلهم عن كاهلهم التخلف الاقتصادي والتبعية السياسية والاجتماعية ليكون لهم الريادة في إخراج العالم من أزمته المتلاحقة والتي بلغت حسب تقرير صندوق النقد الدولي نحو 113 أزمة في 13 بلد خلال 30 سنة الماضية.

إن الدعوة لتحكيم مبدأ الإسلام نادى بها بعض الغربيين في ظل الأزمة المالية العالمية 2008، فقد كتب [رولان لاسكين] رئيس تحرير "لوجوغنال دي فاينانس" مقالا بعنوان : "هل حان الوقت للاعتماد مبدأ الشريعة الإسلامية في وول ستريت؟"، يقول فيه : إذا كان قادتنا حقا يسعون إلى الحد من المضاربة المالية التي تسببت في الأزمة فلا شيء أكثر بساطة من تطبيق الشريعة الإسلامية.<sup>1</sup>

كما كتب "بوفيلص فينست" رئيس تحرير مجلة "تشا لنجر" كبرى الصحف الاقتصادية في أوروبا بعنوان "البابا والقرآن" قال فيه: أضمن أننا بحاجة أكثر في هذه الأزمة إلى قراءات القرآن لفهم ما يحدث لنا ولمصارفنا لأنه لو حاول القائمون على مصارفنا احترام ما ورد في القرآن من أحكام وتعاليم وطبقوها ما حل بنا ما حل من كوارث وأزمات، وما وصل بنا الحال إلى هذا الوضع المزري لأن النقود لا تلد نقود.<sup>2</sup>

يقول "بيدهام" الكاتب الأمريكي "ألايكونوميست" "ردا على "هي نجنون" صاحب مقولة صراع الحضارات : سيكون الاقتصاد الإسلامي اقتصادا فريدا يمكن للآخرين أن يجدوا فيه شيء ثمين، إن التصور الإسلامي للحياة

<sup>1</sup>Ambah, Faiza Saleh, Islamic Banking: Steady in Shaky Times; Principles Based on Religious Law Insulate Industry From Worst of Financial Crisis, Washington Post Foreign Service, The Washington Post. Washington, D.C.: Oct 31, 2008. p.16.

<sup>2</sup>عبد العزيز قاسم مجارب، مرجع سبق ذكره، ص 158.

الاقتصادية في غاية التمييز، وفي منتهى السمو الأخلاقي، وليس أقل فعالية من أي شيء قدمه الغرب المادي المتهور، ولو عرف الاقتصاديون الغربيون المزيد عن القرآن لفهموا قيمة الاقتصاد الإسلامي.<sup>1</sup>

#### 5.1. خلاصة الفصل

أصبحت الأزمة المالية العالمية 2008 أزمة اقتصادية بمفهومها الشامل حيث امتد تأثيرها إلى كل متغيرات الاقتصاد النقدي والعيني على حد سواء، وهو ما يعيد إلى الأذهان شبح الكساد الكبير الذي عرفه العالم في أوائل عقد الثلاثينيات من القرن العشرين، وقد أبرزت الأزمة فساد السلطة المطلقة لاقتصاد السوق، بعدما ضرب الزلزال المالي كبرى المؤسسات المالية والمصرفية الأمريكية قبل أن يجتاح الحدود ويعبر الأطلنطي ليعصف باقتصاديات العالم أجمع ، وأن كبح جمح الرأسمالية المتوحشة يستلزم نوع من الضوابط والرقابة والإشراف لتصحيح الأخطاء عندما تعجز قوانين السوق عن تصحيح مسارها، وهي لا بد أن تعجز لأن الفساد في آلية النظام الرأسمالي نفسه وطبيعة فساد العولمة الراهن والذي يقوم على الاحتكار، واستغلال الإنسان لأخيه الإنسان، والمقامرة والربا والغرر.... الخ.

---

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 159.

## الفصل الثاني : السياق النظري للهندسة المالية

- المبحث الأول : ماهية الهندسة المالية
- المبحث الثاني : ماهية أدوات الهندسة المالية
- المبحث الثالث : تحليل أدوات الهندسة المالية

## 1.2. مدخل

إن المنافسة الشديدة بين المصارف والمؤسسات المالية من ناحية، وتطور وسائل الاتصال، والتكنولوجيا من ناحية ثانية، و التطورات المتسارعة الحاصلة في مجال التمويل من ناحية ثالثة، وكذا التقلبات الكبيرة والغير متوقعة في أسعار السلع، الفائدة، الصرف وأسعار الأسهم والسندات، جعل المؤسسات المالية تنشط في تطوير صناعتها المالية من خلال إستحداث أدوات ومنتجات مالية جديدة تمكنها من إدارة المخاطر والتحوط منها، هذا النشاط أي الإبتكار والتطوير للأدوات والمنتجات المالية هو ما يعرف بالهندسة المالية، ولفهم الهندسة المالية سنحاول في هذا الفصل التطرق إلى ماهيتها وتحليل مختلف أدواتها.

### 2.2. ماهية الهندسة المالية

يسود الإعتقاد ان الهندسة المالية يمكنها تقديم مساعدة فعالة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية التي تخطط لها منشآت الأعمال، فالهندسة المالية لا يقتصر دورها فقط على تخفيض تكاليف المؤسسات الاقتصادية بل تذهب إلى ابعد من ذلك، فهي تطور وتبتكر منتجات مالية جديدة وتقدم خدمات وحلول مبدعة للمشكلات والمخاطر التي تواجه المؤسسات الاقتصادية.

### 1.2.2. المفهوم والنشأة

سنحاول من خلال هذا العنصر الوصول الى تعريف دقيق للهندسة المالية والإمام بتاريخ تطورها على النحو

الآتي:

1.1.2.2. مفهوم الهندسة المالية: قدمت للهندسة المالية تعريف عديدة نذكر منها ما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> بالاعتماد على:

- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها- دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية-، دار الجامعات للنشر، 2005، ص90.

- ✓ الهندسة المالية هي تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية.
- ✓ الهندسة المالية هي الدراسات التي تهتم بالإدارات المالية والتي تمكن المستثمر من تحقيق إرباح والتحوط ضد المخاطر.
- ✓ عرفها الجمعية الدولية للمهندسين الماليين بأنها عملية التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية ، فالهندسة المالية ليست أداة، بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات.
- ✓ تهتم بإدارة الادوات المالية من اجل تحقيق اعلى عائد وادني مخاطر ويتطلب ذلك قاعدة بيانات وتنبؤات مالية لاتخاذ القرارات المثالية وتعديل البرنامج المالي في ظل الميزة المالية حسب تقلبات السوق.
- ✓ هي ليست لغزا ومسالة صعبة أنما فن ممكن تستطيع ممارسته اذا ما توافرت لك المعرفة في مجال الادارة المالية وأتيح لك التغيير وأنت صافي الذهن، كما أنما ليست فنا جديدا فالتشغيل والتأجير التمويلي هو هندسة مالية، وبيع الأصول ثم إعادة تأجيرها أيضا هندسة مالية، والسهم الممتاز الذي له بعض سمات السهم العادي وبعض سمات السند هو الآخر من منتجات الهندسة المالية، والأوراق المالية القابلة للتحويل الى أسهم عادية هندسة مالية، وتقسيم الأرباح والتوزيعات في صورة أسهم، كلها من منتجات الهندسة المالية.
- ✓ الهندسة المالية تسعى إلى قيام المؤسسات المالية(بنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، الإدارات المالية) برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات وإستراتيجيات مالية ومرنة، تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية (أسعار الفائدة على السندات، أسعار الصرف، أرباح السهم، حجم التداول...)، ويتطلب ذلك أن تقوم الإدارات المالية والمنشآت المالية الحديثة بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في حقل المنتجات والأدوات المالية.

- 
- عبد الكرم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز في الاقتصاد الإسلامي ، المجلد: 20، العدد: 2، المملكة العربية السعودية، 2007، ص 10.
  - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات-، الجزء الأول ، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 20.
  - عبد الكرم أحمد قندوز، الهندسة المالية و اضطراب النظام المالي العالمي ، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العلمية من منظور إقتصاد إسلامي، كلية العلوم الإدارية و الاجتماعية، الكويت، 15-16 ديسمبر 2010.



✓ كما يمكن إعتبار الهندسة المالية وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي، وأنها منهج مصوغ في صورة نظام أو مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدمه مؤسسات أو شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج ما يلي:<sup>1</sup>

✓ إن الهندسة المالية هي ذلك الابتكار والإبداع المالي والتي تتضمن الأدوات والعمليات المالية وتقدم حلولاً للمشكلات المالية.

✓ الابتكار والإبداع المالي يعني ان تكون الأداة أو الآلية التمويلية الجديدة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه.

✓ الهندسة المالية فن يمكن ممارسته إذا توفرت المعرفة في مجال الإدارة المالية.

✓ تطوير الأدوات والحلول القائمة إلى أدوات وحلول جديدة.

✓ تتضمن الهندسة المالية عدة انواع من الأنشطة: ابتكار ادوات مالية جديدة مثل بطاقة الائتمان، ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف، ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية.

**2.1.2.2. نشأة الهندسة المالية:** بدأت الهندسة المالية في الظهور في منتصف الثمانينات حيث دأبت بورصة وول ستريت (بورصة نيويورك للأوراق المالية)، بالإستعانة ببعض الأكاديميين لتطوير منتجات أسواق المال، لمواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفرضها السوق وبيئة المنشآت.<sup>2</sup>

وقد ساهمت العديد من العوامل في نمو الهندسة المالية في ظل المخاطرة الدائمة وتقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف التي زادت زيادة كبيرة في السنوات الأخيرة، حيث إن البحوث التي تقوم بها المؤسسات الأكاديمية والتطور التكنولوجي واستخدام الحاسب أدت دورا بارزا في تقدم مجال الهندسة المالية، وعلى الرغم من ان المهندسون الماليون يعملون غالبا في مؤسسات مالية، إلا أن المؤسسة المالية قد تطور منتجا جديدا وعليها أن تبيع هذا المنتج لعملائها، وهؤلاء العملاء إما شركات او صناديق إستثمار او مؤسسة حكومية...، ولكي يقوم هؤلاء العملاء بتقييم هذا المنتج توطئة لشرائه، يجب أن يكون لديهم أفراد ذو مهارة في الهندسة المالية، ولذلك أصبحت الهندسة المالية اليوم الجزء المهم والرئيسي في قاعدة المعلومات لمن يشتغلون في وظائف الإدارة أو في الاستثمار.<sup>3</sup>

## 2.2.2. آليات الهندسة المالية

سنحاول في هذا العنصر فهم آليات الهندسة المالية من خلال التطرق الى استراتيجيات الهندسة المالية والتعرف على المبادئ التي تقوم عليها.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص15.

<sup>2</sup> سلطان بن عايض البقمي، المحاسبة المالية و تحديات الهندسة المالية، 02-05-2010، من الموقع: www.kantakji.com.

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص-ص 92-93

- 1.2.2.2. إستراتيجيات الهندسة المالية:** يقصد بإستراتيجية الهندسة المالية، التشغيل الفعال لمصادر واستثمارات الأموال، بالإضافة للتشغيل الديناميكي للمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تعقد لأوامر التنفيذ في المستقبل وتتركز إستراتيجية الهندسة المالية على:<sup>1</sup>
- ✓ تحديد عناصر القوة الداخلية للمشروع (الأصول المادية والمالية طويلة وقصيرة الأجل، الأصول المتغيرة والأصول الثابتة، حقوق الملكية والخصوم طويلة وقصيرة الأجل).
  - ✓ تحديد فرص الاستثمار والتمويل في أسواق المال وخارج أسواق المال والتي تحقق جذب وربط إمكانيات المشروع بتلك الفرص.
  - ✓ تجنب التهديدات والمخاطر المالية في الأدوات المالية مثل: تذبذب أسعار الفائدة على السندات والقروض وتغيرات أسعار الصرف وغيرها من المخاطر.
  - ✓ الاستفادة من تغيرات الأسعار في أسواق المال وتعديل محفظة الاستثمار لزيادة العائد وخفض المخاطر.
  - ✓ إعادة بناء المنظومات المالية ككل في الأجل القصير والأجل البعيد بصفة دورية في ضوء التغيرات الداخلية والخارجية بسوق المال والبيئة المحيطة، وتشمل:
1. إدارة المنظومة المالية اليومية: وتخص الأوراق المالية والنقدية وأوراق القبض وأوراق الدفع والمقاصة وتبديل الأسهم والسندات والفائدة العالية بأقل منها وفروق أسعار العملات، وتهدف المنظومة المالية اليومية إلى الاستفادة من القيمة الزمنية للنقود، وتذبذبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة والتسويات والمقاصات بما يزيد من التدفقات المالية الداخلية عن التدفقات المالية الخارجية.
  2. إدارة المنظومة المالية قصيرة الأجل: تهدف إلى ربط تمويل الأصول المتداولة من مصادر تمويل قصيرة الأجل والإدارة المثالية لكل بنود الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، كما تهدف تلك المنظومة أيضا إلى الاستفادة من إتجاهات التغير في أسعار الفائدة وأسعار الصرف ومعدلات التضخم خلال العام الواحد.
  3. إدارة المنظومة المالية طويلة الأجل: لضمان تمويل الأصول الثابتة (الإستثمارات المادية) من مصادر التمويل طويلة الأجل (حقوق الملكية، الأسهم العديدة والممتازة، الخصوم، القروض طويلة ومتوسطة الأجل).
- 2.2.2.2. مبادئ الهندسة المالية:** من الجدير بالذكر أن للهندسة المالية مبادئ أساسية تتركز عليها أهمها:<sup>2</sup>

<sup>1</sup>هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2008، عمان، ص47.

<sup>2</sup>هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص42.

- ✓ إيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطر وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة.
  - ✓ تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة كبيرة نسبياً.
  - ✓ تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار والمضاربة والتحوط وبصيغ مختلفة.
  - ✓ تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة.
- ### 3.2.2.3 مجالات الهندسة المالية وعلاقتها بالوظائف المالية الأخرى

تغطي الهندسة المالية مجالات كثيرة ومتعددة، كما أنها ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالوظائف المالية الأخرى، وهذا ما سيتم التطرق له في العناصر الآتية:

- #### 1.3.2.2 مجالات الهندسة المالية: يمكن تلخيص المجالات التي تغطيها الهندسة المالية في:<sup>1</sup>
- ✓ تصميم وتشغيل ومراقبة التوقعات النقدية وشبه النقدية، باستخدام الأدوات الكمية والكمبيوتر ولنماذج الإقتصادية والمحاسبية لإتخاذ القرارات المثالية.
  - ✓ الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الادخار والإقراض.
  - ✓ تخطيط الخدمات المالية للأفراد، وإعداد المخطط المالي القانوني.
  - ✓ تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين.
  - ✓ إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال التجارية الخاصة والعامة، المحلية والدولية، لغرض الربح أو لغير ذلك.

كما وضع (فينتري) إطار محدد للهندسة المالية، فهي تعني كما ذكرنا سابقاً تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية، وفي ظل هذا الإطار يتحدد نطاق الهندسة المالية بثلاث مجالات رئيسية:<sup>2</sup>

- **المجال الأول** : يتمثل في إبتكار أدوات مالية جديدة، مثال ذلك تقديم أنواع مبتكرة من السندات والأسهم الممتازة والعادية وعقود المبادلة، التي تغطي احتياجات منشآت الأعمال.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص-ص 92-93.

<sup>2</sup> فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص 225.

● **المجال الثاني :** يتمثل في إبتكار عمليات مالية جديدة من شأنها أن تخفض تكاليف المعاملات مثال ذلك التسجيل من على الرف والتداول الإلكتروني للأوراق المالية، وابتكار فكرة سمسار الخصم، هذا فضلا عن الأساليب المبتكرة للإستخدام الكفاء للموارد المالية.

● **المجال الثالث :** المتمثل في إبتكار حلول خلاقية مبدعة للمشكلات المالية التي تواجه منشآت الأعمال، مثال ذلك ابتكار إستراتيجية جديدة لإدارة مخاطر الاستثمار، أو أنماط جديدة لإعادة هيكلة منشآت الأعمال للتغلب على مشكلات قائمة، ومن الأمثلة على ذلك عملية تحويل الشركة من نمط المساهمة إلى نمط الملكية الخاصة.

وتجدر الإشارة إلى أن الإبداع الذي تحققه الهندسة المالية لا يقتصر على المنتجات الجديدة التي تقدمها، بل يمتد كذلك إلى محاولات تطوير أدوات وأفكار قيمة لخدمة أهداف منشآت الأعمال، فالأنواع المستخدمة من عقود المبادلة بما فيها مبادلة القروض بحقوق الملكية، و التي تستخدم كأداة تحد من فرض التعرض لخطر التوقف عن السداد تعتبر من منتجات الهندسة المالية، وإصدار البنوك أنواع سندات تضيف المزيد من الحماية لأموال المودعين هي الأخرى هندسة مالية، أما القوة الدافعة لتلك الإبتكارات التي حملتها لنا الهندسة المالية فهي الحاجة إضافة إلى التشريعات الميسرة.<sup>1</sup>

**2.3.2.2. علاقة الهندسة المالية بالوظائف المالية الأخرى:** مع التقدم الهائل في عالم المال والأعمال على مدى عشرين عاما ظهرت منتجات مالية جديدة في تسعير وتغطية وتداول الأوراق المالية مما أدى إلى ظهور علم الهندسة المالية حيث تستخدم برمجيات الكمبيوتر لمحاكات المواقف المالية المختلفة، وكوسيلة مساندة للهندسة المالية مثل برمجيات نماذج تقييم وتسعير الأوراق المالية وعوائد الأسهم والسندات والعملات والمشتقات المالية وإدارة محفظة الإستثمار في الأوراق المالية، وطرق تقدير المخاطر المالية وتساعد تلك البرمجيات في إتخاذ قرارات حول:

- ✓ مصادر التمويل.
- ✓ تخطيط الأرباح.
- ✓ تقدير التكاليف.
- ✓ حساب المخاطر.

ومما ينبغي الإشارة إليه بهذا الصدد، بأن المؤسسات المالية ترى بأنه من الأرحص التعامل مع المشتقات المالية عن الأدوات المالية التقليدية وهي أكثر سيولة من غيرها، و تستفيد من التشابكات المالية مثل العلاقة بين الأوراق المالية والمشتقات المالية والخيارات المالية، ومن أمثلة المشتقات المالية السندات طويلة الأجل، حيث يمكن بيعها وإعادة شراؤها حسب ظروف أسواق المال، ويستخدم التداول بالاستفادة من الفرص المالية مثل:

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص 226.

✓ توسيع قاعدة التداول.

✓ الإستفادة من فروق أسعار الأدوات المالية الآن وفي المستقبل.

✓ إستكشاف الفروق بين تسعير الأوراق المالية والأدوات بالعملة المختلفة.

وعليه نستخلص من كل ما تقدم بأن هناك تشابك وثيق بين الهندسة المالية وأدواتها المختلفة من جهة، وبين الوظائف المالية المشار إليها في هذا البند من جهة أخرى.<sup>1</sup>

### 3.2. ماهية أدوات الهندسة المالية

أدى التغير المستمر في البنية الاقتصادية والمالية والاستثمارية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة، أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائد، وسنحاول في هذا المبحث التطرق لمفهوم هذه الأدوات، أهم خصائصها، فوائدها والمخاطر التي قد تنجم عنها.

#### 1.3.2. المفهوم وأسباب ظهور هذه الأدوات

يبدل المهندسون الماليون جهوداً كبيرة لتلبية احتياجات ورغبات المستثمرين المتغيرة باستمرار عن طريق تصميم وتطوير وابتكار منتجات مالية جديدة تلي هذه الرغبات، وقد أعطيت تعاريف كثيرة لهذه الأدوات سنذكر بعضها في هذا المطلب، كما سنتطرق للأسباب المختلفة التي أدت إلى ظهور هذه الأدوات.

#### 1.1.3.2. مفهوم أدوات الهندسة المالية: هناك تعاريف عديدة لأدوات الهندسة المالية أهمها:<sup>2</sup>

✓ هي عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية، وتحدد قيمتها بقيمة واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.

✓ عقد تشتق قيمته من قيمة أحد الموجودات الضمنية أو من سعر مرجعي.

✓ أوراق مالية تعتمد قيمتها على أوراق مالية أخرى.

✓ عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية (موجود ضمني)، يمكن إستخدامها لأغراض متعددة كالتحوط،

الاستثمار والمضاربة، ويكون تقلب قيمتها أشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها، وتعلق بفقرات

والتزامات خارج الميزانية العمومية.

✓ أدوات ووسائل تتيح لمستخدميها قدراً كبيراً من التحوط ضد المخاطرة، وهي في غاية الأهمية لأي سوق مالي في مرحلة التطور والنضج.

#### 2.1.3.2. أسباب ظهور أدوات الهندسة المالية: يمكن تلخيص الأسباب الأساسية التي دفعت المهندسين

الماليين إلى تطوير أدوات الهندسة المالية وتزايد استعمالها فيما يلي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص-ص 44-46.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص-ص 57-58.

<sup>3</sup> أسعد رياض، الهندسة المالية و أهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1999، ص 8.

**أولاً: العولمة:** وما أدت إليه من الإتجاه العالمي المتزايد نحو إلغاء القيود المالية والاستثمارية والحد منها، الذي أدى بدوره إلى تسهيل تدفق الأموال بين الأسواق المالية والاستثمارية وتحسين مستوى الخدمات المالية والمصرفية المقدمة إلى الزبائن.

**ثانياً: الثورة المعلوماتية والإلكترونية:** التي أدت إلى تسهيل وتوسيع عمليات الإتصال بين مختلف المتعاملين في أنحاء مختلفة من العالم، والتوسع في التجارة الإلكترونية، وإيجاد البرمجيات الجاهزة للحاسوب، والتي يتم استخدامها في العديد من المجالات المالية والمصرفية ومنها استخدامات أدوات الهندسة المالية.

**ثالثاً: تزايد الطلب على منتجات مالية جديدة:** من الزبائن ولا سيما فيما يتعلق بالمنتجات المالية التي تقدم فرصاً أوسع لتحقيق الإيرادات وإدارة المخاطر.

**رابعاً: المنافسة الشديدة:** بين المصارف والمؤسسات المالية والاستثمارات الذي جعلها تفكر في توسيع نشاطاتها وتقديم المنتجات المالية الجديدة وبصورة مستمرة للزبائن.

**خامساً: زيادة سرعة التغير في البيئة المالية والتقلب الشديد في أسعار الفائدة والعملات والسلع الأخرى بصورة عامة.**

**سادساً: التشريعات المالية الجديدة وإزالة القيود الخاصة باستخدام أدوات الهندسة المالية في بلدان عديدة، والتي سمحت بتوسيع التعامل بهذه الأدوات.**

### 2.3.2. سمات ومستخدمو الهندسة المالية

تتميز أدوات الهندسة المالية بخصائص كثيرة، كما يختلف مستخدمو هذه الأدوات وهذا ما سنتطرق له في الآتي:

#### 2.3.2.1. سماتها: على الرغم من تعدد واختلاف أدوات الهندسة المالية إلا أنها تشترك في مجموعة من

الخصائص التي يمكن استنتاجها من الأدبيات التي تناولت هذه الأدوات، و من أبرز هذه الخصائص ما يلي:<sup>1</sup>

- ✓ أدوات الهندسة المالية عبارة عن عقود مالية تصبح شروطها ملزمة للمتعلقين حال الإتفاق عليها.
- ✓ تشتق قيمتها من قيمة مرجعية ( موجود ضمني)، كأن يكون مؤشراً مالياً أو ورقة مالية أو أي موجود آخر يكون محلاً للتعاقد، أي أن هذه الأدوات لا تمتلك قيمة فعلية بحد ذاتها، وإنما تستمد هذه القيمة أساساً من قيمة الموجود الذي يتم التعاقد عليه، ثم تبدأ العوامل الأخرى في التأثير على قيمة هذه الأوراق، مثل العرض والطلب وتاريخ الإستحقاق وغيرها من العوامل.
- ✓ قيمة هذه الأدوات تكون أكثر تقلباً من قيمة الموجود الضمني، وذلك لتعلقها بمدة زمنية قادمة، فضلاً عن العوامل الأخرى المؤثرة في قيمة ذلك الموجود.

<sup>1</sup> أحمد صلاح عمارة، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، مصر، 2003، ص-ص 215-218.

- ✓ يمكن استعمالها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة.
  - ✓ أدوات الهندسة المالية أدوات مرنة، إذ تكون أغلب هذه الأدوات ذات قابلية على التصميم وفق متطلبات الزبائن من ناحية الحجم وتواريخ الاستحقاق.
  - ✓ إن هذه الأدوات تتميز بإمكانية تحقيق أرباح عالية تصل إلى 100% من حجم الأموال المستثمرة، وكذلك قد تحقق خسائر كبيرة يمكن أن تؤدي إلى الإفلاس، وذلك يعني تميزها بالمخاطرة.
  - ✓ تتعلق أدوات الهندسة المالية بفقرات خارج الميزانية العمومية، وهي جزء من الالتزامات الطارئة للجهة المتعاملة بها على الرغم من أنها تشكل جزءاً هاماً من التزاماتها أو حقوقها، بل إن حجم هذه الالتزامات أو الحقوق قد يفوق فعلاً حجم الميزانية العمومية لبعض المصارف الكبرى المتعاملة بها.
- 2.2.3.2. مستخدمو أدوات الهندسة المالية:** يختلف مستخدمو أدوات الهندسة المالية باختلاف أهدافهم

- واحتياجاتهم ويمكن إيضاح تلك الفئات كما يلي:<sup>1</sup>
- أولاً: تجار التجزئة:** ويستخدم هؤلاء المشتقات المالية بقصد حماية أنفسهم من التعرض لمخاطر أسعار الفائدة أو أسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية.
- ثانياً: صناديق المعاشات:** وتستخدم هذه الأدوات بقصد حماية العائد على الاستثمار في السندات أو بغرض تأمين محفظة الأوراق المالية التي تمتلكها.
- ثالثاً: بنوك الاستثمار:** تستخدم هذه البنوك المشتقات بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة لأحد الأصول المالية، حيث أن السوق الحاضرة لن تكون قادرة على استيعاب المعروض بسعر السوق.
- رابعاً: الشركات العقارية:** وهي تلك التي تبيع المباني والأراضي، وتستخدم هذه الشركات المشتقات للحماية من تحركات سعر الفائدة على القروض والسندات التي تمثل ديناً في ذمة الشركة.
- خامساً: الشركات:** تلجأ الشركات إلى أدوات المشتقات بغرض الحماية من تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على عائد الإستثمار للفائض النقدي.
- سادساً: المصدرون والمستوردون:** ويستخدم هؤلاء المشتقات المالية ضد تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات أو المدفوعات.

وعموماً يمكن تقسيم هذه الفئات المستخدمة لأدوات الهندسة المالية إلى الأصناف التالية:<sup>2</sup>

✓ **المتحوطون:** وهم الذين يهتمون بتخفيض المخاطر التي يتعرضون لها، حيث تسمح لهم أدوات الهندسة المالية بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تتضمن تحسين النتائج.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 102.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حامد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، طبعة 1، 2001، ص 45.

✓ المضاربون: وهم الذين يراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك يستخدمون أدوات الهندسة المالية لمحاولة تحقيق المكاسب.

✓ المراجحون: وهم الذين يدخلون السوق عندما تكون هناك فرص لأصل معين بين سوقين أو أكثر، وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في السوق مرتفع السعر في نفس الوقت وبالتالي يحققون ربحاً.

### 3.3.2. أدوات الهندسة المالية بين الفوائد والمخاطر

رغم مرور أكثر من ربع قرن على التعامل بأدوات الهندسة المالية، إلا أن المختصون والمتعاملون لا زالوا ينقسمون وبصورة واضحة إلى فرقتين متعاكسين، ففي حين يصر الفريق الأول على الحذر من التعامل بهذه الأدوات الجديدة وعدم التعامل بها إطلاقاً بسبب المخاطر الكبيرة التي تصاحبها، أما الفريق الآخر فيرى بأنها تمثل الدواء الشافي المعاصر للعديد من المشاكل والمصاعب التي تواجه المتعاملين في الأسواق المالية وفيما يلي أهم فوائد ومخاطر هذه الأدوات:

#### 3.3.2.1. فوائد أدوات الهندسة المالية: يمكن تلخيص أبرز فوائد أدوات الهندسة المالية في النقاط التالية:<sup>1</sup>

✓ إدارة المخاطر: يمكن من خلال عقود أدوات الهندسة المالية، ابتداء طرق جديدة لإدارة المخاطرة، إذ يمكن من خلالها تجزئة المخاطر المجتمعة في الأدوات المالية التقليدية، مثل مخاطر تقلب الأسعار، مخاطر تقلب أسعار الفائدة، ومخاطر أسعار صرف العملات، وإدارة كل نوع من المخاطر على حدا.

✓ الاستثمار: إذ يمكن تعزيز فرص تحقيق الإيرادات الإضافية وزيادة الأرباح من خلال زيادة فرص الاستثمار وتنوع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية.

✓ الكلفة: يمكن من خلال التعامل بأدوات الهندسة المالية تقليل التكاليف، إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد بدلا من دفع مبلغ العقد كاملا منذ البداية، كما يمكن من خلالها تحديد الحدود العليا لتكاليف الإقتراض أو تحديد الحدود الدنيا للعوائد المتحققة من الإستثمارات في الودائع أو القروض.

✓ السيولة: تتميز أغلب أدوات الهندسة المالية بسيولة عالية مما يمكن المتعاملين في هذه الأدوات من تحسين سيولتهم بصورة عامة، إذ يمكن بيع المراكز بسهولة.

✓ الاقتصاد العام: لقد أدى تعدد أدوات الهندسة المالية إلى إيجاد الأسواق المنظمة والموازنة المتخصصة في التعامل في هذه الأدوات، مما أدى إلى التوسع الكبير في التعامل بها، إذ وصل إلى ما يمثل ثلثي تجارة العالم من السلع والأوراق المالية التي تشكل مبالغ ضخمة جدا، وما يتحقق نتيجة ذلك من إيجاد فرص عمل وزيادة فرص تحقيق الإيرادات المتمثلة بالرسوم والعمولات وغيرها.

<sup>1</sup> رمضان زياد، الاستثمارات المالية و الحقيقية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص-ص 105-106.



2.3.3.2. مخاطر أدوات الهندسة المالية: يمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها مستخدمو أدوات الهندسة المالية إلى:

✓ **المخاطر السوقية**: تظهر المخاطر السوقية نتيجة لتقلب أسعار أدوات الهندسة المالية في الأسواق، إذ أن هذه الأدوات تكون حساسة بصورة كبيرة لظروف السوق وبذلك فإن أي تغيير في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد قد يؤدي إلى تغيير أكبر في قيمة أداة الهندسة المالية. والجدير بالذكر أن مخاطر السوق لهذه الأدوات تزداد ضراوة وذلك في حالة وجود محتكرين في السوق، حيث يقوم هؤلاء المحتكرين بعمليات الشراء والبيع على نطاق كبير، مما يؤدي إلى تقلب أسعار الأصول بشكل حاد، مما يؤثر بدرجة كبيرة على توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، كما تزيد هذه المخاطر السوقية لهذه الأدوات في حالة ترابط الأسواق حيث يساهم هذا الارتباط في تسهيل انتقال المخاطر التي قد يتعرض لها سوق مالي معين إلى الأسواق المالية الأخرى.<sup>1</sup>

✓ **المخاطر الائتمانية**: تنتج عن عدم القدرة على الوفاء بالتزامات العقد، إن المتعاملين يمكن أن يخسروا مبالغ كبيرة جدا عندما يفشل الطرف المقابل في الإيفاء بالتزامه، وقد أصبح مديري المالية أكثر اهتماما بهذا النوع من المخاطر لأدوات الهندسة المالية، لاسيما تلك التي يتم التعامل بها في الأسواق الموازية، إذ لا توجد فيها غرف مقاصة ولا هوامش أولية في التعاقد.<sup>2</sup>

✓ **المخاطر التشغيلية**: ويقصد بها المخاطر الناجمة عن ضعف نظم الإشراف والرقابة الداخلية على العاملين في البنوك وغيرها من المؤسسات المتعاملة في سوق المشتقات، وكذا المخاطر الناجمة عن عدم سلامة السياسات الخاصة بالإدارة. إذ أن زيادة تعقيد أدوات الهندسة المالية يجعل من الصعب إدارتها بصورة صحيحة، مما يؤدي إلى تحقيق خسائر كبيرة نتيجة لسوء الإدارة.<sup>3</sup>

✓ **المخاطر القانونية**: وهي المخاطر الناشئة عن التغييرات في البيئة القانونية، وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقد، فضلا عن عدم التوثيق الدقيق ونقص الصلاحيات أو عدم وضوحها وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث المشاكل، أو هي المخاطرة الناشئة عن عدم تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم امتلاك بعض المتعاملين الصلاحية في الدخول بالتعاقدات، وبذلك لن يكون هناك التزام قانوني للجهة المقابلة، ومن ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر أو الإفلاس، لذلك

<sup>1</sup> ابن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة، 2010، من الموقع: [www.iefedia.com/arab/wp.content/uploads/2010/01/pdf](http://www.iefedia.com/arab/wp.content/uploads/2010/01/pdf).

<sup>2</sup> نفس المرجع

<sup>3</sup> محمد سحنون، مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات، ورقة بحثية مقدمة إلى المنتدى الدولي حول الأزمة المالية و الإقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، 20-21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص7.

يجب ضمان امتلاك الأطراف المتعاملة للصلاحيحة التي تخولهم التعاقد بإسم المصرف والشركة ومن ثم إتباع الإجراءات القانونية في عملية التعاقد.<sup>1</sup>

✓ **مخاطر السيولة:** وهي المخاطرة التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الإلتزامات أول بأول من قبل المتعاملين بهذه الأدوات، مما يجعل المتاجرة بها أكثر صعوبة.<sup>2</sup> وعلى الرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق أدوات الهندسة المالية، ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من عرض وطلب وغيرها من العوامل، مما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسهيل مراكزها بسرعة.

#### 4.2. تحليل أدوات الهندسة المالية

ساهمت الهندسة المالية في تصميم وتطوير أدوات مالية واستحداث أدوات جديدة قصد التغلب على مشكلة التمويل وكذلك تقليل المخاطر وسيتم التطرف إلى هذه الأدوات في الآتي :

##### 1.4.2. المشتقات المالية

تعتبر المشتقات المالية من أهم أدوات الهندسة المالية وأكثرها تنوعا وستتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم المشتقات وأنواعها.

##### 1.1.4.2 . تعريف المشتقات المالية: قدمت عدة تعاريف للمشتقات المالية منها :

✓ هي عبارة عن عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية كالأوراق المالية أو العملات الأجنبية وينشأ عن العقود الفرعية أدوات استثمارية أو جديدة.<sup>3</sup>

✓ عقود تشتق من قيمة الأصول المعنية والتي تتنوع ما بين الأسهم والسندات والعملات الأجنبية ... الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب وخسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد.<sup>4</sup>

✓ هي عبارة عن عقود مالية، تتعلق ببنود خارج الميزانية تتجدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من موجودات أو أدوات أو مؤشرات مرتبطة بها.<sup>5</sup>

وعلى الرغم من تعدد التعاريف إلا أنها في حقيقة الأمر ترمي إلى نفس الوعاء: المشتقات هي تلك العقود التي لا يجري تنفيذ أغلبها وتنتهي إلى حصول أحد الطرفين على فروق الأسعار فالعقد لا يقتضي تملك

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 122.

<sup>2</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 123.

<sup>3</sup> شوقي جباري ، ورقة بحثية بعنوان دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، جامعة العربي بن مهيدي ، أم البواقي، ص 15.

<sup>4</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره ، ص 5.

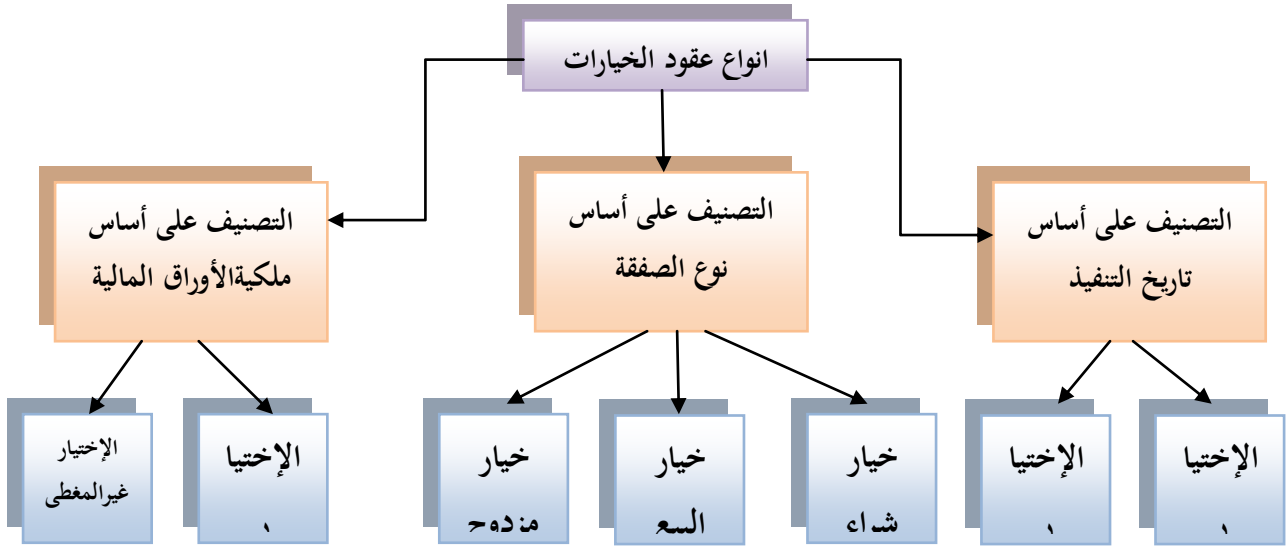
<sup>5</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 58.

ولا تملك، ولا تسليم ولا تسلم، وإنما هي مراقبة من جانب طرفين على محض اتجاهات الأسعار.<sup>1</sup>

#### 2.1.4.2. أنواع المشتقات المالية: للمشتقات المالية أنواع متعددة يمكن تلخيصها في الآتي :

**أولاً: عقود الخيارات:** حيث تمثل عقود الخيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، وخصوصاً مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يريد شراءها أو بيعها في المستقبل، فالخيار هو ورقة مالية تعطي الحق وليست الالتزام لحاملها لشراء أو بيع أصل ما عند سعر محدد يسمى سعر التنفيذ وبتاريخ معين يسمى تاريخ الاستحقاق وذلك نظير مبلغ معين غير قابل للرد يدفعه مشتري الحق لمحرر العقد على سبيل المكافأة<sup>2</sup>، كما يمكن القول أن الخيار هو عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار (محرر الخيار)، وبموجبه يكون للطرف الأول أي للمشتري الحق في أن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي المحرر، أو أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني أصلاً معيناً وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول (المشتري) بدفع علاوة أو مكافأة للطرف الثاني<sup>3</sup>، والشكل الموالي يوضح أهم أنواع عقود الخيارات.

#### الشكل رقم (1.2): أنواع عقود الخيار



المصدر: محمد صالح الخناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص331.

✓ التصنيف على أساس تاريخ التنفيذ: و تصنف إلى<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، نفس المرجع، ص59.

<sup>2</sup> محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، دار هومة، الجزائر، طبعة 1، 2002، ص7.

<sup>3</sup> رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتورا في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص30.

<sup>4</sup> شعبان صدام الإمارة وآخرون، أسواق المشتقات و دورها في العولمة المالية، مجلة الإقتصاد الخليجي، العدد 18، 2010، ص13.

1. الإختيار الأوروبي: هي عقود يكون فيها لمشتري العقد الحق في اختيار تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه في تاريخ إنتهاء صلاحية العقد.

2. الإختيار الأمريكي: هي عقود يسمح فيها للمشتري العقد بأن يمارس قه في الإختيار بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة العقد.

### ✓ التصنيف على أساس نوع الصفقة: حيث نجد:

1. خيار الشراء: هو عقد يتم بين طرف يقدم مكافأة للطرف الأخر قابل حق شراء عدد معين من القيم المنقولة أو كمية محددة من السلع بالسعر المحدد وخلال مدة معينة ويكون له الحق في عدم شرائها في تاريخ الإستحقاق أما بالنسبة لبائع خيار الشراء فهو ملزم بتنفيذ العقد إذا طلب المشتري ذلك.<sup>1</sup>

2. خيار البيع: هو عقد بين طرفين يمنح فيه الطرف الأول (بائع الخيار) للطرف الثاني (المشتري)، الحق وليس الإلزام ببيع أصل معين عند تاريخ الاستحقاق بسعر محدد مسبقاً، نظير مكافأة يدونها المشتري عقد الخيار لبائعه.<sup>2</sup>

3. الخيار المزدوج: وهو اختيار الضارب بأن يكون بائعاً أو مشترياً للقيم المتداولة محل الصفقة بسعر محدد مسبقاً ويقوم بتنفيذ هذا العقد حسب التغيرات التي ستطرأ بها إذا ارتفعت الأسعار فإن المستثمر يتقدم كمشتري ويقق الأرباح أما في حالة إنخفاض الأسعار فإنه يتقدم كبائع وكذلك يحقق أرباحاً لأنه سيبيع بالسعر المتفق عليه وليس بالسعر السائد.<sup>3</sup>

### ✓ التصنيف على أساس ملكية الأوراق المالية: وتقسم إلى:<sup>4</sup>

1. عقود الخيار المغطاة: يمتلك فيها البائع الأصول موضوع العقد، أي انه يستطيع أن يغطي إلتزاماته بالبيع إذا ما أراد مشتري العقد تنفيذه.

2. عقود غير مغطاة: لا يمتلك فيها البائع الأصول محل التعاقد، وإذا أراد المشتري تنفيذ العقد عليه شراؤها من السوق.

**ثانياً: العقود المستقبلية**: يمكن تعريف العقود المستقبلية على أنها<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 90.

<sup>2</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 134.

<sup>3</sup> Robert goffin, principes de finance moderne, economica, paris, 1998, p 353.

<sup>4</sup> وليام أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص23.

<sup>5</sup> بالإعتماد على:

- جلال البناء، ماذا تعرف عن الإستثمار في الأوراق المالية و البورصات و المشتقات، شركة ندى للطباعة والنشر، طنطا، طبعة 1، 2006، ص231.

✓ العقد المستقبلي هو اتفاقية بين بائع ومشتري لتسليم أو تسلم أوراق مالية، عملات نقدية أو مؤشرات أسهم في تاريخ معين مستقبلي.

✓ هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل بسعر يحدد وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية، على أن يتم تسليمها أو إستلامها في تاريخ لاحق في المستقبل، على أن يلتزم كلا الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما في صورة نقدية، أو في صورة أوراق مالية وكذلك لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالالتزامات المترتبة عليه.

وتتميز المستقبليات عن غيرها من المستقبليات المالية بالخصائص التالية: <sup>1</sup>

- الصفة الأساسية لها تمثل في أن الالتزام بالتنفيذ يكون مستقبلاً، و لكن بشروط يتم الإتفاق عليها في الوقت الحاضر.
  - أنها متجانسة و متماثلة، مما يسهل فهمها و التعامل بها.
  - لا تتم المتاجرة بها بين البنوك تتم في البورصة التي تحدد مواصفاتها ومواعيد الاستلام والتسليم وأوقات المتاجرة بها.
  - إنما تهدف الى التحوط ضد المخاطر التغير في معدلات العائد ومن ثم أسعار الأصول المالية.
- ويتم تداول العديد من السلع والمعادن والأوراق المالية في أسواق العقود المستقبلية، ويمكن تلخيص أنواع العقود فيما يلي: <sup>2</sup>

- الحبوب والزيوت: القمح، ذرى ... إلخ
- الماشة واللحوم، السلع الغذائية، القطن، المعادن.
- العقود المستقبلية على أسعار الصرف.
- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة.
- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم.

**ثالثاً : العقود الآجلة:** تعرف العقود الآجلة بأنها عقود نقدية (نقد / ورق)، أي عملية يتم فيها التبادل النقدي مقابل عقد شراء لسلعة يستلمها المشتري في وقت محدد في المستقبل، آجل هو عقد قانوني ملزم مفصل حسب متطلبات المشترين في العقد، أي أن العقود الآجلة ليست موحدة التفاصيل كما في العقود المستقبلية كما أنها غير

- عاطف وليام أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 25.

<sup>1</sup> حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، عمان، 2002، ص-ص 150-151.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 332.

قابلة للتحويل إلا بموافقة الطرفين، ويستلزم التسليم في موقع جغرافي كما هو الحال في أي عقد آجل، وعادة ما تكون مدة العقد قصيرة نسبياً تتراوح ما بين شهر وثلاثة أشهر.<sup>1</sup>

- هي إتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل شكل معين، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية، منشأة أعمال على إتمام صفقة بسعر معين وكمية عينة في موعد لاحق.<sup>2</sup>
- تكون بصفة عامة معيارية وهذا يعني أن كل من البائع والمشتري يتفاوضان على الشروط في العقد لذلك فإنهما يمتلكان حرية التصرف وإبداع أي شروط يرونها في أي سلعة خاصة وهذا يبرز المرونة التي تتيحها هذه العقود لأطراف العقد.<sup>3</sup>

ومن أهم مميزات العقود الآجلة ما يلي:<sup>4</sup>

- العقود الآجلة تكون بصفة عامة معيارية، وهذا يعني أن كل من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد، وكذلك فهما يمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها لأي سلعة، وهكذا تبرز المرونة المتاحة لأطراف العقد.
  - العقود الآجلة لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالعقود المستقبلية، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الإتفاق فإنه يحتاج الى أن يجد شخص آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له.
  - تتضمن العقود الآجلة مشكلة محتملة وهي المتعلقة بمخاطر الائتمان أو مخاطر العجز، وهي المخاطر الناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزاماته، فالعقد لا ينفذ كما هو مخطط له إذا عجز المشتري عن تدبير النقدية التي يحتاجها لشراء الأصل أو إذا عجز البائع عن تسليم الأصل محل العقد.
  - يتحدد الربح أو الخسارة في العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ تم تضمينه في العقد من خلال الإتفاق بين الطرفين.
- رابعا: عقود المبادلة: وتتمثل في<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الإستثمار، الشركة الغربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008، ص 186.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية-مؤسسات، أوراق، بورصات-، دار الشروق، عمان، طبعة 1، 2005، ص 133.

<sup>3</sup> مصطفى كامل خليل الحجازي، المشتقات المالية و تداعيات الأزمة المالية العالمية، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر بعنوان: الجوانب القانونية و الإقتصادية للأزمة المالية العالمية، لكلية الحقوق جامعة المنصورة، 1 و 2 أفريل 2009، ص 28.

<sup>4</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 35.

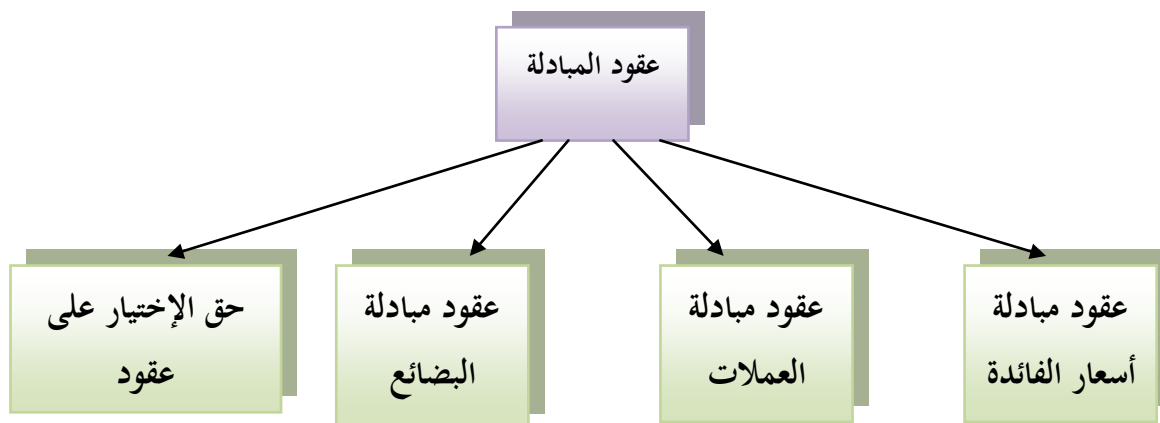
<sup>5</sup> بالإعتماد على:

- محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 132.

- محمد صالح الحناوي، تقييم الأسهم و السندات - مدخل للهندسة المالية-، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص

- هي إتفاق 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 و( شهرية، فصلية، نصف سنوية ... إلخ).
- هي عقود تشبه عقود لاحقة التنفيذ ومعنى ذلك أن تسوية الأرباح والخسائر في عقود المبادلة لا تتم يوميا كما الحال في عقود المستقبل، بل تتم عند تنفيذ عملية المبادلة وعلى هذا الأساس يطلق على الأرباح أو الخسائر في عقود المبادلات خسائر ورقية.

### الشكل رقم (3.2): أنواع عقود المبادلات



المصدر: محمد صالح الحناوي، تقييم الأسهم و السندات - مدخل للهندسة المالية-، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 318.

- ✓ عقود مبادلة أسعار الفائدة: هي إتفاق بين طرفين أو أكثر لمبادلة إلتزامات أداة دين أو أكثر، أو تبادل بين طرفين يوافقان بموجبه على تبادل مدفوعات فائدة مرتبطة بسعر معوم بأخرى مرتبطة بسعر ثابت، وتحسب الفائدة على مبلغ محدد متفق عليه بينهما.<sup>1</sup>
- ✓ عقود مبادلة العملات: تهدف عقود مبادلة العملات الى تغطية مخاطر النقليات المحتملة مستقبل في أسعار الصرف العملات وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 335.

السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الآجل وذلك ببيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها.<sup>1</sup>

✓ عقود مبادلة البضائع: هي مبادلة بموجبها يقوم أحد الأطراف بالشراء من طرف آخر لكمية معينة من السلع محل التعاقد وبالسعر السائد، ويتم سداد الثمن فوراً، وفي ذات الوقت يتم بيعها له ببيعاً آجلاً بسعر متفق عليه مسبقاً، بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها بين الطرفين، البائع والمشتري.<sup>2</sup>

✓ حقوق اختيار المبادلات: هي حقوق اختيار على المبادلة، و قد تكون هذه الحقوق حقوق إختيار بيع أو حقوق اختيار شراء.<sup>3</sup>

## 2.4.2 . التوريق

يعتبر التوريق من أهم الإبداعات المالية التي أحدثت ثورة في أسواق المال العالمية، والتي أتاحت للمؤسسات الاقتصادية والمالية على غرار البنوك إمكانية جديدة لتوفير السيولة بتكاليف قليلة، بالإضافة إلى تحويل جزء من المخاطر التي كانت تثقل كاهلها إلى أطراف أخرى.

### 1.2.4.2 . نشأة وتطور فكرة التوريق: التوريق فن تمويلي ظهر في مطلع الثمانينات من هذا القرن في نطاق

ما يعرف بالهندسة المالية، وقد كان لهذا الفن التمويلي بدايات تسبق هذا التاريخ يمكن إجمالها فيما يلي:<sup>4</sup>

✓ ففي عام 1927 قام أحد البنوك الأمريكية بتوريق محفظة مكونة من أسهم إحدى الشركات البريطانية عن طريق إصدار ما يسمى بشهادات الإيداع ثم طرحها للبيع للمستثمرين في السوق الأمريكي.

✓ كما أن ظهور سوق ثانوي لها يرجع إلى الثلاثينات بالو.م.أ عندما تم بيع حزمة من الرهونات العقارية.

✓ وفي أوائل السبعينات إشتدت أزمة الإسكان في الو.م.أ وعجزت مؤسسات الأوراق المالية عن الوفاء باحتياجات السوق العقارية، قراء الاهتمام بعمليات التوريق، وفي المصارف العربية بدأ التوريق منذ منتصف تسعينات القرن العشرين وبشكل محدود توسع بدرجة كبيرة في أسواق الخليج العربي، وبدأ يتوسع في مطلع القرن الواحد والعشرين في مصر، و لكنه لم يكن بالمستويات المنشودة.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 342.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 342.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص 320.

<sup>4</sup> صبري إبراهيم ، التوريق و أثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، 2009، من الموقع:



**2.2.4.2. تعريف التوريق:** اختلفت تعريفات التوريق باختلاف زاوية الرؤية التي تهم الكاتب، وسوف نعرض بعض هذه التعريفات كما يلي<sup>1</sup>:

- ✓ التوريق أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بجشد مجموعة من الديون المتجانسة أو المضمونة كأصول، ووصفها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا، ثم عرضه من خلال منشأة متخصصة لإكتتابه في شكل أوراق مالية بهدف تقليل المخاطر مع ضمان تدفق المستثمر للسيولة النقدية للبنك .
  - ✓ هو تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة الى أوراق مالية سائلة (أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق المال وهي أوراق تستند إلى مجرد القدرة المتوقع للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء للمدين.
  - ✓ هو جعل الدين المؤجل في ذمة الغير في الفترة ما بين ثبوته في الذمة وحلول الآجلة، صكوك قابلة للتداول في سوق ثانوية، وبذلك يمكن أن تجري عليه عمليات التداول المختلفة، وينقلب إلى نقود بعد أن كان مجرد التزامه في ذمة المدين.
  - ✓ هو تحويل القروض من كونها قروض مباشرة إلى أوراق مديونية متنوعة ولا سيما السندات، ويعني ذلك أنه يتم تحويل ديون الشركات أو الهيئات المقترضة من المقترض الأساسي وهو البنك إلى المقترضين الآخرين (مشترى الأوراق المالية) وهو ما يطلق عليه التمير المالي.
- تأسيسا على ماتقدم يمكن تعريف التوريق بأنه إجراء يسمح بتحويل كتلة قروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول من خلال بيع مجموعة متجانسة من الديون لهيئة خاصة، تأخذ على عاتقها مسؤولية إصدار أوراق مالية موجهة للمستثمرين إلى السوق المالي<sup>2</sup>.
- 3.2.4.2. أنواع التوريق:** التوريق إما أن تجريه المؤسسة الأصلية الدائمة صاحبة محفظة التوريق مباشرة، دون وسيط بينها وبين المستثمرين وفي هذه الحالة يسمى التوريق: بالتوريق المباشر أو الداخلي و هذه الصورة نادرة الحدوث، وإما أن تحيله لشركة توريق لتتولى ذلك وتدخل محفظة التوريق في قوائمها المالية، وهذا ما يسمى بالتوريق

<sup>1</sup> بالإعتماد على:

- محمد كمال خليل الحمزاوي ، إقتصاديات الإئتمان المصرفي-دراسة تطبيقية للنشاط الإئتماني و أهم محدداته - ، منشأة المعارف، بيروت، 2002، ص 48.
- منير إبراهيم هندي ،مرجع سبق ذكره، ص 14.
- إخلاص باقر النجار ، قراءة في مفردات التوريق، مجلة العلوم الإقتصادية، المجلد السادس، 2009 العدد 23، ص 197.

- ماجدة أحمد إسماعيل شلبي ، تطوير أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل

نشاط التوريق، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات المنعقد في دبي، سنة 2007، ص20.

<sup>2</sup>محمد عبد المطلب بدوي، التوريق كأداة مالية من أدوات تطوير البورصة المصرية ، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر الأسواق المالية و البورصات - آفاق و تحديات-، المؤتمر العلمي الخامس عشر، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6 و8 مارس، ص12.

بالوساطة أو الخارجي وهذه الصورة الشائعة الحدوث، وفي هذا الإطار هناك قسمين رئيسيين تتدرج أنواع التوريق الثلاثة وهي: توريق الديون، توريق الدخول وتوريق الأصول ونوضحها كما يلي :

**أولاً: 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 وضمائنها في محفظة مالية واحدة (محفظة التوريق)، ثم تتولى بنفسها أو عن طريق شركة التوريق بإصدار سندات أو صكوك مالية وتطرحها على جمهور المستثمرين للاكتتاب فيها، وتقوم بذلك لغرض الحصول على السيولة المبكرة قبل حلول آجال ديونها على الغير، لتحول الحقوق الآجلة غير السائلة إلى أصول عاجلة سائلة، تمكنها من إعادة إقراضها للغير بفائدة، وهذا النوع هو المستخدم دولياً والمنظم محلياً في مصر بالقانون رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية.<sup>1</sup>

**ثانياً: 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 تأجيراً تمويلياً يحصل حملة الصكوك على أقساط الإجارة كعائد عن صكوكهم، مخصوماً منهم عمولة متفق عليها تستحقها نظيراً لإدارتها ثم تقوم المؤسسة بإستلام هذه الصكوك بشراء جزء من قيمتها بصفة دورية وتعود ملكيتها إليها مرة أخرى في نهاية المدة.<sup>2</sup>

**ثالثاً: توريق الدخول:** يقتضي هذا النوع من التوريق بعض المؤسسات بتوريق بعض دخولها التي تستحقها في المستقبل بنفسها أو عن طريق شركة التوريق، وذلك بنفس طريقة توريق الديون وهذا النوع مطبق في الو.م.أ.<sup>3</sup> ونظراً لأن النوع الأول من التوريق وهو توريق الديون هو الأوسع انتشاراً في العالم. فإن السوق تتطرق لنماذج من الصور التطبيقية المعاصرة لهذا النوع وهي:<sup>4</sup>

✓ بيع الأوراق التجارية: وتخص الأوراق التجارية الكمبيالات والسندات الإذنية لأنها صكوك من مديونية تتضمن أجلاً للوفاء، دون الشيك الذي يستحق بمجرد الإطلاع، فالتوريق لا ينطبق إلا على أوراق المديونية التي تتضمن أجلاً للاستحقاق، بموجبها يتطلب على المستفيد من الكمبيالية اللجوء إلى البنوك لبيعها إياها بمبلغ أقل من قيمته الرسمية فيما يسمى الفرق بينهما سعر الخصم يحصل عليه فوراً ثم يتولى

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 20.

<sup>2</sup> طارق طه، إدارة البنوك ونظم المعلومات المصرفية، الدار الجامعية- الإسكندرية- مصر 2000، ص 132.

<sup>3</sup> علي محي الدين القرعة داغي، الصكوك الإسلامية، التوريق، و تطبيقاتها المعاصرة، 2012/01/29، مقالة منشورة على الموقع:

[www.kantakji.com/figh/files/markets/m156.doc](http://www.kantakji.com/figh/files/markets/m156.doc).

<sup>4</sup> يوسفات علي بوزيان وهاجر رحمان، التوريق و الأزمة المالية العالمية، 2009، من الموقع:

[www.iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/09/pdf](http://www.iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/09/pdf).

البنك تحصيل الدين حين حلول آجلة، أو يتعجل بالوفاء هو الآخر وذلك ببيع الكمبيالة أو السند الإذني للبنك المركزي مقابل سعر إعادة الخصم.

✓ بيع الفواتير: ويتم بموجبها البيع الآجل للفواتير قبل حلول تاريخ الوفاء بها الى شركة " فاكتر " بمبلغ اقل من قيمته الأصلية، حيث تتولى تحصيل الدين عند حلول آجال الوفاء به، وقد يوكل المنتج أو التاجر الى شركة " فاكتر " أمر إصدار فواتير مبيعاته أو إمساك دفاتر خاصة في مبيعاته مقابل حصولها على رسوم إدارية تقدر من مبلغ الخصم، و هنا نسمي هذه العملية " Factoring " وتعني شراء فواتير أو حسابات القبض، وتستخدم أكثر في عمليات التصدير.

ويلاحظ أن هذين التطبيقين لا يدخلان في عملية التوريق إلا إذا تم تجميع كل نوع منهما في محفظة التوريق، وتم إصدار السندات عليها، وطرحها للاكتتاب في السوق بمعرفة شركة التوريق.

✓ توريق ذمم الديون المؤجلة: البيوع المؤجلة نوع من أنواع بيوع المراجعة، استحدثتها البنوك الإسلامية لتفادي عمليات الاقتراض بالربا، و بمقتضاها يتقدم الشخص الى بنك اسلامي طالبا شراء سلعة معينة بالتقسيط عادة ما يكون مبلغ شراؤها مرتفعا، فيلجأ البنك إلى طرح صكوك مراحه على الجمهور للاكتتاب فيها، ثم يشتري في حصيلته السلعة نقدا ويبيعها للمشتري بسعر يسدده على أقساط، يسدد البنك جزءا من الفرق بينهما ربحا للمكتبيين على صكوكهم ويحتفظ بالباقي كعمولة عن إدارته وكذا عن استهلاكه الصكوك المراجعة ورغم ما تتضمنه هذه العملية من التوريق إلا أنها تعد توريقا ناقصا لأن صكوكهم غير قابلة للتداول في السوق الثانوية بمقابل لما في ذلك من شبه الربا.

**4.2.4.2. أساليب التوريق**: تقوم صفقات التوريق بالضرورة على أطر أو جوانب قانونية تؤخذ بعين الاعتبار لضمان إنجاز الصفقة بالشكل الصحيح، إذ يتعين التعرّف على الأساليب القانونية للتوريق التي تبنتها الممارسة لكفالة حقوق كافة أطراف عملية التوريق ، ويتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية:

**أولا: إستبدال الدين**: يسمح تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب بإستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، غير أنه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية.<sup>1</sup>

**ثانيا: التنازل**: يعني التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين، ويشيع إستخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها، ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الإستمرار في دفع الأقساط إلى

<sup>1</sup> محمد راتول وأحمد مداني، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر ، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول التامة-، كلية العلوم الإقتصادية والتسيير ومخبر العلوم الإقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، ص 4.

الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الدّم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التّوريق وبالمقابل يقوم بإسترداد المبلغ من المؤجرين.<sup>1</sup>

**ثالثاً: المشاركة الجزئية:** يتضمّن هذا الأسلوب بيع الدّم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الدّم وتمويلها، ولا يتحمّل بائع الدّين بعدها أيّ مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التّسديد، لذلك يجب على مشتري الدّين التّأكد من أهلية المدين وجدارته الإئتمانية، ويلاحظ أنّ هناك طرقاً عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانات عقارية وحقوق إدارة الدّين كوصي عليها.<sup>2</sup>

### 3.4.2. مستحدثات الأوراق المالية التقليدية ومشتقات المشتقات

بالإضافة لأدوات الهندسة المالية السابقة الذكر لا يمكننا إهمال التحديثات والتطويرات التي طرأت على الأدوات المالية التقليدية، إضافة إلى مشتقات المشتقات والتي سيتم التطرق لها في هذا المطلب.

### 1.3.4.2. مستحدثات الأوراق المالية التقليدية: إن التغييرات التكنولوجية وتغييرات الإجراءات التنظيمية

والتقلبات الاقتصادية حفزت إلى ظهور أشكال مستحدثة و أكثر فاعلية للأوراق المالية التقليدية ومن بينها:  
**أولاً: مستحدثات الأسهم العادية:** وتتمثل في:

الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: هي الأسهم التي تخصم توزيعاتها قبل حساب الضريبة، ورغم أن هذا النوع يتطلب تشريعاً من سلطة سياسية، إلا أنه يشجع الشركة في استثمار الوفورات الضريبية وإصدار هذا النوع من الأسهم.<sup>3</sup>

الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: هي أسهم مرتبطة بقسم معين في شركة ما، و تعتمد توزيعها على معدلات الأرباح التي يحققها هذا القسم الإنتاجي المرتبطة به.<sup>4</sup>

الأسهم العادية المضمونة: وهي الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة المصدرة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين خلال مدة محددة، بعد الإصدار أما إذا ارتفعت فهي تنتج للمساهمين تحقيق أرباح رأسمالية.<sup>5</sup>

**ثانياً: مستحدثات الأسهم الممتازة:** نوردها كما يلي:

الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المعمومة: هي أسهم ترتبط بمعدل عائد بديل كالسندات، وبالتالي يجري تعديل عائد السهم الممتاز بناء على التغييرات في معدل العائد على السند الحكومي.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمد نجاة الصديقي، المصارف الإسلامية - المبدأ والنور والمستقبل-، مجلة الإقتصاد الإسلامي، مركز أبحاث الإقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، العدد العاشر، ص 7.

<sup>2</sup> محمد راتول وأحمد مداني، مرجع سبق ذكره، ص 4.

<sup>3</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 99.

<sup>4</sup> فيصل محمد الشاورة، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية - الأسس النظرية و العلمية -، دار وائل، عمان، الطبعة الأولى، 2007، ص 82.

<sup>5</sup> نفس المرجع، ص 82.

أسهم ممتازة تمنح لحاملها حق التصويت: أن تتيح للمساهم المشاركة في اتخاذ القرارات لإدارة الشركة وخاصة قرارات التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة التي تخدم مصلحته كمستثمر.<sup>2</sup>

**ثالثاً: مستحدثات السندات:** شهد سوق السندات بدوره إبداعات عديدة نذكر منها:<sup>3</sup>

سندات قابلة للتحويل للأسهم عادية: هي سندات تقدر بشرط إعطاء الخيار بين تحويله إلى سهم عادي أو تحصيله للقيمة الاسمية والفوائد.

سندات ذات الفائدة المعومة: هنا سعر الفائدة يكون غير ثابت ومتذبذب بدرجة محددة ومرتبطة بحالة التضخم ومعدلاته.

سندات قابلة للاستدعاء: هي سندات تتيح لحاملها استعجال الاستحقاق باستدعائها واستبدالها بسندات أخرى بأسعار فائدة أقل، وهذا بمقابل تعهد مصدر السند بدون علاوة إضافية عند الاستدعاء تضاف للقيمة الإسمية للسند.

سندات قابلة للبيع: تتيح هذه السندات للمستثمر فرصة إرجاعها مرة أخرى للشركة المصدرة في مقابل الحصول على نفس القيمة الاسمية.

سندات ذات الفوائد الدورية الصفرية: هي السندات التي يكون دخلها الجاري يساوي الصفر أي بدون فوائد دورية.

**2.3.4.2. مشتقات المشتقات:** سميت كذلك لأنها تمثل تركيب لنوعين من المشتقات الأساسية وجميعها تهدف إلى تلبية الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وتوفير قدر أكثر من الحماية من المخاطر ومن هذه الأنواع ما يلي:  
**أولاً: عقود السقف:** يعرف عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة بأنه إتفاقية مالية تضع الحدود لتعرض المفترض بسعر الفائدة المعوم لمخاطر حركات الصعود في أسعار الفائدة، وعقد الحد الأقصى لسعر الفائدة هو سلسلة من عقود اختيار أسعار الفائدة والتي يتضمن بائعها للمشتري أية زيادة في أسعار الفائدة على قرضه إذا ما ارتفع السعر فوق سعر التعاقد.<sup>4</sup>

**ثانياً: الخيار المستقبلي:** هو عقد يتضمن الحق في بيع أو شراء عقد مستقبلي محدد وعليه سيتضمن هذا العقد د توليفات مختلفة مثل شراء خيار عقد مستقبلي أو شراء خيار بيع مستقبلي، أو بيع خيار شراء مستقبلي أو بيع خيار بيع مستقبلي. ويتضمن هذا العقد أيضاً دفع علاوة معينة محررة من مشتري العقد الذي سيكون له الحق في تنفيذه من عدمه على وفق تحرك الأسعار في السوق، و بذلك فهو يتجنب إمكانية الخسارة الناتجة عند دخوله في

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 102.

<sup>2</sup> محمد صالح الخناوي، مرجع سبق ذكره، ص 44.

<sup>3</sup> راشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي، الاستثمار في الأوراق المالية، دار المسيرة، عمان 2004، ص-ص 93-94.

<sup>4</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 278.

عقد مستقبلي بصورة مباشرة إذا ما تحركت الأسعار في غير صالحة، أي إن كان سعر السوق أقل من سعر التنفيذ.<sup>1</sup>

**ثالثا: خيار العقد الآجل:** هو خيار شراء أو بيع عقد آجل سعر محدد وهو شبيه تماما بعقد الخيار المستقبلي، إلا من ناحية التنميط التي تتميز بها العقود المستقبلية، و يتم المتاجرة بهذا العقد في الأسواق الموازية.<sup>2</sup>

**رابعا: عقود القاعدة:** أو عقود الحد الأدنى لسعر الفائدة، يمكن النظر إليه أنه نقيض عقد السقف وعليه فهو عقد بين طرفين والذي من خلاله أحد الطرفين وهو بائع العقد على أن يدفع للطرف الآخر وهو مشتري العقد الفرق ما بين سعر التعاقد وهو السعر الثابت المحدد مسبقا والسعر المعوم على مقدار ثابت طوال مدة العقد في كل تاريخ تسوية في مقابل قيام الشاري لهذا العقد بدفع تعويض للطرف الآخر مقابل تحمله لمخاطر إنخفاض أسعار الفائدة.<sup>3</sup>

**خامسا: المبادلة الاختيارية:** هي عبارة عن خيار للمشتري للدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل فالمبادلة الاختيارية للفائدة البسيطة هي أساسا خيار لمبادلة سند ذي فائدة ثابتة بسند آخر ذي فائدة متغيرة. وهنا يتمكن مشتري هذا العقد من تنفيذه إذا كانت تحركات أسعار الفائدة في السوق تحقق له أرباحا أو تخفض له التكاليف أما إذا كانت هذه التحركات غير صالحة فإنه يستفيد من مزايا عدم التنفيذ مقابل دفع العلاوة المحددة لهذا العقد، و تكون الحالة معكوسة لبائع العقد.<sup>4</sup>

**سادسا: عقد الطوق:** هو مزيج من عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة وعقد الحد الأدنى لسعر الفائدة ويستخدم عقد الطوق لتجديد الآثار المترتبة على ارتفاع أسعار الفائدة والحد منها على حساب التخلي عن الآثار المترتبة على انخفاض أسعار الفائدة.<sup>5</sup>

**سابعا: مشتقات رأس المال المخاطر:** ويعد هذا النوع أحد الأنواع الجديدة للمشتقات التي يرتبط بشراء المنشآت حيث يتم من خلاله الدخول في شراء منشآت تعاني من التعثر أو خلل إداري أو عدم القدرة على التوافق مع متغيرات السوق، ووفقا لهذا النوع من المشتقات يستطيع مشتريها أن يدخل في مخاطرة مع الذي يتولى عمليات شراء المنشآت الأصلي الذي يقوم بمعالجتها، يكون الارتباط التعاقدية ما بين مشتري المشتقات ومشتري المنشأة المخاطر، يحقق نوعا من الحواجز على تحسين الأداء العملي والتسويقي للمنشأة ويجوها منشأة ناجحة.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره ، ص 100.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 101.

<sup>3</sup> صليحة مدور وآخرون ، الهندسة المالية بين الاقتصاد الوضعي و الاقتصاد الإسلامي ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر ، تخصص نقود و مؤسسات مالية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة 8ماي 1945، ص 33.

<sup>4</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 101.

<sup>5</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 287.

<sup>6</sup> صليحة مدور وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص-ص 33-34.

## 5.2. خلاصة الفصل

تعتبر الهندسة المالية إبتكار أدوات وآليات حديثة تلي إحتياجات الأسواق المالية المعاصرة حيث أن أهم سبب وجدت من أجله الهندسة المالية هو التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة التي تعرفها الأسواق المالية العالمية، وبذلك فهي تعمل على إيجاد الحلول والخروج من مشاكل التمويل وتحقيق مزايا للمستثمرين، تمكنهم من إدارة المخاطر التي يمكن أن تهدد أصولهم وذلك باستخدام عدة أدوات تتمثل أساسا في : الخيارات، العقود المستقبلية والآجلة، عقود المبادلة، التوريق، مستحدثات الأوراق المالية التقليدية ومشتقات المشتقات، ويتم استخدام كل أداة من هذه الأدوات حسب الهدف المراد تحقيقه، وبالرغم من أن هذه الأدوات جاءت من أجل إدارة المخاطر، إلا أن الاستخدام السيئ والغير المدروس لأي نوع من أدواتها يؤدي إلى حدوث مخاطر ضخمة، حيث أن الخسائر التي تنجر عنها هي خسائر مدمرة و قد تؤدي إلى الانهيار الكامل والإفلاس الكلي حتى للمؤسسات الكبرى.

### الفصل الثالث : الهندسة المالية كآلية لتأجيج شرارة أزمة 2008

○ المبحث الأول: الهندسة المالية كلاعب أساسي في أزمة الرهن العقاري.

○ المبحث الثاني: الإطار العام لسوق الدوحة للأوراق المالية.

○ المبحث الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على

سوق الدوحة للأوراق المالية.

### 1.3.1 مدخل

عندما نقوم بالتدقيق في عمق الأزمة المالية العالمية تبرز ضخامة سوق المشتقات المالية، حيث ارتفعت قيمتها إلى 480 تريليون دولار، بما يعني أن قيمتها تعادل 10 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمي، وتصل إلى 35 ضعف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي البالغ 14 تريليون دولار، إن هذه الإحصائيات المخيفة والمروعة تدل على حجم الدور الذي لعبته المشتقات المالية كأداة من أدوات الهندسة المالية في الأزمة المالية الراهنة، حيث لقبت من طرف الكثير من المختصين بأسلحة الدمار الشامل.

وقد توقع الخبراء والباحثون أن تشتد هذه الأزمة لتشمل تداعياتها أسواق المال والبورصات العالمية في صورة انخفاضات حادة متوالية للمؤشرات بها، كما لم تسلم أسواق المال العربية من الآثار الجسيمة التي خلفتها الأزمة فقد امتدت تأثيراتها إلى جميع أنحاء العالم وإلى جوانب الاقتصاد في صورة ركود بدأ يُجيم على حركة الأسواق، وانخفاضات في معدل النمو.

ومن خلال ما سبق سنقوم في هذا الفصل في البداية بإظهار دور أدوات الهندسة المالية وتحديد المشتقات المالية والتوريق في الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ثم سنقوم بدراسة آثار الأزمة على سوق الدوحة للأوراق المالية باعتباره من أهم الأسواق المالية العربية والخليجية على التحديد التي مستها أزمة الرهن العقاري.

### 2.3.2 الهندسة المالية كلاعب أساسي في أزمة الرهن العقاري

إن النظام الرأسمالي صور الهندسة المالية وما وفرته من ابتكارات بطوق النجاة الذي تشبث به المؤسسات بهدف التحوط ضد المخاطر، بينما هي في الحقيقة شيء آخر، وسنحاول هنا كشف الدور السلبي الذي لعبته الهندسة المالية التقليدية وأدواتها المسمومة في تأجيج شرارة الأزمة المالية العالمية.



### 1.2.3. دور المشتقات في أزمات القرن العشرين

لقد كانت المشتقات بشكل أو بآخر متاحة خلال العديد من السنين الماضية ، كما أن المهندسين الماليين دأبوا على تطوير المنتجات المشتقة الجديدة والمعقدة، و التي تبدو صعبة إن لم تكن مستحيلة الفهم، فقد قال عنها lipen J. في مقال له في صحيفة وول ستريت لعام 1993 ( لم أعرف موضوعا يجمله الناس قدر المشتقات).<sup>1</sup> غير أنه لسوء الحظ، فلن فقدان التفهم العام لهذه الأدوات لم يحول دون تورط المستعملين في معاملات المضاربة بالمشتقات، وبالتالي التعرض لمستويات من المخاطر لا يمكن تحملها.<sup>2</sup>

فالمشتقات المالية تسببت في العديد من الأزمات، ولعل أبرزها الدروس المستقاة من أزمة يوم الاثنين الأسود 1929، حيث وجهت الاتهامات لأسواق المشتقات، بأنها سبب رئيسي للأزمة، إضافة إلى مأساة بنك بارنجز (Barings Brothers and company bank) الذي عصفت به رياح المشتقات ، هذا فضلا عن تحطم المجموعة الألمانية «Mellallgesellschaft» عام 1994 بسبب التداول بعقود المشتقات، وتوسع القائمة لتشمل منشآت أخرى مثل: Cargil, Mead, Greetings chemical ونجد حتى الصانع الأمريكي Dell الذي على اثر خسارة تقدر بـ 23 مليون دولار أعلن عام 1994 بالانسحاب من سوق المشتقات.<sup>3</sup>

وبالرجوع إلى بنك بارنجز، حيث صادف تاريخ 1995/02/26 أن وضعت مجموعة المصارف التجارية المسماة بارنجز تحت حراسة بنك إنجلترا، وهو المصرف المركزي ، بعد أن أخفقت محاولة ترتيب من يشترى هذا المصرف ، لقد تعرض البنك إلى خسائر فادحة، كان سببها دخول أحد المسؤولين فيه المتخصصين بالتداول بالمشتقات في معاملات غير مرخصة من خلال شركة في سنغافورة تسمى «مستقبلات برنجز» تابعة لشركة للأوراق المالية يمتلكها برنجز باسم «Barings securities» التي تعتبر الذراع المنفذ لصنع السوق في المجموعة.<sup>4</sup> فلقد قام البنك في عام 1992 بتعيين شاب عمره 28 سنة يدعى نيكولاس ليسون سبقته سمعته وكفاءته، حيث ترك له مسؤولية تصميم وإدارة عمليات عقود المشتقات في سنغافورة ، والغريب أنه قد بدأ نشاطه في عام 1994 بعمليات من المفترض أنها محدودة المخاطر، إنها المراجعة بين عقود مستقبلية على مؤشر نيكي 225، ومؤشر بورصة اوساكا الذي يتداول في بورصة سنغافورة، على أساس أنهما مؤشرين يكادا يكونا بديلين لبعضهما البعض، فكان يبيع عقود مستقبلية على مؤشر نيكي 225 مثلا عندما يرتفع سعره، ليشتري عقودا مستقبلية على

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص 24.

<sup>2</sup> مركز البحوث المالية و المصرفية ، موقف لجنة بازل من المشتقات ، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، المجلد الرابع، العدد الأول، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، عمان، 1996، ص 8 .

<sup>3</sup> محمود سحنون وسميرة محسن ، مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات ، ورقة بحثية مقدمة إلى المنتدى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والأزمة الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس - سطيف-، 20-21 أكتوبر 2009.

<sup>4</sup> إدارة البحوث و الدراسات، تجارب الانهيار في عالم المال والمصارف، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، المجلد الثالث، العدد الثاني، السنة الثالثة،

مؤشر بورصة اوساكا الذي لم يرتفع سعره بنفس القدر، عمليات يصعب التكهن بتعرضها للمخاطر، ولكن ما حدث يتمثل في وقوع زلزال كوب في 16 يناير، في وقت كان ليسون قد اشترى قدر هائل من العقود المستقبلية على مؤشر نيكي، الذي انخفض بسبب الزلزال بنسبة 10% أي من 20000 نقطة في أول يناير إلى 18000 نقطة بعد الزلزال، و أملا في أن تعاود أسعار تلك العقود الصعود، سارع بشراء المزيد منها عند السعر المنخفض، وذلك بهدف تخفيض متوسط قيمة العقود، أملا في تخفيض خسائره على نحو أسرع، إلا أن مؤشر نيكي قد باشر مزيدا من الانخفاض حتى وصل إلى 17000 نقطة و مع كل انخفاض في قيمة المؤشر تزداد الخسائر.

وقد تمكن ليسون من إخفاء خسائره على رؤسائه في حساب آخذ رقم 88888 حيث بلغت الخسائر 59 بليون ين، أي ما يعادل حينئذ 610 مليون دولار، غير أنه إذا كان قد استطاع أن يخفي الخسائر على رؤسائه، فانه لا يمكنه إخفائها عن السوق، بسبب القروض التي حصل عليها من البنوك، حيث أن التعامل في عقود المشتقات يتطلب إيداع هامش مبدئي لدى السمسار ، قد يكون في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية حكومية، وإذا ما هبط الهامش الفعلي من تأثير الخسائر إلى مستوى يقل عن هامش الوقاية أو الصيانة، حينئذ يتطلب الأمر من الطرف الذي تعرض للخسائر إيداع مبالغ نقدية، وليس شيء آخر حتى يرتفع الهامش الفعلي ليس إلى مستوى هامش الوقاية بل إلى مستوى الهامش المبدئي، وقد استطاع ليسون الوفاء بتلك الإيداعات الإضافية من قروض مصرفية.

وبدأ المسئولون عن البنك في لندن يدركون حقيقة وجود أزمة وذلك إثر مطالبة البنوك اليابانية وعددها 15 بنك باسترداد قيمة القروض، والتي بلغت 715 مليون دولار، غالبيتها كانت بهدف تغطية متطلبات الهامش ، وهكذا ومن جراء عمليات تكاد تكون آمنة على عقود المشتقات تعرض البنك لهزة عنيفة، وكان من الأفضل لدى بنك إنجلترا إنقاذ المصرف من خلال شرائه من قبل مصرف آخر، أو مجموعة مصرفية.

### 2.2.3. دور المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية 2008

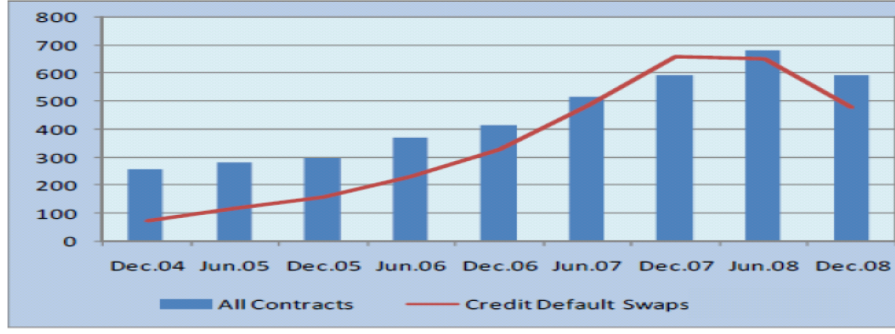
يرى "بيتر داركر" أن المنتجات التي ظهرت خلال الثلاثين عاما الماضية كانت في الغالب مشتقات مالية زعموا أنها عملية، في حين أنها لم تكن أكثر عملية من أدوات القمار التي يجري التعامل علي ها في "مونت كارلو ولاس فيجاس"، حيث أنها كما رأينا سابقا لا تتضمن المتاجرة بأصول حقيقية، وإنما هي عقود متعلقة بتحقيق شروط أو أحداث في المستقبل ، وأحد أوضح صور تجارة المشتقات تتعلق بالمضاربة على اتجاه ارتفاع أو انخفاض البورصة، ونوع آخر يتعلق بوعود البيع أو الشراء لسلمة أو أصل مالي في المستقبل عند سعر معين ، ولا يشترط في البائع أو المشتري تملك السلعة أو الورقة المالية، ويكتفي فقط بتقديمه وعدا بالبيع أو بالشراء ، وتمثل عقود المشتقات ما يزيد عن 600 تريليون دولار حول العالم مما ساهم في نشوء مثل هذه الأزمة المالية.<sup>1</sup>

1 ، نقلا عن الرابط :

<sup>1</sup> معايير المحاسبة عن المشتقات المالية وأنشطة التحوط

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

### الشكل رقم(1.3):تطور حجم المشتقات المالية خلال الفترة 2004-2008



المصدر : مريم سرارمة، دور المشتقات المالية و تقنية التوريق في أزمة 2008 -دراسة تحليلية-، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة، 2011-2012، ص147.

يتضح مما سبق النمو الرهيب الذي عرفته هذه الأسواق والذي جعلها تحتل مركز الصدارة بين الأسواق المالية، بحيث يفوق حجم التداول فيها بعدة مرات حجم التداول في أسواق الأصول الحقيقية (أو التحتية) والسبب يكمن أساسا فيما يلي:

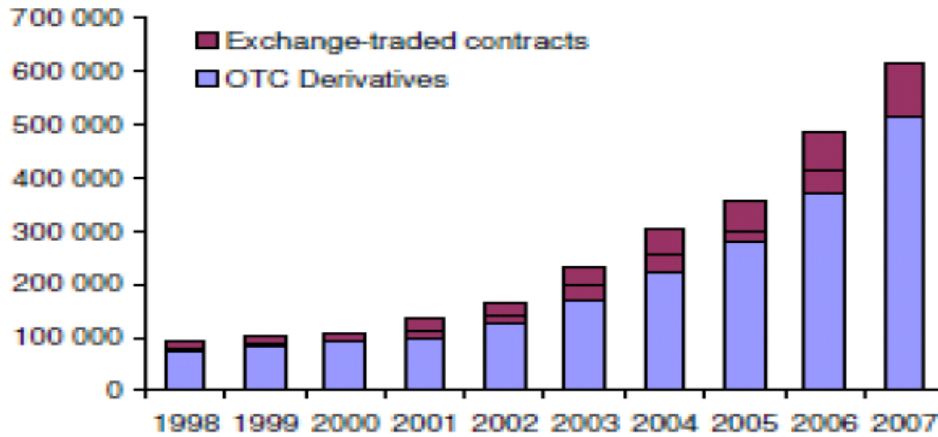
✓ تنامي حجم ونوعية الأخطار المغطاة.

✓ استفحال ظاهرة المضاربة.

✓ تنطوي هذه المنتجات المالية على قيمة مضافة عالية بالمقارنة مع الأصول المالية التقليدية.

إن كثرة الصفقات في الأسواق غير المنظمة أو أسواق عقود المفاوضة بالتراضي حيث تشير إحصاءات بنك التسويات الدولية أن حجمها في نهاية الثلاثي الأول من سنة 2007 كان 516.000 مليار دولار، أي بزيادة قدرها 135% عما كان عليه في سنة 2004 أي بمعدل نمو سنوي 33% سنويا منذ سنة 1995، أما حجم الصفقات في الأسواق المنظمة فقد سجل 165000 سنة 2001، والشكل التالي يبين ذلك :

### الشكل رقم (2.3):تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق المنظمة و غير المنظمة خلال الفترة 1998-2007 (مليار دولار)



المصدر: مريم سرارمة، دور المشتقات المالية و تقنية التوريق في أزمة 2008 -دراسة تحليلية-، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة، 2011-2012، ص 149.

من خلال الشكل البياني نلاحظ أن هناك تطور مستمر وكبير في سوق المشتقات المالية بصورة عامة، وسوق عقود المفاوضة بالتراضي بصورة خاصة، مما يعني تزايد المخاطر، وذلك لإمكانية حدوث تراكم عشوائي للأخطار لدى طرف واحد، لأن الصفقات في هذه الأسواق متروكة للتفاوض بين المتدخلين، وهذا يطرح عدة مشاكل من بينها عدم الشفافية التي تحيط بالصفقات والتي تشجع البعض، خاصة المؤسسات المالية الكبرى، على المبالغة في تحمل المخاطر وتعريض النظام المالي للانحيار دون أن تتمكن السلطات الرقابية من التدخل لمنع ذلك، كون الصفقات ثنائية غير معرنة مسجلة خارج الميزانية.

مما تقدم نستنتج أن كثرة صفقات المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة جعل من ها أحد أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، لأنها بذلك بدلا من أن تكون أداة تحافظ على استقرار الأسواق المالية من خلال توزيعها للمخاطر على كافة المتعاملين، كلاسب قدرتها على تحملها، أصبحت أداة تساعد على تركيز المخاطر التي تسببت في إحداث الخطر النظامي الذي أدى إلى انحيار الأسواق المالية بشكل خاص والنظام المالي بشكل عام فوقعت الأزمة المالية العالمية 2008 بفعل انتقال العدوى المالية.

كما أن قيمة هذه الأدوات مشتقة من أسعار الأصول لكنها لا تتضمن ملكيتها، فهي في حقيقة الأمر رهان بين طرفين على أسعار أصول أو سلع معيرة، ولأن المشتقات في حقيقتها التزامات مالية بدفع مقدار الفرق، فهي لا تختلف من حيث الجوهر عن الديون، فكلاهما التزامات مالية يجب الوفاء بها عند نهاية العقد نقدا، وحيث أن الرهان لا يتطلب أي ملكية للسلع أو الخدمات، فلا يوجد حدود لحجم نمو المشتقات، حيث ننتهي إلى التزامات مالية منفصلة ومستقلة عن النشاط الحقيقي، ولهذا ينمو بمعدلات أسرع بكثير من معدلات نمو الثروة، وهو ما يؤدي إلى الهرم المقلوب الذي يهدد الاستقرار المالي والاقتصادي<sup>1</sup>، حيث يبين الجدول التالي نمو حجم المديونية والمشتقات في الاقتصاد الأمريكي خلال السنوات 1998-2008-2010، مقارنة بكتلة النقد الذي يجب وفاء هذه العقود من خلاله.

الجدول رقم (1.3): حجم المديونية والمشتقات في الولايات المتحدة (تريليون دولار)

السنة	المشتقات	إجمالي المديونية	النقد	الناتج المحلي
1998	33	23,3	1,1	9,2
2008	165,6	50	1,4	14,3
2010	231	52.5	1,8	14,9

المصدر: بالإعتماد على:

[www.bea.gov](http://www.bea.gov) , [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov) , [wwwocc.gov](http://wwwocc.gov)

<sup>1</sup> مصطفى الحجازي، المشتقات المالية و تداعيات الأزمة المالية العالمية ، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، كلية الحقوق، جامعة المنصورة ، مصر ، 1-2 أبريل 2009، ص 31.

- ✓ تشمل المشتقات السوق المنظمة والسوق المفتوحة
- ✓ يشمل إجمالي المديونية مديونية القطاعات المالية وغير المالية، الحكومية والخاصة.
- ✓ الناتج المحلي بالقيمة الاسمية.

بناءً على بيانات الجدول أعلاه، يتضح لنا كيف تنمو المشتقات بمعدلات أعلى بكثير من معدلات نمو النقد والناتج المحلي، حيث بلغ معدل النمو لإجمالي العشر سنوات (1998-2008) 400% للمشتقات، بينما بلغ معدل نمو المديونية للفترة نفسها 112%، في حين بلغ نمو الناتج المحلي 56% والنقدي 52%، ومع نمو الالتزامات بمعدلات أعلى بكثير من نمو النقد والناتج المحلي، فمن الواضح أنه سيصبح من المتعذر الوفاء بهذه الالتزامات، وأنه لا بد من تصحيح الوضع عاجلاً أو آجلاً وهذا هو مصدر الخلل والاضطراب في الاقتصاد الرأسمالي، وهذا الانقسام بين المشتقات وبين الاقتصاد الحقيقي لا بد أن يدفع ثمنه في النهاية الاقتصاد الحقيقي. كما أن تعقد المنتجات المشتقة والاستعمال المفرط لنماذج الرياضيات والإحصائية المعقدة، مما يولد الانطباع لمستعمليها بأنهم يتحلون في الأخطار، في حين أن كل الدراسات توصلت إلى استحالة التحكم باستمرار في كافة العوامل التي تؤثر على النموذج المستعمل في تقييم المخاطر المرتبطة بها، كما صرح (وارن بافيت) أحد أغنياء العالم ومن أنجح المستثمرين ورجال الأعمال في خطابه السنوي أمام الجمعية العمومية لشركته بيركشاير هاثواي (Berkshire Hathaway) في فبراير 2003، بأن المشتقات المالية هي قنابل موقوتة للمتعاملين بها وللنظام الاقتصادي ككل.<sup>1</sup>

### 3.2.3. دور التوريق في الأزمة المالية العالمية

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

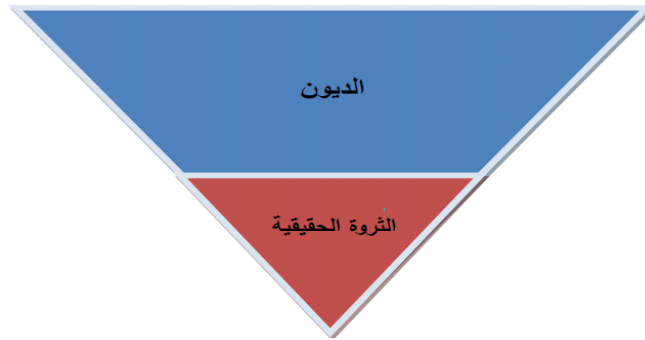
يعتبر التوريق أحد الآليات المرتبطة بأسواق الأوراق المالية الثانوية، وأداة مهمة من المشتقات المالية، وهو وسيلة تمكن المؤسسات المالية المتخصصة في التمويل من توليد مصادر تمويل جديدة من خلال تسهيل أصولها المالية بما فيها القروض بجميع أنواعها وتحويل مخاطرها أو التقليل منها، كما تمكنها من تحقيق أرباح أكبر، 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 واختيار الأسواق المالية معها والوقوع في الأزمة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> سامي بن إبراهيم السويلم ، أسلحة الدمار المالي الشامل ، مقالات عن الأزمة الاقتصادية العالمية ، صفحة 3 ، 11-10-2008 من الموقع العالمي للاقتصاد الإسلامي : <http://isegs.com/forum/showthread.php?p=8787>

<sup>2</sup> سامي بن إبراهيم السويلم ، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي ، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية ، المشروع رقم 13، 2012، ص 63.

وما حدث في الأزمة المالية العالمية 2008 كان خير دليل عمى ذلك، حيث أن مغالاة المؤسسات المالية في منح القروض، خاصة العقارية، وتوحيقها 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 تملكه 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 المملوكة لها، وهذا يرجع 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 من يعرف بالهرم المقلوب (pyramide inversée)<sup>1</sup>.

### الشكل (3.3) : الهرم المقلوب



المصدر: مريم سرارمة، دور المشتقات المالية و تقنية التوريق في أزمة 2008 -دراسة تحليلية-، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة، 2011-2012، ص150.

إن الأساس في تشكيل الثروة الحقيقية هو الاقتصاد الحقيقي أو العيني، ولتسهيل التعامل بمكونات هذا الأخير ظهر الاقتصاد المالي الذي يتعامل بالأصول المالية التي كانت في البداية عبارة عن سندات ملكية للأصول الحقيقية ثم تطورت و ظهر ما يعرف بسندات المديونية، وهي أصول مالية يتم تداولها في أسواق خاصة بمعزل عن الأصول الحقيقية المملوكة لها، وه و ما يعبر عنه بقمة الهرم التي تمثل درجة الانفصال بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي.

وما يجب الإشارة إليه، هو أن كون الهرم في وضع مقلوب فهذا دليل عن 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 واللاواعي لتقنية التوريق التي ساهمت بشكل

<sup>1</sup> . Baily, R. Litan, and M. Johnson (2008) "The Origins of the Financial Crisis, Brookings Institute, p. 28

كبير في تغيير سلم الخطر من خلال مساهمها في زيادة الفجوة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، وذلك من خلال إصدارها لأصول مالية كثيرة ومتنوعة ومعقدة<sup>1</sup>.

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 مساهمها في انتفاخ الفقاعة العقارية<sup>2</sup>.

وكما أشير إليه سابقاً، فإن قطاع العقارات في أمريكا أصبح أكبر مصدر للإقراض والاقتراض، ولذلك فقد توسعت البنوك في منح القروض العقارية لمختلف فئات المجتمع الأمريكي بما فيها فئة ذوي المداخيل المحدودة، وذلك مقابل رهن العقار، كما استخدمت تقنية التوريق لتوليد مصادر تمويل جديدة من خلال تسهيل قروضها، فعندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من رهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدامها كضمان لإصدار أوراق مالية يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى أو من السوق المالي فالبنك لم يكتفي بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات، بل أصدر موجة ثانية من الأصول، MBS وهي المالية (الديون) بضمان هذه رهون العقارية<sup>3</sup>.

وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكو الحق في الاقتراض من البنك، وه ذا الأخير يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، والمقترض الأول يعيد رهن العقار للحصول على قرض ثاني بضمان إعادة رهن العقار لدى مؤسسة مالية أخرى والتي تقوم بدورها بتكوين محفظة مالية بهذه القروض لتقترض بضمانها من السوق و تصدر أوراق مالية جديد بضمانها وهي RMBS وهكذا تستمر العملية موجة بعد موجة، بحيث يولد العقار طبقات، وهي متتابعة من الديون بأسماء المؤسسات المالية الواحدة بعد الأخرى<sup>4</sup>، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

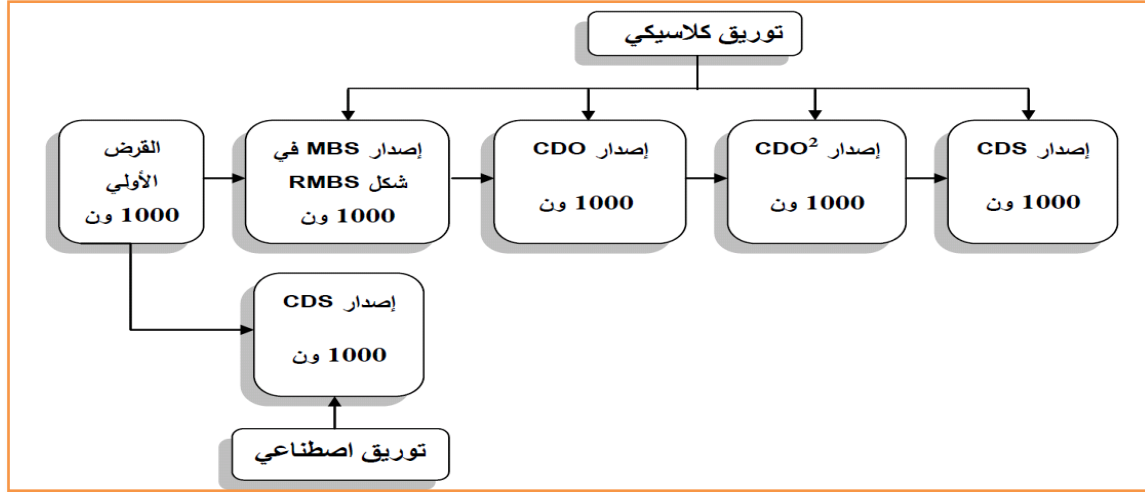
الشكل (4.3): مساهمة التوريق في خلق سلسلة من الديون على أصل حقيقي واحد

<sup>1</sup> يوسفات علي، التوريق و الأزمة المالية العالمية، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية العالمية و البدائل المالية و المصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، 5-6 ماي 2009، ص 11.

<sup>2</sup> Morris (2008) The Trillion Dollar Meltdown, p 41; F. Partnoy (2003) Infectious Greed, Henry Holt & Co., p. 386.

<sup>3</sup> Bloomberg, Banks Sell 'Toxic Waste' CDOs, www.bloomberg.com, 01.07.2007

<sup>4</sup> ابراهيم صبري، التوريق و أثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العلمي الثالث عشر لكلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، 1-2 أبريل 2009، ص 9.



المصدر: مريم سرارمة، دور المشتقات المالية و تقنية التوريق في أزمة 2008 -دراسة تحليلية-، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة، 2011-2012، ص 152.

من خلال هذا الشكل يتضح لنا بأن التوريق يلعب دورا كبيرا في تضخيم حجم الاقتصاد المالي مقارنة بالاقتصاد الحقيقي، ففي حين أن هذا الأخير يفترض أنه يساوي 1000 وحدة نقدية إلا أن قيمة الأصول المالية المنشأة على أساسه تساوي 5000 وحدة نقدية، وهي عبارة عن ديون قيمتها قابلة للزيادة نتيجة لإمكانية اشتقاق وإصدار أوراق مالية أخرى أكثر تعقيدا وأكثر خطورة.

### 3.3. الإطار العام لسوق الدوحة للأوراق المالية

تشهد دولة قطر نمو اقتصادي غير مسبوق بحيث تواصل قطر جهودها في تنويع مصادر الدخل، وتطوير البنية التحتية للاقتصاد، بالإضافة إلى الاستفادة الكاملة من مواردها الهيدروكربونية التي تعتمد على النفط والغاز والبتر وكيمائيات، وتنمية مشاريع الغاز العملاقة التي تمتاز بها دولة قطر، وقد حقق الاقتصاد القطري في السنوات الأخيرة نموا حقيقيا وأصبح من الاقتصاديات الأكبر نموا في المنطقة، كما أصبحت قطر أغنى دولة في العالم وذلك من حيث نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

#### 1.3.3. نشأة وأهداف سوق الدوحة للأوراق المالية

في منتصف عام 2009، قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، من أجل تشكيل شراكة بتوقيع اتفاقية مع بورصة نايسي يورونكست بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقا لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة نايسي يورونكست في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط، كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة.

#### 1.1.3.3. نشأة سوق الدوحة للأوراق المالية: تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية عام 1995 وبدأت

عملها رسمياً في عام 1997، ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحده من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج، وفي يونيو 2009 قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق



المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط ، كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة، وتمتع السوق بالشخصية المعنوية المستقلة، وتكون لها أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي ، ويكون مقرها الرئيسي مدينة الدوحة، وتخضع لإشراف الوزير<sup>1</sup>.

### 2.1.3.3. أهداف سوق الدوحة للأوراق المالية: تتضمن أهداف السوق بوجه خاص ما يلي<sup>2</sup>:

1. إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية لخدمة الاقتصاد الوطني .
2. إجراء الدراسات، وجمع المعلومات والإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل فيها، ونشر التقارير الخاصة بها.
3. دعم الصلات والروابط مع الأسواق المالية الخارجية، والاستفادة من أساليب التعامل في هذه الأسواق بما يساعد على سرعة تطوير السوق.
4. ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية، والانضباط بين الوسطاء والعمالين في مجال التعامل بالأوراق المالية، وتشجيع تأهيل الوسطاء وغيرهم من المحترفين العاملين بالسوق، بهدف رفع كفاءتهم العلمية والعملية.
5. تنمية المدخرات الوطنية وتطوير العادات الادخارية واتجاهها بين مختلف فئات المواطنين عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية والتوعية له، وتعظيم فرصة كفاءة وكفاية استخدام الموارد المالية المتاحة من هذه المدخرات على النحو الذي يخدم التنمية الاقتصادية.
6. العمل على تطوير السوق المالي على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة.
7. تطوير وترشيد أساليب وإجراءات التعامل بالأوراق المالية بالسوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويسرهما وتوفير الحماية للمتعاملين.
8. تطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية وتحديد المتطلبات الواجب توافرها في نشرة الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب.
9. قيد الأوراق المالية الجديدة بالسوق، والتسيير والسرعة في تسييل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية، مع ضمان تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد أسعار هذه الأوراق وحماية صغار المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم.
10. جمع وتبويب المعلومات والإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل بها والمقيدة بالسوق، ونشر التقارير حولها، شريطة أن تتناول المعلومات الإجمالية لا الفردية والشخصية.

<sup>1</sup> العنقير السنوي لبورصة قطر لسنة 2008، ص7.

<sup>2</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995 ، والمتعلق باللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية الفصل الثالث، المادة7

11. الاتصال بالأسواق المالية في الخارج بهدف الاطلاع وتبادل المعلومات في هذه الأسواق ويساعد على سرعة تطوير السوق المالي القطري، وكذلك الانضمام لعضوية المنظمات والاتحادات العربية والدولية ذات العلاقة.

### 2.3.3. الإطار التنظيمي لسوق الدوحة للأوراق المالية

سنحاول من خلال هذا العنصر تحديد اللجنة التي تدير السوق ومعرفة أعضائها، وشروط قيد وقبول وإجراءات تداول الأوراق المالية في السوق.

1.2.3.3. أعضاء السوق: طبقا لما جاء في القانون رقم 14 لسنة 1995، والمتعلق باللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية في الفصل الرابع من الباب الأول، المادة 8، فإن عضوية سوق الدوحة للأوراق المالية تشمل كل من<sup>1</sup>:

1. مصرف قطر المركزي.
  2. البنوك المرخص لها بالعمل في الدولة، ومؤسسات الإقراض المتخصصة.
  3. شركات المساهمة القطرية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام.
  4. وسطاء الأوراق المالية لدى السوق.
  5. أي شخص طبيعي أو معنوي تقرر اللجنة قبول عضويته.
- ويلتزم أعضاء السوق بأداء كافة الرسوم المستحقة طبقا لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق.
- 2.2.3.3. إدارة السوق: تتولى إدارة السوق لجنة تسمى لجنة السوق تشكل على النحو التالي<sup>2</sup>:

1. ممثلان عن الوزارة يكون أحدهما رئيسا.
2. مدير السوق عضوا.
3. ممثل عن مصرف قطر المركزي عضوا.
4. ممثل عن غرفة تجارة وصناعة قطر عضوا.
5. اثنان يمثلان شركات المساهمة القطرية التي يجري التعامل في أوراقها المالية بالسوق عضوين
6. اثنان من ذوي الخبرة والكفاءة.

وتختار اللجنة من بين أعضائها نائبا للرئيس، وتكون مدة عضوية اللجنة ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدة أو لمدد أخرى ماثلة ويصدر بتسمية الأعضاء قرار من مجلس الوزراء بناء على اقتراح الوزير بالتنسيق مع الجهات المعنية، ويكمل من يخلف أحد الأعضاء مدة سلفه<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عن بورصة قطر، من الموقع:

<http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal/Pages/Listed%20Companies/Listed%20Companies?CompanyCode>

<sup>2</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995، اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية، المادة 9

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق

**3.2.3.3. قيد وقبول الأوراق المالية:** كل شركة مساهمة قطرية يبلغ رأسمالها المكتتب به أربعون مليون ريال قطري على الأقل أو ما يعادله ملزمة بأن تطلب بكتاب قيد أسهمها للتداول في السوق خلال شهر من تاريخ اجتماع الجمعية التأسيسية الذي أقرت فيه تأسيس الشركة نهائياً ، وطبقاً للمادتين 38 و 39 من القانون رقم 14 لسنة 1995 يتم قيد الأوراق المالية لشركة المساهمة وفقاً للشروط التالية :<sup>1</sup>

✓ أن لا يقل عدد المساهمين عن 30 مساهماً، فإذا انخفض العدد دون ذلك، وظل فوق 15 مساهماً، يتم توجيه إنذار للشركة لتقوم بتوفيق أوضاعها بزيادة ذلك العدد لثلاثين، بحيث يتم وقف تداول أسهمها ما لم يستجيب لذلك الشرط.

✓ ألا يملك أحد المساهمين ما يزيد عن الحد الأقصى المسموح به من رأس المال الشركة وفقاً لعقد التأسيس والنظام الأساسي، فيما عدا الشركات التي تساهم الحكومة فيها أو المؤسسات العامة.

✓ تسديد 50% من قيمة الأسهم الاسمية على الأقل، باستثناء الشركة حديثة التأسيس، على الشركة أن تقدم التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة كما هي في نهاية سنتها المالية التي تسبق طلب القيد وكذلك الحسابات الختامية الأخرى وتقرير مدقق الحسابات والبيانات الإيضاحية المتعلقة بتلك السنة، على أن تلتزم الشركة بنشر هذه البيانات في صفحتين محليتين يوميتين إحداهما باللغة الإنجليزية إذا سمح بتداولها لغير القطريين، وتقديم البيانات المالية لآخر تقرير دوري تطلبه السوق.

✓ أن لا ينطبق على الشركة أي من حالات شطب القيد للشركات المقيدة أوراقها المالية في السوق، وعلى الشركة تقديم طلب القيد مرفقاً به جميع البيانات والمعلومات المطلوبة إلى السوق للدراسة والعرض على اللجنة لاتخاذ اللازم بشأنه.

وكل شركة يجب عليها قبل قيد أوراقها المالية في السوق أن تقوم بتقديم المعلومات والبيانات التي تطلبها السوق وتلتزم الشركات على وجه الخصوص بتقديم نسخة من عقد التأسيس والنظام الأساسي وقائمة بأسماء أعضاء مجلس الإدارة مع نماذج توقيع الأشخاص المفوضين بالتوقيع عن الشركة، إضافة إلى الميزانية السنوية والحسابات الختامية للشركات القائمة لآخر سنة مالية، ونسخة من السجل التجاري للشركة ساري المفعول، وبيانات المساهمين في الشركة بالشكل الذي تحدده السوق، كما تتعهد الشركة بأن تتقيد بجميع الأحكام والواجبات المنصوص عليها في اللوائح الداخلية للسوق والتعليمات الصادرة بموجبها، كما تتعهد الشركة بتقديم أية معلومات تتوفر لديها وذات أثر على أسعار أسهمها بشكل فوري ومستمر<sup>2</sup>.

**4.2.3.3. أعمال الوسطاء:** الوسيط هو الشخص المكلف بالقيام بأعمال نيابة عن الشركة مرخص لها بالوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في السوق، وتحدد اللجنة إجراءات ورسوم منح التراخيص للجهات

<sup>1</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995 والمتعلق باللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية الفصل الأول، المادة 37

<sup>2</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995 والمتعلق باللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية الفصل الأول، المادة 37 .

التي ترغب بممارسة نشاط الوساطة في السوق وبحسب المادة 56 من القانون رقم 14 لسنة 1995 المتعلق بتنظيم سوق الدوحة للأوراق المالية يشترط منح التراخيص ما يلي<sup>1</sup>:

- ✓ أن يكون طالب الترخيص مؤسسة أو شركة قطرية أو بنكا مرخصا له بالعمل في الدولة أو أي مؤسسة أو شخص طبيعي تقرر اللجنة الموافقة على قيامه بأعمال الوساطة.
- ✓ ألا يقل رأس المال المدفوع عن خمسة ملايين ريال قطري.
- ✓ أن تتوفر في القائمين على الإدارة الخبرة والكفاءة اللازمتان لإدارة أعمال الوساطة.
- ✓ أن يكون المدير المسئول عن أعمال الوساطة حاصلا على مؤهل علمي أو ما يعادله، وأن يكون قد عمل في المؤسسات المالية أو المصرفية مدة لا تقل عن ثلاث سنوات.
- ✓ أن يلتزم الوسيط، عند طلب السوق، بتقديم موجز للقوائم والبيانات المالية المعتمدة من مراقبي الحسابات عن السنوات الثلاث السابقة أو عن المدة من تاريخ التأسيس.

يتصرف الوسيط نيابة عن المتعاملين في الأوراق المالية وفقا للأوامر والتفاوض التي يتلقونها منهم ، وعليهم التحقق من صحة تلك الأوامر وملكية المتعاملين للأوراق المالية والأموال اللازمة لتنفيذ الأوامر ، ويقوم الوسيط بتسجيل أوامر العملاء فور ورودها إليهم ويتضمن التسجيل مضمون الأمر واسم مصدره، وصفته ووقت وكيفية وروده إليه، والسعر والشروط التي يرغب العميل أن يتم البيع أو الشراء بها ومدة صلاحية الأمر، ويراعى الوسيط في تنفيذ أوامر عملائه م، ضرورة منح الأفضلية متقيدين بالسعر بما يتطابق ومصلحة العميل حسب التسلسل الزمني لورود الأوامر، ويتقاضى الوسيط عمولة تحددها لجنة السوق عبارة عن نسبة من حجم الصفقة المبرمة نتيجة قيامه بالتوسط بين أطرافها، ويتم تحصيل هذه النسبة من كل طرف من أطراف الصفقة كل على حدة، ويجوز للوسيط الاتفاق كتابة مع عملائه على أن يقدم لهم بعض الخدمات الأخرى التي يجيزها السوق مسبقا، لقاء عمولة مضافة تخضع لاتفاق الطرفين، حيث أن الخدمات الأخرى تمثل كل خدمة يعرضها الوسيط، أو يطلبها العميل، يكون لها دور مهم في توفير الوقت والجهد للعميل وحصوله على خدمات أكثر تميزاً<sup>2</sup>.

**5.2.3.3. التعامل في الأوراق المالية:** بناء على ما جاء في القانون رقم 14 لسنة 1995 في نص المواد 17-124، فإنه يجب أن يتم تداول الأوراق المالية المقيدة في السوق وفقا للشروط والقواعد التي تقرها اللجنة، ويقع باطلا كل تعامل يجري خارج نظام السوق، وينحصر حق التعامل في الوسيط المرخصين من قبل السوق، ويسمح للمستثمرين بالتواجد في السوق لغرض الاطلاع على أسعار الأوراق المالية المتداولة، وتستثنى الأوراق المالية من

<sup>1</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995 المادة 65 .

<sup>2</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995 المادة 65 .

التداول في حالات التحويل الإرثي والتحويل بين الأقارب، وعمليات مصرف قطر المركزي لحماية الأوراق المالية الحكومية أو المكفولة من الدولة، وأية عمليات أخرى ترى اللجنة استثناءها وفقا لما تراه مناسباً<sup>1</sup>. ولتداول الأوراق المالية في السوق يعتمد النظام الذي تقره السوق لأغراض عرض أوامر الشراء والبيع وتنفيذها، وتجري عمليات البيع بالمزاد العلني سواء بالاستناد إلى قرارات المحاكم أو بموجب قرارات مجالس إدارات الشركات من خلال نظام السوق وفقا للتعليمات المتعلقة بالبيع بالمزاد العلني، وتعتمد وحدة مزايده السعر في تداول الأوراق المالية على سعر السهم كما هي محددة بقرارات اللجنة التي تصدرها من وقت لآخر وفقا لأحوال السوق<sup>2</sup>. ولا يجوز أن يرتفع أو ينخفض سعر أي سهم بأكثر من 10% من قيمته خلال اليوم الواحد عن سعر الإغلاق السابق، ويحق للجنة تعديل أو تعليق هذه النسبة بما يتناسب ومصلحة السوق، وللمدير الحق بتعديل هذه النسبة بما يتناسب ومصلحة السوق، وللمدير الحق بتعديل هذه النسبة مؤقتا في الحالات الضرورية، كما لا يجوز أن يرتفع أو ينخفض مؤشر السوق بنسبة تتجاوز 10% يوميا، على أن يتم وقف تنفيذ الصفقة التي ستؤدي لتجاوزه هذه النسبة ووقف التداول كليا لمدة 30 دقيقة إذا حدث ذلك في النصف الأول من الوقت المخصص للتداول أو وقف التداول كليا وإغلاق الجلسة لذلك اليوم إذا حدث ذلك في النصف الثاني من الوقت المخصص للتداول<sup>3</sup>.

### 3.3.3. الوافع العملي لسوق الدوحة للأوراق المالية

بعد قمنا بعرض الإطار التنظيمي لسوق الدوحة للأوراق المالية، نحاول في هذا العنصر التطرق للواقع العملي لسوق الدوحة حيث نتناول النشاط في الواقع بعيدا عن النصوص التنظيمية، وذلك من حيث الأدوات المالية المتداولة، وأيام وساعات التداول، إضافة إلى عمليات التسوية والمقاصة.

**1.3.3.3. الأوراق المالية المتداولة:** تعتبر الأوراق المالية المرخص بإدراجها والمقبولة للتداول أي أداة مالية قابلة للتحويل ومقبولة في البورصة مثل الأسهم، وشهادات الإيداع المتعلقة بالأسهم، وسندات الدين والأوراق المالية المشابهة لها والأوراق المالية الأخرى التي تخول مالكة الحصول على أي من الأوراق المالية المذكورة، أو مبلغا من النقد يتم تحديده بالسعر المستقبلي لأي من الأوراق المالية، أو أي أوراق مالية أخرى خاضعة للقانون الواجب التطبيق والتي تعتبرها البورصة مؤهلة للتداول في البورصة<sup>4</sup>.

**2.3.3.3. التسوية والمقاصة:** تتولى جهة الإيداع أعمال المقاصة والتسوية الخاصة بالأوراق المالية، بما فيها العمليات المستثناة من نظام التداول، وإجراءات الشركات وعمليات الإقراض والاقتراض ووضع القيود على ملكية الأسهم طبقا للقوانين واجبة التطبيق، يتم حفظ الأوراق المالية إلكترونيا في القيد المركزي، والذي يشمل على كافة

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق .

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق .

<sup>3</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995 المادة 65 .

<sup>4</sup> عن بورصة قطر، من الموقع: <http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe+arabic+portal/Pages/Listed+Companies/Listings?>

المعلومات الضرورية عن صاحب الأوراق المالية، وتحتفظ جهة الإيداع بسجل خاص بكافة التحويلات السابقة والتفويضات المتعلقة بالأوراق المالية والتوكيلات وكافة القرارات المتخذة في الاجتماعات العامة لمالكي الأوراق المالية وحصص الأرباح وحقوق الاكتتاب الأولية. ويتم تحديث القيد المركزي في نهاية كل يوم تداول<sup>1</sup>.

**3.3.3.3 مؤشر السوق:** يقوم مؤشر بورصة قطر بقياس أكبر 20 سهماً في السوق القطري وأكثرها سيولة، وفي أول يوم تداول من شهري أبريل وأكتوبر، يتم إعادة تقييم المؤشر ليحدد بذلك ما إذا كانت المكونات القائمة لا زالت تستوفي معايير المؤشر، ويتم ترتيب جميع الشركات المدرجة من خلال رملة سوق الأسهم المتاحة للتداول حيث يتم إعطاء هذا العامل وزناً قدره 50%، أما العامل الثاني وهو متوسط قيمة التداول اليومية فيتم إعطائه وزن قدره 50% أيضاً، أما الشركات التي يبلغ معدل دوران أسهمها أقل من 5% فيتم استبعادها من المراجعة السنوية، كما هو الحال بالنسبة للشركات التي لا يملك فيها المساهم الواحد سوى أقل من 1% من الأسهم القائمة، وعلى هذا الأساس، يتم تحديد المكونات العشرين لمؤشر البورصة للأشهر الستة التالية، وعند تحديد وزن كل سهم من الأسهم المكونة للمؤشر، يتم تطبيق سقف قدره 15% لكل سهم من الأسهم المكونة للمؤشر، وفي حال كان وزن السهم أكثر من 15%، عندها يتم توزيع الزائد بشكل متناسب على مكونات المؤشر المتبقية، وفي مثل هذه الحالات، فإن تغيير أوزان مكونات المؤشر يحدث في أوقات المراجعة فقط<sup>2</sup>.

**4.3.3.3 التداول الإلكتروني:** تمكنت في الآونة الأخيرة بورصة قطر من تحقيق انجاز مهم وخطت خطوة مهمة ضمن خطتها الإستراتيجية التي تهدف لتحويل الدوحة إلى مركز هام، حيث تم استخدام منصة تداول جديدة تسمى منصة التداول العالمية، حيث ستصبح بورصة قطر مع بدء العمل بنظام التداول الجديد من الأسواق التي تعمل بنفس التكنولوجيا المتقدمة التي تعمل بها البورصات الأمريكية والأوروبية التابعة لـ NYSE Euronext عملاق البورصات العالمية والشريك الاستراتيجي لبورصة قطر منذ جوان 2009<sup>3</sup>.

**5.3.3.3 أيام وساعات التداول:** يتم تداول الأوراق المالية بالريال القطري، أو بأي عملة أخرى تكون مناسبة للورقة المالية، وتحدد البورصة بعد موافقة الهيئة، أيام التداول سنوياً، وكذلك عدد ساعات التداول، ووقت الافتتاح والإغلاق عن طريق الإشعار الذي تنشره وتبلغ به الأعضاء عادة ما يكون سعر الإقفال في اليوم السابق هو السعر المرجعي عند افتتاح يوم التداول، والذي يتم تعديله وفقاً لإجراءات الشركات، أو قد يكون السعر الذي تحدده البورصة فيما يتعلق بالمعلومات المتاحة، حيث يبقى هذا السعر مرجعياً ثابتاً خلال يوم التداول بأكمله ما لم تقم البورصة بتعديله بموجب بعض الظروف الخاصة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> عن بورصة قطر ، من الموقع :

?http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe+arabic+portal/Pages/Investor+Corner/Custody+And+Clearing

<sup>2</sup> عن بورصة قطر، عن الموقع: http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe+arabic+portal/Pages/Market+Statistics/QE+Index

<sup>3</sup> عن بورصة قطر عن الموقع: http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe+arabic+portal/Pages/Data+Products/Connectivity: .?

<sup>4</sup> عن بورصة قطر، عن الموقع: http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal/Pages/Home .

### 4.3. تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على سوق الدوحة للأوراق المالية

سنحاول في هذا المبحث دراسة تأثير الأزمة المالية العالمية في الأداء العام لسوق الدوحة، وإلى تحليل أثر الأزمة في أداء القطاعات الاقتصادية في هذا السوق.

#### 1.4.3. الإطار العام لدراسة الحالة

**1.1.4.3. عينة الدراسة:** تتمثل عينة الدراسة في سوق الدوحة للأوراق المالية والقطاعات العاملة فيه، وهي قطاع البنوك والمؤسسات المالية، وقطاع الصناعة، وقطاع الخدمات، وقطاع التأمين، وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2009، قسمت إلى فترتين الأولى قبل وقوع الأزمة (إفلاس بنك ليمان برادرز) وشملت الفترة من 2006 إلى غاية أوت 2008 والثانية من أوت 2008 إلى غاية 2010، وقد اعتمدنا في دراستنا على بورصة قطر كونها تعتبر من أهم أسواق الأوراق المالية العربية من حيث الرسمة، وحجم التداول، وعدد الشركات المدرجة، إضافة إلى التنظيم الجيد واستعمال أحدث وسائل الاتصال وغيرها من المعايير، ويمكن عرض عدد الشركات المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية بحسب القطاعات الاقتصادية من خلال الجدول التالي:

الجدول (2.3): الشركات المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية حسب القطاعات

القطاع	البنوك	الصناعة	الخدمات	التأمين	المجموع
عدد الشركات	9	7	22	5	43
النسبة المئوية	20.93	16.28	51.16	11.63	100

المصدر: تم الاعتماد على الموقع الإلكتروني لبورصة قطر

**2.1.4.3. فرضيات البحث:** لغرض الإجابة على التساؤلات المطروحة في دراسة الحالة وبناء على الفرضية الأخيرة في مستهل البحث سنقوم باختبار الفرضيات الآتية:

✓ لا توجد فروق في أداء سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل وبعد وقوع الأزمة المالية العالمية.

✓ لا توجد فروق في أداء كل من قطاع البنوك والتأمين والصناعة والخدمات للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية.

**3.1.4.3. جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة لمعالجتها:** تم جمع المعلومات والبيانات

بالاعتماد على صحيفة الشرق الاقتصادي القطرية والنشرات الشهرية والسنوية الصادرة عن سوق الدوحة للأوراق المالية والخاصة بمؤشر السوق سواء على مستوى البورصة ككل أو على مستوى القطاعات العاملة فيها. أما بالنسبة للأساليب الإحصائية المعتمدة لاختبار فرضيات دراسة الحالة، فقد قمنا باستخدام المنحنيات البيانية للتغيرات الطارئة على سوق الدوحة للأوراق المالية قبل وبعد الأزمة، لغرض المقارنة بين مجموعتين للأداء وبيان الفرق بينهما.

**4.1.4.3. التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة:** وهي كما يلي:

**مؤشر السوق:** يعتبر مؤشر السوق من أهم المؤشرات المستخدمة لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى ، وقد تم الاعتماد على المؤشر الصادر عن سوق الدوحة للأوراق المالية ومؤشر كل قطاع من القطاعات الاقتصادية للفترة قبل وبعد الأزمة المالية.

**رسمة السوق:** تمثل القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية .

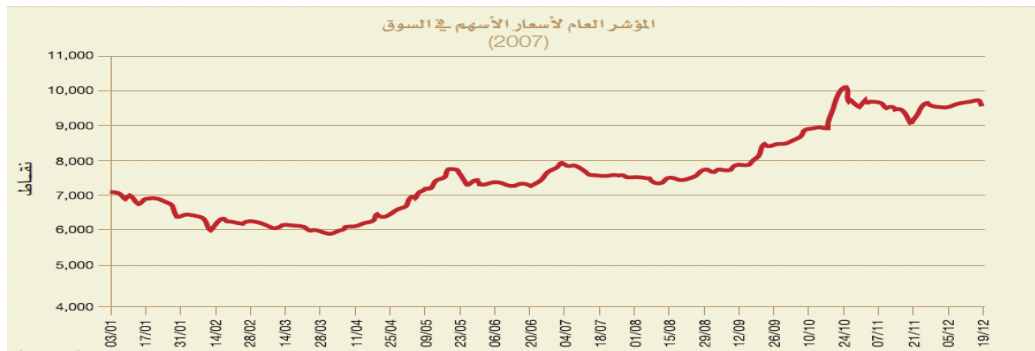
### 2.4.3. أداء سوق الدوحة في الفترة 2007-2008-2009

بعد عرض الإطار التنظيمي لسوق الدوحة للأوراق المالية وواقعه العملي، نحاول من خلال هذا العنصر تحليل تطور أداء هذا السوق خلال الفترة ما قبل وبعد الأزمة المالية، حيث تم الاعتماد على مجموعة من العناصر لعرض أداء السوق تتمثل في: المؤشر، رسمة السوق وحجم الأسهم المتداولة.

**1.2.4.3. المؤشر العام لأسعار الأسهم:** سنقوم بالتطرق لأداء مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية لسنوات 2009/2008/2007 تباعا:

**أولاً: مؤشر سوق الدوحة لسنة 2007:** ويمكن تلخيص ذلك في الشكل البياني الموالي:

الشكل رقم(5.3) : المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق لسنة 2007



المصدر : التقرير السنوي لسوق الدوحة للأوراق المالية لسنة 2007

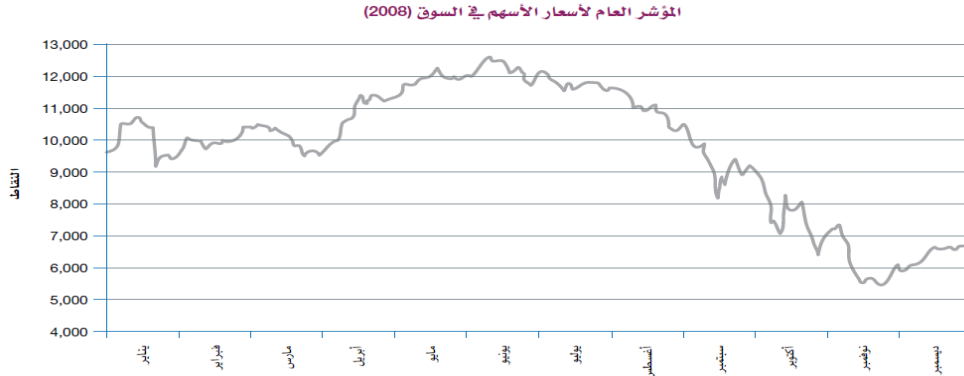
حقق مؤشر السوق ارتفاعاً كبيراً في نهاية عام 2007، حيث انطلق من مستوى 7000 نقطة ومن ثم انحدر عنها تدريجياً خلال الربع الأول من العام ليسجل أدنى مستوى له 4 أبريل عند 5944.03 نقطة، غير أنه اتخذ تلك النقطة منطلقاً لينهض من كبوته و ينطلق في مسار صعودي ليحقق أعلى مستوى له في عام 2007 عند



10056.59 نقطة بتاريخ نوفمبر، ومن ثم ليهدأ قليلا ويودع عام 2007 عند مستوى 9580.45 نقطة وبذلك يكون قد سجل ارتفاعا نسبته 34.31% مقابل 7133 نقطة في نهاية عام 2006.<sup>1</sup>

ثانيا: مؤشر سوق الدوحة لسنة 2008: ويمكن تلخيص ذلك في الشكل البياني الموالي:

الشكل رقم (6.3): المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق لسنة 2008



المصدر: التقرير السنوي لسوق الدوحة للأوراق المالية لسنة 2008

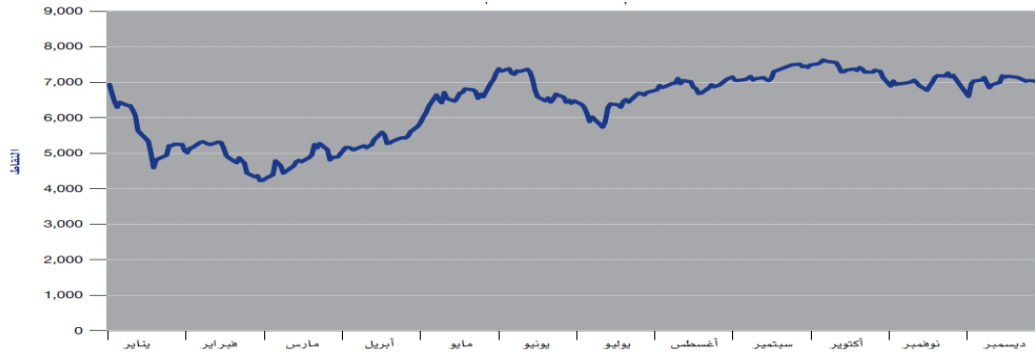
واصل مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول خلال الفترة التي سبقت 11 جوان 2008 مساره الصعودي الذي شهده خلال عام 2007، فيما عدى بعض التراجعات التي اعترضته خلال تلك الفترة، واستمر المؤشر في تقدمه ليصل في 11 جوان إلى قمة مستوياته خلال العام عند 12627.32 نقطة، مرتفعا بذلك بما نسبته 31.8% مقارنة مع نهاية عام 2007، ومن ثم اتخذ مؤشر السوق اتجاهها هبوطيا بدأ منذ 11 جوان إلى 14 سبتمبر 2008، وفي 15 سبتمبر و الذي يصادف الإعلان عن إفلاس بنك ليمان برادرز، انخفض مؤشر السوق بنسبة 7% ليصل إلى مستوى 8216.71 نقطة مقارنة مع إغلاق اليوم السابق، وخلال فترة النصف الثاني من سبتمبر لم تعاني السوق من أية تراجعات بل تمكنت من استعادة عافيتها حيث بلغت نسبت الارتفاع في 2008/9/29 حوالي 13.36%، وابتداء من 5 أكتوبر اتخذ المؤشر منحى تراجعيا حيث تراجع في هذا اليوم بنسبة 7%، ثم توالى الانخفاضات ليصل المؤشر في نهاية الشهر إلى 6928 نقطة أي انخفض بنسبة 25.6%، ومن الناحية العملية يعتبر هذا الشهر بداية التأثير الحقيقي والمؤلم للأزمة وبالرغم من الجهود التي قامت بها السوق محاولة التقاط أنفاسها بدليل ارتفاع المؤشر على مدى 6 أيام متتالية خلال شهر نوفمبر إلا أن أجواء التشاؤم لدى المستثمرين أعادت أسعار الأسهم إلى التراجع، حيث سجل المؤشر أدنى مستوى له خلال العام عند مستوى 5504.53 نقطة في 2008/11/24، منخفضا بنسبة 37.73% مقارنة مع بداية الأزمة في 15 سبتمبر 2008، و في الشهر الأخير من عام 2008، استعاد المؤشر بعض المكاسب حيث ارتفع في نهاية العام

<sup>1</sup> بورصة قطر، التقرير السنوي 2007، ص 15.

ليصل إلى مستوى 6.886.12 نقطة، وبذلك تكون محصلة الانخفاض لعام 2008 بأكمله قد بلغت 28.12%<sup>1</sup>.

ثالثا: مؤشر سوق الدوحة لسنة 2009 : ويمكن تلخيص ذلك في الشكل البياني الموالي:

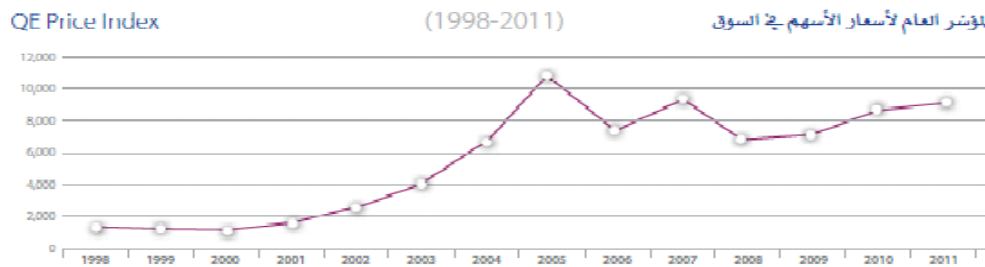
الشكل(7.3): المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق لسنة 2009



المصدر: التقرير السنوي لبورصة قطر ، لسنة 2009

انطلق مؤشر البورصة في بداية عام 2009 من مستوى دون 7000 نقطة، واتخذ مسارا شديدا التراجع خلال الربع الأول ليسجل أدنى مستوى له خلال العام في 3 مارس و ذلك عند مستوى 4230.19 نقطة، متحركا منها بتصاعد ضعيف لاستعادة خسائره بشكل تدريجي خلال النصف الأول من العام، حيث بلغ قمته الأولى في 7 جوان مسجلا 7.376.81 نقطة، وبعد مقاومة لم تدم طويلا انحدر المؤشر ليفقد ما نسبته 22.3%، ليصل إلى 5731.3 في 13 جوان، مواصلا بعدها سلسلة ارتفاعات معقولة حتى نهاية العام ليبلغ ذروة قراءاته في 6 أكتوبر عند مستوى 7624.45 نقطة، ليختتم المؤشر حصاده خلال عام 2009 بمكاسب طفيفة بلغت نسبتها 1.06% عندما أغلق عند مستوى 6959.17 نقطة مقابل 6886.12 نقطة في نهاية عام 2008.<sup>2</sup> وفي ما يلي سنوضح أداء مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية منذ بدء نشاطها سنة 1998 إلى سنة 2011:

الشكل رقم(8.3): المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق(1998-2011)



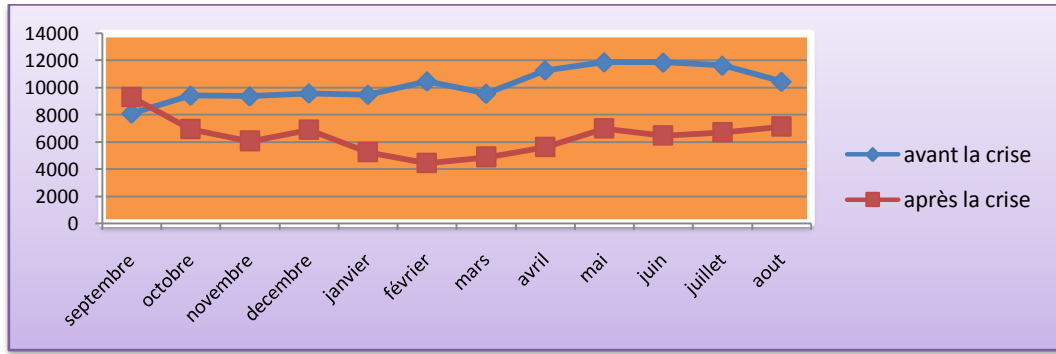
المصدر: التقرير السنوي لبورصة قطر 2011، ص 15.

<sup>1</sup> بورصة قطر ، التقرير السنوي 2008، ص 17.

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد60 ، 2009 ، ص 71.

ونلاحظ من خلال المنحنى أن مؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق بعد الانخفاض الذي حققه خلال سنة 2008 وبداية 2009 بدأ يلتقط أنفاسه ويسترجع خسائره المحققة في هذه الفترة ليبدأ في الارتفاع بعد ذلك ابتداء من النصف الثاني من سنة 2009 وخلال سنة 2010 حيث تمكن من اختراق حاجز 7000 نقطة، ليستمر في الارتفاع ويصل سنة 2011 إلى حوالي 9000 نقطة بعدما كان في نهاية 2008 دون 7000 نقطة، حيث قدر نمو مؤشر بورصة قطر لسنتي 2010-2011 بـ 25.8 %، مقارنة بسنة 2009. ولحالة توضيح أثر الأزمة على بورصة قطر أكثر قمنا برسم المنحنى التالي والذي يبين أداء مؤشر قبل وبعد الأزمة:

الشكل (9.3) : المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق قبل و بعد الأزمة



المصدر : من إعداد الطالبتين بناء على التقرير السنوي لبورصة قطر.

نلاحظ من خلال المنحنى أن مؤشر السوق في الفترة ما قبل الأزمة كان محصوراً بين 8000 نقطة و12000 نقطة أما في الفترة ما بعد الأزمة كان يتذبذب بين 4000 و7000 نقطة، يتضح من خلال هذه النتائج أن الأداء العام للبورصة كان أفضل في الفترة التي سبقت وقوع الأزمة المالية العالمية، بحيث انخفض أداء مؤشر البورصة بشكل كبير للفترة بعد الأزمة. ويفسر هذا الانخفاض في الأداء العام للبورصة سلوك المستثمرين في سوق الدوحة للأوراق المالية وانتشار ظاهرة التقليد لما يجري في الأسواق العالمية، حيث توجه أغلب المستثمرين إلى تصفية مراكزهم الاستثمارية خوفاً من حدوث خسائر مستقبلية. وبالتالي نقبل الفرضية البديلة لها ومفادها توجد فروق في أداء سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية.

يظهر أن الأزمة المالية انعكست بآثارها على أداء البورصة القطرية، وأن هناك فروق في أداء سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل وبعد الأزمة المالية نتيجة لانخفاض مؤشر السوق، حيث أن أداء السوق كان أفضل للفترة قبل الأزمة المالية، وتمكنت السوق خلالها من بلوغ قمة أداءها مدفوعة بالمؤشرات الإيجابية للاقتصاد القطري، غير أن مؤشر السوق اتخذ منحني هبوطياً منذ الإعلان عن إفلاس بنك ليمان براذرز، وتعود أسباب هذا التراجع إلى

تأثيرات نفسية سيطرت على المستثمرين، إضافة إلى انتشار ظاهرة الانقياد والتقليد لما يجري في الأسواق المالية العالمية.

### 2.2.4.3. رسملة السوق وحجم الأسهم المتداولة: وتتمثل في الإحصائيات التالية:

**أولاً: رسملة السوق:** في سنة 2007 ارتفعت رسملة السوق لأسهم الشركات المدرجة بنسبة 56.81% لتصل إلى 347.7 مليار ريال قطري في نهاية 2007 مقابل 221.7 مليار ريال قطري في نهاية 2006، وسبب هذا الارتفاع يعود إلى الارتفاع في أسعار أسهم الشركات حيث حققت 32 شركة من أصل 40 شركة ارتفاعاً في أسعار أسهمها في نهاية 2007، من جهة أخرى ساهم إدراج 4 شركات جديدة في إضافة ما يقارب 30.3 مليار ريال قطري إلى رسملة السوق في نهاية 2007.<sup>1</sup>

وواصلت رسملة السوق ارتفاعها خلال عام 2008 لتسجل أعلى مستوى لها و البالغ 515 مليار ريال قطري في 3 جوان . و في نهاية سبتمبر انخفضت على 399 مليار ريال، ثم واصلت انخفاضها إلى 288 في نهاية أكتوبر ثم إلى 248 في نهاية نوفمبر أي بنسبة 12.3% مقارنة مع نهاية أكتوبر، بينما ارتفعت في ديسمبر بنسبة 12.3% مقارنة مع نهاية نوفمبر، وفي المحصلة تراجع رسملة السوق في نهاية 2008 بنسبة 19.75% لتصل على 279 مليار ريال قطري مقابل 347.7 مليار في نهاية 2007.<sup>2</sup>

ارتفعت الرسملة السوقية في نهاية 2009، بنسبة 14.75% مقارنة مع نهاية 2008، وقد أسهمت عدة عوامل في رفع الرسملة السوقية لإجمالي الشركات المدرجة في البورصة منها:<sup>3</sup>

1. ارتفاع أسعار أسهم 22 شركة مدرجة في نهاية 2009.

2. قيام تسع عشرة شركة مدرجة بزيادة رأسمالها خلال العام لأسباب مختلفة لعل أهمها:

✓ توزيع أسهم مجانية كأرباح على مساهميها.

✓ قيام سبع شركات مدرجة في قطاع البنوك بزيادة رأسمالها تنفيذاً للاتفاق مع جهاز قطر للاستثمار بالمساهمة في رؤوس أموال تلك البنوك بنسبة تتراوح ما بين 10% إلى 20%.

✓ قبول إدراج شركتين جديدتين أسهمتا في ضخ ما يقارب من 7.6 مليار ريال قطري إلى الرسملة السوقية في نهاية 2009 وهو ما يشكل قرابة 2.4% من إجمالي الرسملة السوقية.

**ثانياً: نشاط التداول:** كان الصعود هو السمة التي تميزت بها جميع مؤشرات التداول للعام 2007، فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في قاعة السوق بنسبة 45.36% لتصل خلال عام 2007 إلى ما يناهز 108.9 مليار ريال قطري مقابل 74.9 مليار ريال قطري خلال 2006، فيما سجل العدد الإجمالي للأسهم المتداولة زيادة ملحوظة

<sup>1</sup> بورصة قطر ، التقرير السنوي لسنة 2007 ، ص 13.

<sup>2</sup> بورصة قطر ، التقرير السنوي لسنة 2008 ، ص 15.

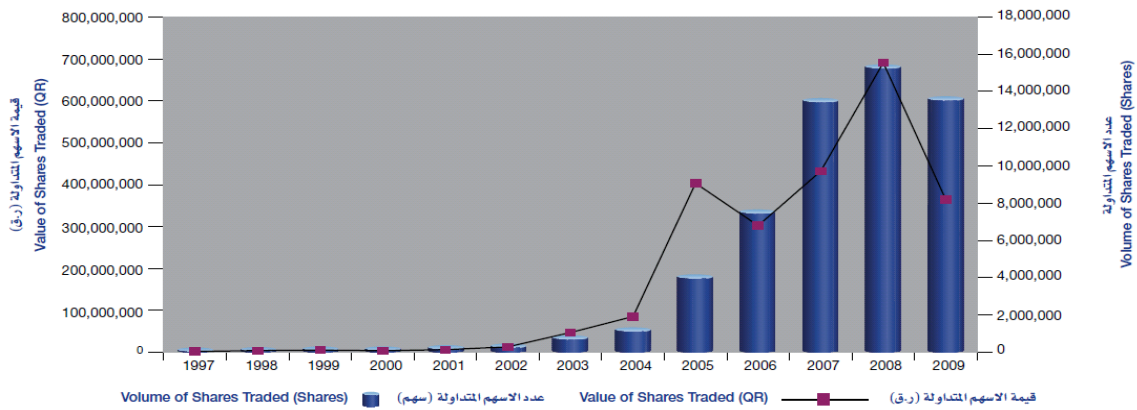
<sup>3</sup> بورصة قطر ، التقرير السنوي لسنة 2009 ، ص 16.

بلغت نسبتها 82.87% ليصل عدد الأسهم المتداولة في 2007 إلى 3.41 مليار سهم مقابل 1.87 مليار سهم في عام 2006، كما نال عدد الصفقات المنفذة نصيبه من الارتفاع بنسبة بلغت 4.57% حيث وصل عدد الصفقات التي تم تنفيذها في عام 2007 إلى 1.811.779 صفقة.<sup>1</sup>

أما في سنة 2008 فقد حققت السوق ارتفاعات قياسية في جميع مؤشرات التداول على الرغم من التراجع الحاد في مستويات أسعار الأسهم، فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق بنسبة 61.16% لتصل خلال 2008 إلى ما يناهز 175.5 مليار ريال قطري مقابل 109 مليار ريال قطري خلال عام 2007، فيما ارتفع العدد الإجمالي للأسهم المتداولة لعام 2008 بنسبة 14.14% ليصل إلى 3.9 مليار سهم مقابل 3.4 مليار سهم تم تداولها خلال عام 2007، و كذلك ارتفع عدد الصفقات المنفذة لعام 2008 بنسبة بلغت 20.32% مقارنة بعام 2007.<sup>2</sup>

أما في سنة 2009 انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة بنسبة 47.5% مقارنة بعام 2008، فيما سجل العدد الإجمالي للأسهم المتداولة لعام 2009 انخفاضا بنسبة 11.39% في حين انخفض عدد الصفقات المنفذة لعام 2009 بنسبة بلغت 22.47% مقارنة مع سنة 2008.<sup>3</sup>

الشكل رقم (10.3): القيمة السوقية للأسهم ونشاط التداول



المصدر: التقرير السنوي لبورصة قطر لسنة 2009

3.4.2.3 دراسة أثر الأزمة المالية في أداء القطاعات الاقتصادية: بعد عرض نتائج تحليل أثر الأزمة المالية العالمية على الأداء العام لسوق الدوحة للأوراق المالية، والتي أظهرت أن الأزمة المالية العالمية انعكست بآثارها على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية، نحاول في هذا المطلب دراسة أثر الأزمة المالية العالمية على مستوى كل قطاع من

<sup>1</sup> بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2007، ص 12.

<sup>2</sup> بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2008، ص 15.

<sup>3</sup> بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2007، ص 12.

القطاعات الاقتصادية العاملة في سوق الدوحة للأوراق المالية بدءاً من قطاع البنوك والمؤسسات المالية، ثم قطاعي الصناعة والخدمات وأخيراً قطاع التأمين.

**أولاً: قطاع البنوك :** يوضح الجدول الموالي تطور مؤشر قطاع البنوك في سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية:

**الجدول (3.3) : مؤشر قطاع البنوك للفترة قبل وبعد الأزمة المالية**

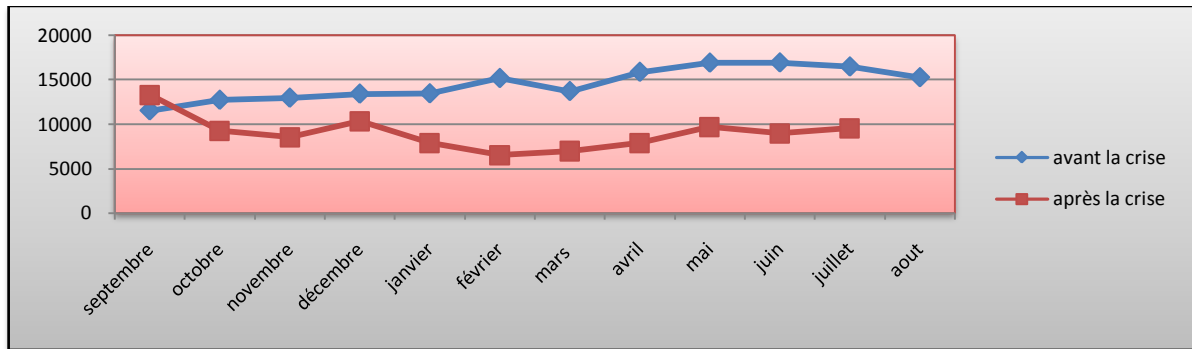
période	septembre	octobre	novembre	décembre	janvier	février
<b>Avant la crise</b>	11518,46	12715,7	12949,53	13411,13	13441,67	15167,19
<b>Avant la crise</b>	13281,32	9250,52	8553,53	10319,72	7866,83	6512,48
période	Mars	avril	mai	juin	juillet	août
<b>Avant la crise</b>	13702,1	15870,95	16907,09	16925,88	16469,22	15259,23
<b>Avant la crise</b>	6977,71	7858,84	9659,96	8960,82	9545,82	10211,26

المصدر: تم الاعتماد على الموقع الإلكتروني لبورصة قطر وصحيفة الشرق الاقتصادي القطرية

ويمكن ترجمة بيانات الجدول السابق والذي يوضح مؤشر قطاع البنوك للفترة قبل وبعد أزمة 2008 في

**الشكل (3.11) : مؤشر قطاع البنوك للفترة قبل وبعد الأزمة المالية**

الشكل الموالي:



المصدر : من إعداد الطالبين

نلاحظ من خلال المنحنى أن مؤشر قطاع البنوك في الفترة قبل الأزمة كان منحصراً بين 12000 نقطة و 17000 نقطة، بينما كان منحصراً بين 10000 و 6000 نقطة، فقد سجل هذا القطاع في الفترة قبل الأزمة (2007) ارتفاعاً قدر ب 26.93، ليشهد في نهاية 2008 انخفاضاً كبيراً بدءاً من شهر سبتمبر، حيث بلغت حصيلة الانخفاض لسنة 2008 نسبة 23.05 مقارنة بسنة 2007 وواصل المؤشر الانخفاض في 2009 بنسبة 4.07، ومنه نستنتج أن اتجاه حركة الأسعار لأسهم قطاع البنوك والمؤسسات المالية شهدت انخفاضاً كبيراً للفترة بعد وقوع الأزمة متأثراً بتداعيات الأزمة المالية.

**ثانياً : قطاع الخدمات :** يوضح الجدول الموالي تطور مؤشر قطاع الخدمات في سوق الدوحة للأوراق المالية تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية:

**الجدول (3.4) : مؤشر قطاع الخدمات للفترة قبل وبعد الأزمة المالية**

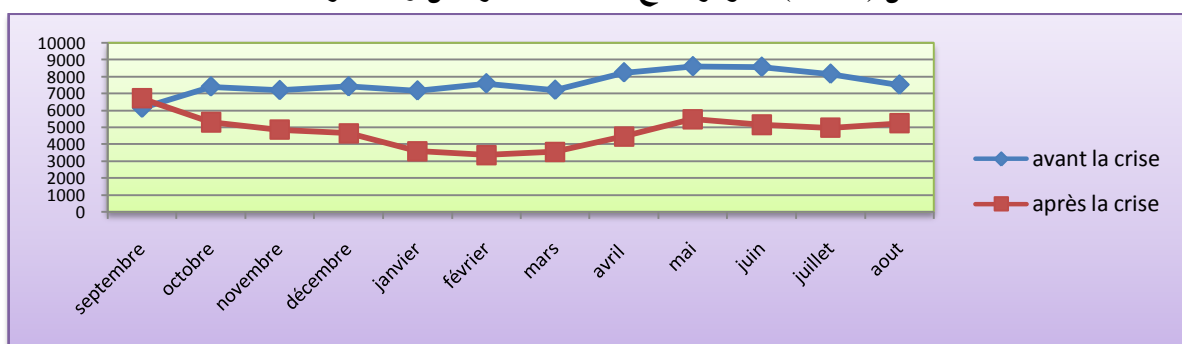
période	septembre	octobre	novembre	décembre	janvier	février
---------	-----------	---------	----------	----------	---------	---------

Avant la crise	6157,26	7424,98	7209,24	7431,1	7186,81	7613,41
Avant la crise	6722,03	5314,28	4874,9	4660,29	3594,71	3375,96
période	Mars	avril	mai	juin	juillet	aout
Avant la crise	7227,92	8264,45	8627,73	8596,3	8181,84	7537,19
Avant la crise	3555,57	4463,13	5494,52	5163,55	4989,32	5256,68

المصدر : تم الاعتماد على الموقع الالكتروني لبورصة قطر وصحيفة الشرق الاقتصادي القطرية

وفي ما يلي المنحنى البياني الذي يمثل تغيرات مؤشر قطاع الخدمات قبل وبعد الأزمة :

الشكل (3.13) : مؤشر قطاع الخدمات للفترة قبل وبعد الأزمة المالية



المصدر : من إعداد الطالبتين بناء على ما ورد في التقارير السنوية لبورصة قطر

نلاحظ من خلال المنحنى أن مؤشر قطاع الخدمات قبل الأزمة كان يتراوح بين 7000 إلى 9000 نقطة، حيث حقق مؤشر هذا القطاع خلال سنة 2007 ارتفاعاً بنسبة 29.69 مقارنة مع سنة 2006، أما في سنة 2008 تحديداً بعد انفجار الأزمة بدأ مؤشر هذا القطاع بالانخفاض لتسجل حصيلة سنة 2008 تراجعاً بنسبة 37.29 في مؤشر هذا القطاع ليلتقط أنفاسه بعد ذلك ويحقق ارتفاعاً بنسبة 10.13% في نهاية سنة 2009، ومنه نستنتج أن أداء قطاع الخدمات تأثر بدوره بالأزمة المالية العالمية.

3.4.2.3 قطاع الصناعة: يوضح الجدول الموالي تطور مؤشر قطاع الصناعة في سوق الدوحة للأوراق المالي للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية:

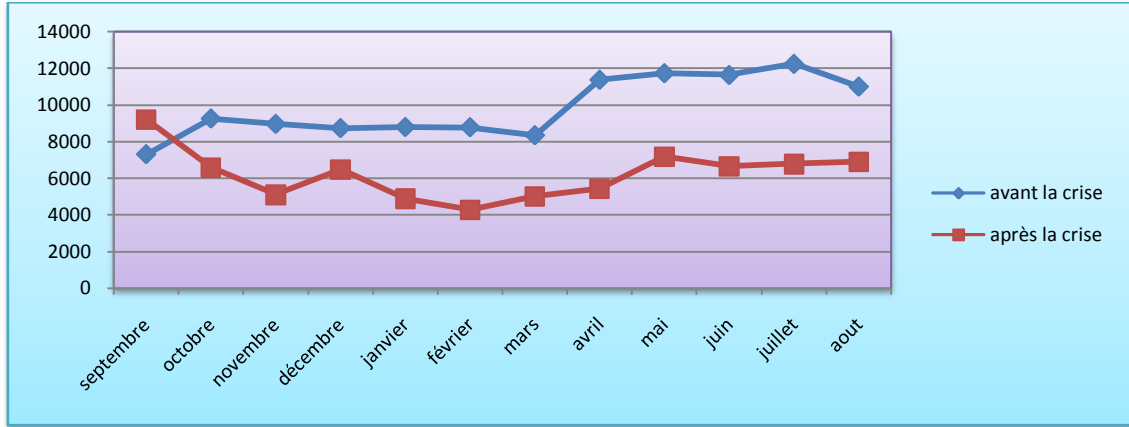
الجدول (3.4) : مؤشر قطاع الصناعة للفترة قبل وبعد الأزمة المالية

période	septembre	octobre	novembre	décembre	janvier	février
Avant la crise	7309.01	9264.37	8966.28	8738.27	8796.35	8786.15
Avant la crise	9211.21	6596.15	5099.31	6491.25	4889.13	4276.8
période	Mars	avril	mai	juin	juillet	aout
Avant la crise	8347.73	11384.65	11743.84	11646.75	12253.52	11010.22
Avant la crise	5012.95	5425.54	7188.85	6645.63	6779.48	6906.37

المصدر : تم الاعتماد على الموقع الالكتروني لبورصة قطر وصحيفة الشرق الاقتصادي القطرية

وفي ما يلي المنحنى البياني الذي يمثل تغيرات مؤشر قطاع الصناعة قبل وبعد الأزمة:

الشكل (3.14): مؤشر قطاع الصناعة للفترة قبل وبعد الأزمة المالية



المصدر : من إعداد الطالبتين بناء على ما ورد في التقارير السنوية لبورصة قطر

نلاحظ من خلال المنحنى أن مؤشر قطاع الصناعة في الفترة بعد الأزمة أقل منه في الفترة قبل الأزمة، حيث تراجع مؤشر هذا القطاع بنسبة 25.71 سنة 2008 مقارنة بسنة 2007، ومنه تستنتج أن قطاع الصناعة لم يسلم هو لآخر من آثار الأزمة المالية العالمية، ويعود سبب التراجع الكبير في أداء القطاع الصناعي للفترة بعد الأزمة المالية إلى تخوف المستثمرين في هذا القطاع من أن تمتد الأزمة المالية إلى القطاع الحقيقي وتؤدي إلى حدوث ركود اقتصادي.

### 4.3.2.3. قطاع التأمين:

الجدول (3.5): مؤشر قطاع التأمين للفترة قبل وبعد الأزمة المالية

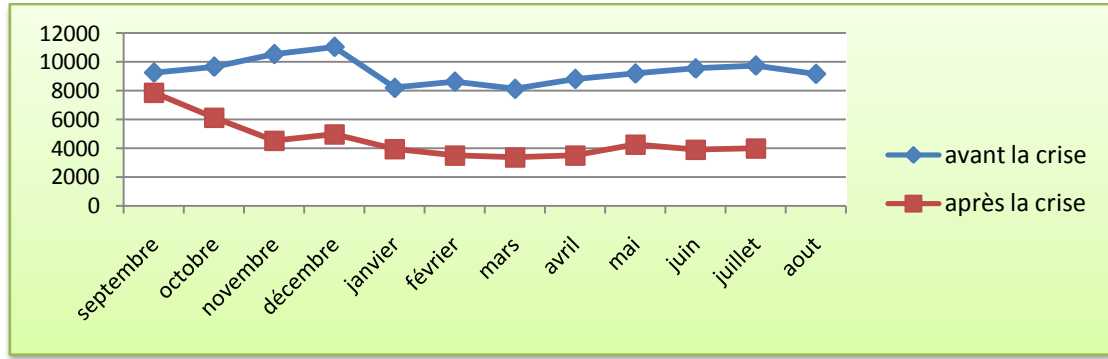
période	septembre	octobre	novembre	décembre	janvier	février
<b>Avant la crise</b>	9263.85	9670.46	10537.47	11033.51	8204.76	8633.78
<b>Avant la crise</b>	7856.17	6126.76	4517.97	4960.37	3941.49	3512.48
période	Mars	avril	mai	juin	juillet	août
<b>Avant la crise</b>	8137.7	8821.45	9196.84	9545.41	9746.5	9170
<b>Avant la crise</b>	3365	3512.48	4249.82	3887.84	3968.28	4155.99

المصدر: تم الاعتماد على الموقع الإلكتروني لبورصة قطر وصحيفة الشرق الاقتصادي القطرية

وفي ما يلي المنحنى البياني الذي يمثل تغيرات مؤشر قطاع التأمين قبل وبعد الأزمة :

الشكل (3.16): مؤشر قطاع التأمين للفترة قبل وبعد الأزمة المالية





المصدر : من إعداد الطالبين

نلاحظ من خلال المنحنى أن مؤشر قطاع التأمين في الفترة قبل الأزمة يتراوح بين 8000 و 12000 نقطة ، بينما انحدر في أول شهرين من الأزمة (سبتمبر وأكتوبر ) من 8000 نقطة إلى حوالي 4000 نقطة ويكون بذلك قد سجل سنة 2008 انخفاضا قدر بـ 55.04 مقارنة بسنة 2007، كما نلاحظ أن مؤشر هذا القطاع واصل بالانخفاض سنة 2009 وقد بلغت نسبة التراجع في هذه السنة بـ 13.24، ومنه نستنتج أن أداء القطاع كان منخفضا للفترة بعد وقوع الأزمة أي أن قطاع التأمين لم يسلم من آثار الأزمة هو الآخر.

✓ من خلال ما سبق تم التوصل إلى أن هناك تأثير للأزمة المالية على أداء كل قطاع حيث شهدت حركة الأسعار أسهم قطاع البنوك والخدمات انخفاضا كبيرا للفترة بعد وقوع الأزمة متأثرا بتداعيات الأزمة المالية، كما أن المخاوف التي طالت المستثمرين في قطاع البنوك والخدمات رافقه مخاوف المستثمرين في قطاع الصناعة والتأمين حيث كان أداء القطاعين منخفضا للفترة بعد وقوع الأزمة.

### 5.3. خلاصة الفصل

لقد ساهمت أدوات الهندسة المالية مساهمة بالغة في تأجيج شرارة الأزمة المالية 2008، فقد أدت إلى زيادة أحجام الإقراض ( القروض العقارية) بغية تحقيق الربح السريع والتحوط ضد المخاطر، ونظرا لارتفاع أسعار العقارات أدى ذلك إلى تزايد الطلب على المنتجات الجديدة فارتفعت أسعارها مقيمة بقيم خيالية مشكلة فقاعات مرشحة للانفجار، وهو ما حصل فعلا معلنة عن اندلاع الأزمة ، غير أن تداعيات الأزمة لم تبقى منحصرة على مستوى الإقتصاد الأمريكي الذي بدأت منه ، بل امتدت لتشمل كافة الاقتصاديات العالمية بما فيها الدول العربية وسوق الأوراق المالي القطري كان أفضل مثال على ذلك، ويظهر ذلك من خلال انخفاض مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول، حيث كان أداء البورصة أفضل في الفترة التي سبقت وقوع الأزمة إذ بلغ متوسط مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول 10257 للفترة قبل الأزمة وبحركة تداول نشطة مقارنة بمؤشر السوق بعد وقوع الأزمة الذي انخفض ليصل إلى 6389.9 ويفرق متوسط بلغ 3867.1 لصالح الفترة قبل وقوع الأزمة، وفي الواقع أن هذا الانخفاض يعود إلى عوامل نفسية سيطرت على توجهات المستثمرين، وخاصة الصغار منهم، إضافة إلى دور المضاربين بتخفيض الأسعار واستغلال الظروف

الغير طبيعية، ولكن سرعان ما استعادت السوق القطرية عافيتها، وكانت الأقل تراجعاً بين أسواق وبورصات دول مجلس التعاون الخليجي.

#### الخاتمة العامة :

حاولنا من خلال تناولنا لموضوع دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة المالية العالمية مع دراسة حالة سوق الدوحة، معالجة إشكالية البحث التي تدور حول الدور الذي لعبته الهندسة المالية في أزمة الرهن العقاري وكيفية تأثير هذه الأزمة على سوق الدوحة للأوراق المالية ، من خلال ثلاثة فصول باستخدام المنهج والأدوات المشار إليها في المقدمة وفي الدراسة التطبيقية انطلاقاً من الفرضيات المعتمدة وهكذا تنوزع هذه الخاتمة إلى نتائج البحث واختبار الفرضيات ، التوصيات والاقتراحات و آفاق البحث .

#### أولاً : نتائج البحث واختبار فرضياته :

أسفرت هذه الدراسة عن مجموعة من النتائج يمكن تقسيمها إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية، وهذا ما مكننا من نفي أو إثبات كل فرضية تم وضعها في الدراسة النظرية والتطبيقية، وفيما يلي تلخيص لهذه النتائج:

أ - النتائج النظرية :

- يقصد بالأزمة المالية حدوث انهيار مفاجئ وحاد لأسعار الأسهم والسندات ينجر عنه إفلاس البنوك والمؤسسات المالية، ومن أهم الأعراض التي تنبأ بوجود أزمة مالية: تباطؤ معدلات النمو، اتجاه هروب رؤوس الأموال إلى الخارج، تزايد المخاطر المعنوية في الاقتصاد وتفشي المعلومات غير الكاملة وغير الصحيحة، انخفاض قيمة الصادرات، ارتفاع حجم المديونية، تزايد معدلات التضخم وانهيار قيمة العملة كما تعتبر المؤشرات السابقة من الأدوات المستخدمة في التنبؤ بالأزمات، ويميز الباحثين في هذا المقام بين أربعة أنواع من الأزمات وهي: أزمات العملة، الأزمات المصرفية، أزمات الأسواق المالية، الأزمات المالية المزدوجة.
- ارجع الباحثين قيام الأزمة المالية 2008 إلى أسباب مالية تتمثل في: انفجار فقاعة الرهن العقاري بسبب التوسع في عملية منح القروض بدون ضمانات كافية وتوريق الديون، تفشي ثقافة الاقتراض و المضاربة، غياب سلطة الرقابة المالية الفعالة، انتشار الفساد بكل صوره ، وأسباب اقتصادية تتعلق بحالة الاقتصاد الأمريكي أهمها: عجز الميزانية، ارتفاع معدلات التضخم وزيادة حجم المديونية.
- تتمثل الهندسة المالية في ابتكار وتصميم وتطوير أدوات مالية بغية تحقيق الأرباح ومعالجة المشكلات المالية والاقتصادية وتشمل العمليات التالية: ابتكار أدوات مالية جديدة، ابتكار أدوات تمويلية جديدة، ابتكار حلول جديدة وتطوير الأدوات القديمة . وأنقسم الباحثين في شأن هذه الابتكارات بين فريقين الأول يحذر منها لأنها تمثل أسلحة دمار شامل وقاطرة تقود الدول إلى الأزمات والخراب، أما الثاني يشجعها لما لها من قدرة على التقليل من المخاطر.
- ومن أهم ما أنتجته الهندسة المالية التقليدية المشتقات المالية، التي هي عبارة عن عقود مالية فرعية مشتقة من عقود أساسية، بحيث تتمثل في: العقود المستقبلية، عقود الخيارات وعقود المبادلات، ولقد ساهمت هذه المشتقات المالية مساهمة بالغة في تأجيج شرارة الأزمة المالية، فقد أدت إلى زيادة أحجام الإقراض ( القروض العقارية) بغية تحقيق الربح السريع والتحوط ضد المخاطر، ونظرا لارتفاع أسعار العقارات أدى ذلك إلى تزايد الطلب على المنتجات الجديدة فارتفعت أسعارها مقيمة بقيم خيالية مشكلة فقاعات مرشحة للانفجار، وهو ما حصل فعلا معلنة عن اندلاع الأزمة.
- يعتبر التوريق فن تمويلي لعب دورا أساسيا في تأجيج شرارة الأزمة المالية، فهو يتمثل في تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض والأصول الأخرى إلى أوراق مالية (أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق رأس المال، ولقد لعب التوريق دورا هاما في الأزمة فقد استخدمت البنوك هذه التقنية بغرض بيع الديون وتوفير السيولة للتوسع في عمليات الإقراض مما أدى إلى تضخم قيمة الديون واشتعال نيران الأزمة بسبب عجز الأفراد عن سداد القروض العقارية وتهاوي أسعار العقارات. وبالتالي شبت نيران الأزمة وتأججت لتلتهم المؤسسات المالية ذاتها لتعلن عن إفلاسها الواحدة تلو الأخرى، الأمر الذي دفع الدول للتدخل بغية إنقاذها. وضرب ت بذلك عرض الحائط

مبادئ حرية الأسواق. رغم أنها كانت منذ زمن ليس بالبعيد تدافع عنها وتعمل على نشرها كأنها أفكار مثالية غير قابلة للنقاش.

ب - النتائج التطبيقية :

- إن الأزمة المالية العالمية انعكست بآثارها على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية، نتيجة لانخفاض مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول، حيث كان أداء البورصة أفضل في الفترة التي سبقت وقوع الأزمة إذ بلغ متوسط مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول 10257 للفترة قبل الأزمة وبحركة تداول نشطة مقارنة بمؤشر السوق بعد وقوع الأزمة. وفي الواقع أن هذا الانخفاض يعود إلى عوامل نفسية سيطرت على توجهات المستثمرين، وخاصة الصغار منهم، إضافة إلى دور المضاربين بتخفيض الأسعار واستغلال الظروف الغير طبيعية، ولكن سرعان ما استعاد السوق القطرية عافيتها، وكانت الأقل تراجعاً بين أسواق وبورصات دول مجلس التعاون الخليجي.

- إن الانعكاس الأكبر للأزمة المالية العالمية كان في قطاعي البنوك والتأمين في سوق الدوحة للأوراق المالية، حيث انخفض مؤشر قطاع البنوك بفرق متوسط بلغ 5445 نقطة لصالح الفترة قبل الأزمة، وذلك على الرغم من أن البنوك القطرية لم تشهد أي حالة إفلاس تذكر ولم تتأثر بشكل مباشر بتداعيات أزمة الرهن العقاري الأمريكية، ويعود سبب انخفاض هذا القطاع إلى عوامل نفسية، حيث أن النظام المصرفي القطري لا يعاني من نقص السيولة، وأن البنوك والمؤسسات المالية القطرية تتمتع بملاءة مالية عالية، بينما يعود سبب انخفاض أداء القطاع الصناعي للفترة بعد الأزمة المالية إلى تخوف المستثمرين في هذا القطاع من أن تمتد الأزمة إلى القطاع الحقيقي، أما القطاع الخدمي فإن فرق المتوسط في مؤشر هذا القطاع لا يعكس إلا تأثير محدود للأزمة المالية وهو في واقع الحال تأثيرات نفسية سيطرت على سلوك المستثمر القطري.

**ثانياً : توصيات واقتراحات البحث**

بناء على ما ورد في هذه الدراسة وبصفة خاصة نتائجها، نحاول اقتراح بعض التوصيات وتمثل فيما يلي:

- الابتعاد عن أدوات الهندسة المالية التقليدية، فقد بينت الأزمة المالية الراهنة أنها معاملات شيطانية تسمم، وتجسد طغيان المال وتحفز على التحايل والنصب، وتسمح بممارسة طقوس الفساد على صغار المستثمرين والمساهمين الفاعلين الحقيقيين في أسواق المال.

- الالتزام بالقيم الأخلاقية في جل المعاملات المالية، بغية امتصاص مبدأ المادية وانتشاله من نفس بشرية كرسنا لشعار الغاية تبرر الوسيلة ، وانعدمت الضوابط لدرجة أن الحضارة الغربية أصبحت كالطائر الذي يطير بجناح واحد هو المال أما القيم فهي مغيبة، فمآله للسقوط لا محال.

- ضرورة اتخاذ التدابير والإجراءات المناسبة للحد من انهيار الأسعار وقت حدوث الأزمات، بإيقاف التداول مثلاً لفترة زمنية معينة ليتمكن المتعاملين في البورصة من إعادة تقييم الأوضاع لتصويب قراراتهم الاستثمارية.
- ضرورة تحسين مستوى الشفافية والإفصاح عن المعلومات، وكشف الشركات المدرجة في البورصة عن واقع أداءها المالي لتطمئن حملة الأسهم والمستثمرين، بشكل يعكس على استقرار السوق.
- الحاجة إلى زيادة القيود على التوسع في الدين بدرجة لا تتوافق مع نمو القطاعات الحقيقية الإنتاجية الاقتصاد.

### آفاق البحث :

- تناول هذا البحث، موضوع الهندسة المالية كسبب في الأزمة المالية العالمية وتداعيات هذه الأزمة على السوق المالي القطري باعتباره من أهم الأسواق المالية العربية، وذلك في ظل العولمة وانفتاح الأسواق العالمية، وتحرير المبادلات وحركة انتقال رؤوس الأموال، وإلغاء الحواجز والحدود والقيود أمام تداول الأسهم والسندات في معظم الأسواق المالية العالمية. ولم تبلغ الأزمة المالية مداها إلى الآن ولم تقتصر تداعياتها في إطار إفلاس البنوك والمؤسسات، بل امتدت لتشمل الائتمان السيادي لبعض الدول الأوروبية، وبالتالي يمكن دراسة تداعيات الأزمة المالية العالمية وعلاقتها بالأزمة التي واجهت الديون السيادية لليونان وبعض الدول الأوروبية كإيطاليا وإسبانيا والبرتغال.

- اتضح كذلك من خلال الأزمة المالية العالمية بروز نظام مصرفي جديد ذي طبيعة مغايرة تماماً للنظم التقليدية المعروفة، وقد تأكدت قدرته على الصمود ضد الأزمات وهو النظام المصرفي الإسلامي، ولا شك أن تبني الكثير من دول العالم (غير الإسلامية بشكل خاص) لفكرة البنوك الإسلامية يوضح أن هذا النظام يعطي بديلاً جيداً بسبب انضباطه الكبير وتجنبه التوسع في الدين على نحو ما هو حاصل بالنظم الأخرى، وبالتالي يمكن دراسة هذا النظام ومدى فاعليته في الحد من الأزمات.

### قائمة المراجع :

#### الكتب :

1. البياز حسن، إدارة الأزمة بين نقطتي الغليان والتحول، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2001.
2. البناء جلال، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية و البورصات و المشتقات، شركة ندى للطباعة والنشر، طنطا، طبعة 1، 2006.

3. الحسيني عرفان تقي، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1999.
4. الحمزاوي محمد كمال خليل، اقتصاديات الائتمان المصرفي-دراسة تطبيقية للنشاط الائتماني و أهم محدداته-، منشأة المعارف، بيروت، 2002.
5. الحناوي محمد صالح، تقييم الأسهم و السندات - مدخل للهندسة المالية-، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
6. الداغر محمود محمد، الأسواق المالية-مؤسسات، أوراق، بورصات-، دار الشروق، عمان، طبعة 1، 2005.
7. الشرقاوي عبد الحكيم مصطفى، العولمة المالية وإمكانية التحكم في عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2003.
8. الشواورة فيصل محمد، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - الأسس النظرية و العلمية -، دار وائل، عمان، الطبعة الأولى، 2007.
9. العبادي هاشم فوزي دباس، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2008، عمان.
10. الغراوي محمد عبد الوهاب، محمد عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
11. الكندي فيصل محمد أحمد، الأزمة المالية العالمية وإنعكاساتها على قطاع الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، بدون سنة نشر.
12. النجار إبراهيم عبد العزيز، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
13. النجار فريد، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
14. الغندي منير إبراهيم، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.
15. الغندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات-، الجزء الأول، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
16. الغندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
17. أندراوس وليام، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لإقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.

18. اوفار يوسف أحمد، إدارة الأزمات، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
19. بن هاني حسين ، الأسواق المالية، دار الكندي، عمان، 2002.
20. جاد الله محمود، إدارة الأزمات، الطبعة الأولى ،دار أسامة للنشر والتوزيع ،عمان، 2008.
21. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، دار هومة، الجزائر، طبعة 1، 2002.
22. حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، طبعة 1 ، 2001.
23. راشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، الاستثمار في الأوراق المالية، دار المسيرة، عمان، 2004.
24. رضوان سمير عبد الحميد، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها- دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية-، دار الجامعات للنشر، 2005.
25. رياض أسعد، الهندسة المالية و أهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1999.
26. زياد رمضان، الاستثمارات المالية و الحقيقية، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، 1999.
27. شموط مروان، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة الغربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008.
28. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية ، مصر، 2001.
29. عبد الحميد عبد المطلب، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
30. عمارة أحمد صلاح ،مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2003.
31. عطوان مروان، الأسواق النقدية والمالية ، البورصات ومشكلتها في عالم النقود، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
32. عطية محمد عبد الحميد، الأزمة المالية العالمية وآثارها على أسواق المال باستخدام منهج دراسة الحالة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2010.
33. عطية مصطفى فتحي، الأزمة المالية أسبابها و تداعياتها وطرق حلها والحل المقترح للعرب، مطابع الشرطة للنشر والتوزيع، مصر، 2009.

34. مسعد محي محمد، الاستثمار والأزمة المالية العالمية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2010.

35. مجارب عبد العزيز قاسم، الأزمة المالية العالمية الأسباب والعلاج، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2001.

36. طه طارق، إدارة البنوك ونظم المعلومات المصرفية، الدار الجامعية- الإسكندرية- مصر 2000.

37. قنطفجي سامر مظهر، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمة المالية العالمية، دار النهضة، سوريا، 2008.

### المذكرات :

1. البنعلي عبد الله أحمد ، تأثير مخاطر السوق والأزمة المالية العالمية على اداء المصارف الاسلامية والتقليدية في ظل رقابة مصرف قطر المركزي، رسالة ماجستير في التمويل الاسلامي، كلية الدراسات الاسلامية، مؤسسة قطر التعليمية، قطر، 2010.

2. بوزيدي صليحة، غجاتي فاطمة، الآثار الاقتصادية للأزمة المالية العالمية على الدول العربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر، قسم المالية، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، 2009-2010.

3. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.

4. رجاتي فتيحة ، نيلي مريم، الأزمة المالية العالمية 2008 ، من خطر قرض بنكي بسيط إلى أزمة عالمية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر، تخصص مالية المؤسسات، قسم علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قلمة، 2009-2010.

5. سرارمة مريم، دور المشتقات المالية و تقنية التوريق في أزمة 2008 -دراسة تحليلية-، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة، 2011-2012.

6. شويبي علاء وكردوسي عبد الرازق، واقع حل الأزمة المالية 2008 من المنصور الإسلامي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، علوم اقتصادية، تخصص نقود ومؤسسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قلمة 08 ماي، 1945 دفعة 2010-2011.

7. مكاحلية فريال ، تونسي وداد، الأزمة المالية الحالية وتأثيرها على اقتصاديات الأوروبية، اليونان، إيطاليا، اسبانيا، البرتغال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر، تخصص نقود ومؤسسات مالية، قسم علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قلمة، 2011-2012.



8. مدور صليحة وآخرون، الهندسة المالية بين الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الإسلامي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر، تخصص نقود و مؤسسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 8ماي 1945.

## الملتقيات :

1. الجمعية الدولية للاقتصاد الإسلامي، حلول اقتصادية من التمويل الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009.
2. الحجازي مصطفى كامل خليل، المشتقات المالية و تداعيات الأزمة المالية العالمية، مداخلة في المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر بعنوان : الجوانب القانونية و الاقتصادية للأزمة المالية العالمية، لكلية الحقوق جامعة المنصورة، 1 و 2 أبريل 2009.
3. السويلم سامي بن إبراهيم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية )، المشروع رقم 2012، 13.
4. المناصير علي فلاح ، الكساسبة وصفي عبد الكريم : الأزمة المالية العالمية حقيقتها أسبابها، تداعياتها، وسبل العلاج، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال "التحديات-الفرص -الآفاق" ، يومي 10 - 11 . نوفمبر 2009 ، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان.
5. بلعزوز بن علي، عبود هوده، الأزمة المالية العالمية مظاهرها وسبل معالجتها، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية حول أزمة النظام المالي المصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة منتوري، قسنطينة، ماي 2009.
6. بدوي محمد عبد المطلب، التوريق كأداة مالية من أدوات تطوير البورصة المصرية، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأسواق المالية والبورصات - آفاق وتحديات-، المؤتمر العلمي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، 6 و 8 مارس 2007.
7. جباري شوقي ورقة بحثية بعنوان : دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، جامعة العربي بن مهدي، أم البواقي.
8. حداد مناور، الأزمة المالية الحالية: جذورها، أسبابها، انعكاساتها، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية، قسنطينة، جامعة منتوري، أيام 14 و 15 نوفمبر 2009.
9. راتول محمد، مداني أحمد، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول : سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -

دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ومخبر العلوم الإقتصادية والتسيير،  
جامعة محمد خيضر بسكرة.

10. زيدان محمد أحمد، فصول الأزمة المالية العالمية، أسبابها جذورها وتداعياتها الاقتصادية، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور الاقتصادي العربي والإسلامي، جامعة طرابلس، ليبيا، مارس 2009.
  11. سحنون محمد، مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، 20-21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف.
  12. سحنون محمود ومحسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الأزمة الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس - سطيف-، 20-21 أكتوبر 2009.
  13. شلي، ماجدة أحمد إسماعيل، تطوير أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق، بحث مقدم في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات المنعقد في دبي، سنة 2007.
  14. صبري إبراهيم، التوريق و أثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العلمي الثالث عشر لكلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، 1-2 أبريل 2009.
  15. عبد المطلب بدوي، التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية، بحث مقدم في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات المنعقد في دبي، سنة 2007.
  16. قندور عبد الكريم أحمد، الهندسة المالية و اضطراب النظام المالي العالمي، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العلمية من منظور اقتصاد إسلامي، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، الكويت، 15-16 ديسمبر 2010.
  17. موسى عماد، آثار الأزمة المالية العالمية على الدول العربية، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى حول القطاع الخاص في التنمية تقييم وإستشارات، بيروت، الجمهورية اللبنانية، 23، 25 مارس، 2009.
  18. يوسفات علي، التوريق والأزمة المالية العالمية، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية العالمية والبدايل المالية و المصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، 5-6 ماي 2009.
- المجلات :**

1. النجار إخلاص باقر، قراءة في مفردات التوريق، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد السادس، 2009 العدد 23.
2. إدارة البحوث والدراسات، تجارب الانهيار في عالم المال والمصارف، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد الثالث، العدد الثاني، السنة الثالثة، 1995.
3. الإمارة شعبان صدام و آخرون، أسواق المشتقات و دورها في العولمة المالية، مجلة الاقتصاد الخليجي، العدد 18، 2010.
4. الصديقي محمد نجاة، المصارف الإسلامية -المبدأ والتصور و المستقبل-، مجلة الاقتصاد الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، العدد العاشر.
5. قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز في الاقتصاد الإسلامي، المجلد:20، العدد: 2، المملكة العربية السعودية، 2007.
6. مركز البحوث المالية و المصرفية، موقف لجنة بازل من المشتقات، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، المجلد الرابع، العدد الأول، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، عمان، 1996، ص8

#### مواقع الانترنت :

- 1- ابن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة، 2010، من الموقع :  
[www.iefedia.com/arab/wp.content/uploads/2010/01/pdf](http://www.iefedia.com/arab/wp.content/uploads/2010/01/pdf)
- 2- حسين خليل ، أسباب أزمات المالية العالمية وسياسات مواجهتها ، من الموقع :  
<http://drkhalilhussein.blogspot.com/2008/10/blog-post.html>
- 3- سامي بن إبراهيم السويلم، أسلحة الدمار المالي الشامل، مقالات عن الازمة الاقتصادية العالمية،صفحة 3، من الموقع العالمي للاقتصاد الإسلامي :  
<http://isegs.com/forum/showthread.php?p=8787>
- 4- سلطان بن عايض البقمي، المحاسبة المالية و تحديات الهندسة المالية، 2010-05-02، من الموقع :  
[www.kantakji.com](http://www.kantakji.com)
- 5- صبري إبراهيم ، التوريق و أثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، 2009، من الموقع :  
[www.ushared.com/file/130421610/9608850/online.html](http://www.ushared.com/file/130421610/9608850/online.html).
- 6- علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية، التوريق، و تطبيقاتها المعاصرة ، 2012/01/29، مقالة منشورة على الموقع :  
[www.kantakji.com/figh/files/markets/m156.doc](http://www.kantakji.com/figh/files/markets/m156.doc)

7- معايير المحاسبة عن، المشتقات المالية وأنشطة التحوط ، من الموقع :

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

8- يوسفات علي بوزيان، رحمانى هاجر، التوريق و الأزمة المالية العالمية"، 2009، من الموقع:

[www.iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/09/pdf](http://www.iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/09/pdf)

المراجع باللغة الأجنبية :

- 1- Ambah, Faiza Saleh, **Islamic Banking: Steady in Shaky Times; Principles Based on Religious Law Insulate Industry From Worst of Financial Crisis**, Washington Post Foreign Service, The Washington Post. Washington, D.C.: Oct 31, 2008. p.16
- 2- Bloomberg, **Banks Sell 'Toxic Waste' CDOs**, www.bloomberg.com, 01.07.2007
- 3- Bloomberg, **CDO Boom Masks Subprime Losses**, www.bloomberg.com, 31.03.2007
- 4- **Defining securitization**, journal union Arab banks ,Lebanon , 2002, n.254.
- 5- M. Baily, R. Litan, and M. Johnson (2008) **The Origins of the Financial** Instiute **Crisis**, Brookings
- 6- Morris (2008) **The Trillion Dollar Meltdown**, p. 41; F. Partnoy (2003) **Infectious Greed**, Henry Holt & Co
- 7- Robert goffin ,**principes de finance moderne**, economica, paris, 1998, p 353.

التقارير و القوانين :

- 1- القانون رقم 14 لسنة 1995 ، والمتعلق باللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية الفصل الثالث، المادة7.
- 2- القانون رقم 14 لسنة 1995 ، اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية، المادة9.
- 3- القانون رقم 14 لسنة 1995 والمتعلق باللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية الفصل الأول، المادة 37.
- 3- القانون رقم 14 لسنة 1995 المادة65.
- 4- عن بورصة قطر، من الموقع، <http://www.qe.com>
- 5- بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2007.

- 6- بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2008.
- 7- بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2009.
- 8- صندوق النقد العربي النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد60، 2009.