

دور صناديق التحوط في الأسواق المالية

ملخص

أ. هدى كرماني
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
جامعة قسنطينة 2- عبد الحميد مهري
الجزائر

تعتبر صناديق التحوط من المتعاملين المثيرين للجدل، ليس في تحديد مفهومهم واستراتيجياتهم فحسب، ولكن من حيث تأثيرهم على الأسواق المالية، خصوصا أنه تم اتهامهم بالضلوع في الأزمات التي عصفت باستقرار الأسواق المالية. سنحاول من خلال هذه الورقة البحثية معرفة ماهية صناديق التحوط، ومدى تأثيرها وتأثرها بالأسواق المالية.

مقدمة

شهادات صناديق التحوط تطورا ملحوظا خلال

السنوات الماضية، وأصبحت أحد الأطراف الأساسية في الأسواق المالية.

أثارت صناديق التحوط الكثير من الجدل حول دورها وتأثيرها في الأسواق، رغم أن البعض اعتبرها أحد الأسباب التي تؤدي إلى عدم استقرار الأسواق المالية، إلا أن هناك من يرى أنها ساهمت في استيعاب حدة بعض من الأزمات المالية التي عرفتتها مختلف البلدان.

ومن هنا يتمحور بحثنا حول السؤال الرئيسي المتمثل في معرفة ما مدى تأثير صناديق التحوط على استقرار الأسواق المالية؟

للإجابة على هذا السؤال سنحاول الإجابة على التساؤلات الفرعية التالية:

ما ماهية صناديق التحوط؟

ما دورها في ضبط أو زعزعة استقرار الأسواق المالية؟

Abstract

Hedge Funds the controversial dealers, not only in identifying their concept and strategy, but regarding their influence on the Financial Markets ;especially, for they have been accused of involvement of crises, that have disturbed the stability of the Financial Markets.

This paper try to explain the concept of Hedge Funds, and what extent their influence and how they affected the Financial Markets.

I- تعريف:

تعد صناديق التحوط وجها من أوجه التطور المالي، تعتمد على تقنيات تسيير حديثة تسمى التسيير البديل، مما يجعلها متميزة ومتفردة عن باقي المستثمرين المؤسساتيين.

لقد أجمع الاقتصاديون على صعوبة إعطاء تعريف دقيق لصناديق التحوط (1)، نظرا لخصوصيتها، وعدم شفافيتها.

سنورد فيما يلي جملة من التعاريف التي حاولت الإحاطة بمفهومها.

يعرفها رئيس سلطة الخدمات المالية (FSA) Financial Services Authority بأنها: «كل وسيلة استثمار جماعية أو خاصة، تدار من قبل مسيرين محترفين، ولا تفتح رأسمالها للجمهور الواسع» (2).

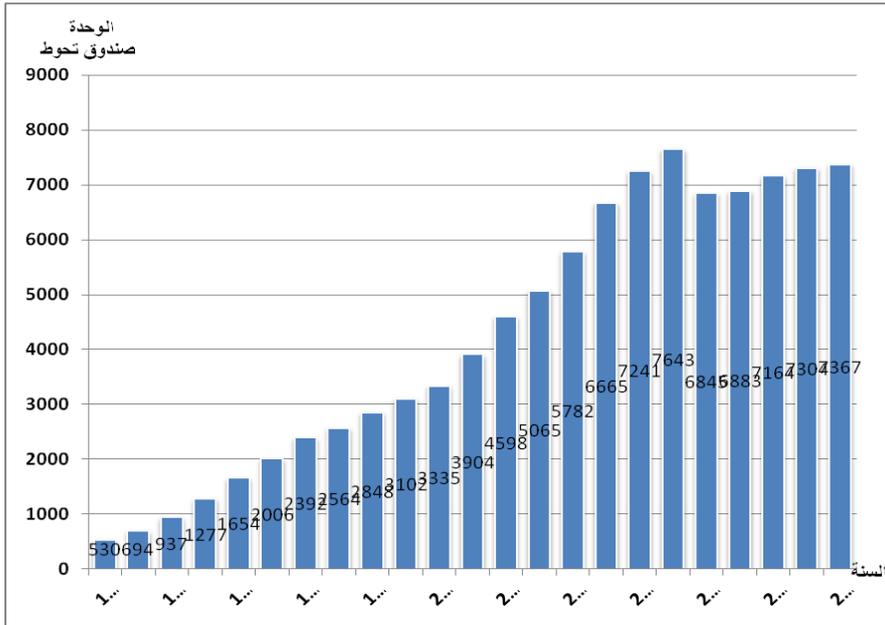
أما بنك فرنسا، فهو يعتبر بأن صناديق التحوط هي «صناديق استثمار خاصة تستثمر في وسائل قابلة للتفاوض، وتستعمل أثر الرفع المالي، وغالبا مالا تخضع للقوانين» (3).

يمكن القول من كل ما سبق أن صناديق التحوط هي صناديق استثمار من نوع خاص، تعتمد على تقنيات مختلفة للتغطية من المخاطر التي تحدث على مستوى الأسواق المالية، باستعمال المنتوجات المشتقة، والاعتماد على السحب على المكشوف والرفع المالي.

تبحث صناديق التحوط عن مردودية مطلقة غير مرتبطة بمؤشرات أداء السوق، مما يجعلها في منأى عن تطاير ولا استقرار السوق المالي.

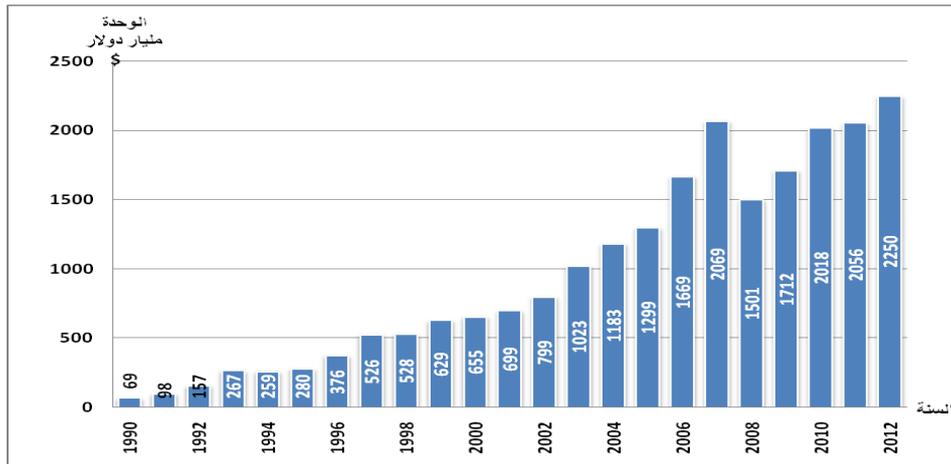
وقد ازدادت أهميتها وتطور حجمها وعددها في السنوات الماضية، مما يؤكد دورها وحضورها في الأسواق المالية، وهو ما يجعل منها عامل أساسي في تحقيق استقرار أو لا استقرار الأسواق المالية.

توضح الأشكال التالية التطور الكبير لصناديق التحوط خلال السنوات الماضية.
شكل 1: عدد صناديق التحوط في العالم



Source : www.hedgefundresearch.com

شكل 2 حجم الأصول المسيرة من طرف صناديق التحوط 1990-2012



Source : www.hedgefundresearch.com

II- خصائصها:

تتميز صناديق التحوط بخصائص تميزها عن باقي المستثمرين المؤسساتيين، حيث

إن دراسة هذه الخصائص بإمكانه أن يكون نقطة الانطلاق، لتحديد كيفية تأثيرها على الأسواق المالية.

يمكن ذكر بعض خصائصها كما يلي (4):

- لا تخضع صناديق التحوط لأية قوانين خاصة بالإشهار أو التسجيل
- تتمركز غالباً أنشطتها في الواحات الضريبية
- تعمل على تنويع حوافظها تنويعها كبيراً، ولا يرتبط عملها بمؤشر معين
- لا تتأثر بأداء الأسواق، لأنها تراهن على تغيرات الأسعار، لتحقيق مردودية مطلقة

-تستعمل أثر الرفع المالي والبيع على المكشوف في تعاملاتها
-لا تفتح رأسمالها إلا لعدد محدد ومميز من العملاء، خصوصاً المستثمرين المؤسساتيين.

من الملاحظ أن عمليات صناديق التحوط تتميز بالشفافية، ولها حرية كبيرة في ممارسة أنشطتها، وتبرر السلطات الرقابية ذلك النقص في مراقبة صناديق التحوط، لكون مسؤولية المراقبة تقع على عاتق المستثمرين في هذه الصناديق، خصوصاً أنهم يتمتعون بالخبرة في الإدارة والتسيير.

كما يمكن القول أن صناديق التحوط تراهن على عدم كفاءة الأسواق، وتستغل إمكانيات الحصول على معلومات أكثر وبسرعة من باقي المتعاملين لتحقيق نتائج إيجابية تفوق ما يحققه باقي المنافسين.

III-التقنيات التي تستخدمها صناديق التحوط:

تستخدم صناديق التحوط كل الأدوات المالية الحديثة منها والتقليدية، في تنويع دائم، لاستغلال كل الفرص المتاحة أمامها، أما التقنيات التي تعتمد عليها في التسيير فهي تقنيات التسيير البديل، والتي تركز أساساً على الاقتراض.

تتمثل هذه الوسائل فيما يلي (5):

أ-السحب على المكشوف **Short Selling**: ويقصد به إعطاء أمر بيع أصل لا يمتلكه حالياً، في انتظار انخفاض سعره مستقبلاً، ويتم اقتراض هذا الأصل من وسيط، مع التعهد بإرجاعه لاحقاً.

ب-الرفع المالي **Leverage**: يقصد به اقتراض الأموال من الغير لتمويل الاحتياجات الخاصة بالاستثمار.

ج-البيع على الهامش: ويقصد بها دفع جزء من ثمن الأصل المراد شراؤه من أموال المستثمر الخاصة، ودفع الجزء الباقي عن طريق الاقتراض.

تعد هذه التقنيات من أهم الوسائل التي تستخدمها صناديق التحوط، بالإضافة إلى تقنيات أخرى كتدوير الحافظة، الشراء على الهامش.

باستخدام هذه التقنيات تقم صناديق التحوط، كل مقرضها في كل المخاطر التي تتعرض لها، وتقع بذلك مسؤولية كبيرة على هؤلاء المقرضين من الناحية الرقابية، ولأن صناديق التحوط تعد مصدر مردودية مرتفعة لهم، فإن تنافسهم الكبير لجلب عدد أكبر من صناديق التحوط غالبا ما يؤدي إلى التساهل في مراقبة الخطر، وعدم اخذ الضمانات الكافية، وهو ما تسبب في أزمات متعددة على مستوى الأسواق المالية، حسب رأي معظم الباحثين والمهتمين.

IV- استراتيجيات صناديق التحوط:

يمكن تصنيف استراتيجيات صناديق التحوط في ثلاث مجموعات أساسية وهي (6):

المجموعة الأولى: وهي الاستراتيجيات التي تعتمد على المراهنة على القيم المستقبلية للأصول المالية، أو التغيرات الاقتصادية الكلية، تحقق مردودية مرتفعة مع استعمال كبير لأثر الرفع المالي.

المجموعة الثانية: تضم الصناديق التي تعتمد على استراتيجيات التحكيم، باستغلال الفوارق في الأسعار بين مختلف المراكز المالية، والمراهنة على عدم كفاءة الأسواق المالية.

المجموعة الثالثة: تقوم على استغلال الظروف الخاصة للمؤسسة كقيام هذه الأخيرة بالاندماج أو الحيازة... الخ.

تعد هذه الاستراتيجيات استراتيجيات مختلفة عن الطريقة التي يعتمد عليها باقي المستثمرين المؤسساتيين، مما يعطي لصناديق التحوط طابعا مميزا ومختلفا عن باقي متعاملي السوق، وبالرغم من أن المبدأ العام الذي تقوم عليه هذه الاستراتيجيات، هو عدم الارتباط بمؤشر معين أو بأداء السوق، مما يجعلها تحقق عوائد إيجابية في كل الأحوال، إلا أن الواقع يبين أن صناديق التحوط قد تعرضت لخسائر كبيرة، فهي ليست بمنأى عن تقلبات الأسواق المالية، والجدول التالي يوضح خسائر بعض صناديق التحوط هذه :

جدول 1: الخسائر التي منيت بها بعض صناديق التحوط:

الوحدة مليون دولار

الصندوق	السنة	الخسائر	طبيعة المشكلة
Amaranth	2006	6400	ارتباط استراتيجيته بأسعار الطاقة
Long term capital	1998	3600	مبالغة في استخدام أثر الرفع

المالي، خلال أزمة الديون الروسية			
رهان مشبوه فيه على عملة الين.	2600	2000	Tiger management
خسائر كبيرة في أسواق الانترنت والتكنولوجيا	5000	2000	Soros funds
تلاعب	700	2001	Lipper
تأثر بانهييار عملة الباث التايلندي	125	1997	Global system fund

Source : Alexander Ineichen «The myth. of Hedge funds », cité par: Roger Ferguson, David Laster," Hedge funds et risque systémique", Revue de la stabilité financière, N°10, Avril, 2007, P54.

V- تأثير صناديق التحوط على استقرار الأسواق المالية:

أنشأت صناديق التحوط من أجل التحوط من مخاطر الأسواق المالية، ومحاولة تحييد هذه المخاطر، إلا أن الملاحظ أن العديد منها تحول إلى مضارب مستغل لظروف السوق ومحرك للأوضاع لصالحه.

لمعرفة الدور الذي تقوم به هذه الصناديق، سنقوم بدراسة النقاط التالية:

- دور صناديق التحوط في الأزمة المالية
- درجة الخطر المرتبطة بعمل صناديق التحوط
- تأثير صناديق التحوط على المؤسسات التي تستثمر فيها أموالها.

أ- دور صناديق التحوط في الأزمات المالية :

أ-1-صناديق التحوط والأزمة النقدية الأوروبية :

عرف النظام النقدي الأوروبي تراجعاً في أسعار الصرف خلال سنتي 1992 و1993، وارتفاعاً في معدلات البطالة، وقد توقع المستثمرون تبني الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي سياسات تخفيض قيمة العملات، كما حاولوا الاستفادة من هذه الأوضاع إلى حد جعلهم يسرعون من تخفيض العملات بحدّة أكبر.

لقد استغلت صناديق التحوط الظروف التي مرّ بها النظام النقدي الأوروبي، وكان لصندوق "Quantum" لصاحبه "جورج سورس"، دور كبير خلال أزمة 1992،

بحيث رهن على انخفاض الجنيه الاسترليني، وتسبب في تغيرات كبيرة للعملة البريطانية إلى القدر الذي تسبب في خروجها من النظام النقدي الأوروبي (7)، إلى درجة أنه يقال أن "جورج سورس" هو الرجل الذي تسبب في تفجير بنك إنجلترا.

بالرغم من محاولات بنك إنجلترا تدارك الوضع إلا أن قيام صندوق التحوط Quantum ببيع حوالي 10 ملايين جنيه، وإقناعه لبنوك استثمار أخرى (بنك أمريكا، جي بي مورغان، أنفستمان جونز) بأن الجنيه سينهار، تسبب في إعلان بنك إنجلترا عن خروجه من النظام النقدي الأوروبي، مع تخفيض قيمة العملة بـ15%، وتحصل "سورس" على ربح قدر بحوالي 1,1 مليار دولار. (8)

أ-2- دور صناديق التحوط في أزمة جنوب شرق آسيا:

تعرضت بلدان جنوب شرق آسيا إلى أزمة حادة خلال سنة 1997 بفعل تضافر جملة من العوامل، تمثلت أساسا في سياسة توسعية غير منطقية في منح القروض، بمعدلات منخفضة، ودون توخي الحذر.

من جهة أخرى فإن فتح أسواق هذه البلدان أمام المستثمرين الدوليين، كان على حساب الدارة الحقيقية، مما تسبب في عدم توازن بين القطاعين الحقيقي والنقدي.

كما عرفت العديد من كبريات المؤسسات مشاكل مالية أدت إلى تصفية معظمها، وتراجعت معدلات النمو، وقيمة الصادرات، خاصة بعد تحسن قيمة الدولار الذي كانت العديد من دول جنوب شرق آسيا تربط عملاتها به.

ونظرا لتوالي الانهيارات على مستوى أسواق الأسهم والسندات، بالإضافة إلى المشاكل التي عرفتتها البنوك، قامت "تايلندا" بالتخلي عن ربط عملاتها بالدولار، وقامت في جويلية 1997 بتخفيض عملتها بـ20% مقارنة بالدولار، كما وضعت تايلندا تحت وصاية صندوق النقد الدولي، وحصلت على إعانة بمقدار 40 مليار دولار في أوت 1997. (9)

اتهم الوزير الأول الماليزي صراحة صناديق التحوط، بأنها السبب في الأزمة التي تعرضت لها بلاده وباقي بلدان جنوب شرق آسيا بسبب عمليات المضاربة على عملاتها. (10)

يتفق العديد من المحللين على أن المستثمرين الدوليين وخاصة صناديق التحوط، كانت لها اليد الطولى في انهيار الأسواق المالية لجنوب شرق آسيا، لأنها قامت بتصفية وضعياتها بسرعة مما جعل باقي المستثمرين يتبعون سلوك القطيع ويعمقون انهيار الأسواق.

إلا أن صناديق التحوط وبالرغم من اتخاذها الوضعية القصيرة (البيع) على البات التايلندي، فإن حجم العمليات على العملات لم يكن بالقدر الذي يجعله سببا كافيا لزعة الأسواق، بل يؤكد تقرير صدر عن صندوق النقد الدولي، أن قيام صناديق التحوط بشراء أصول مالية، بأقل من قيمتها، ساهم في التخفيف من حدة أزمة جنوب

شرق آسيا، والعودة السريعة للتوازن (11)، وفي تقرير آخر لصندوق النقد الدولي أعد سنة 2004 بعنوان:

Hedge Funds and recent emerging market, currency Crisis, Global financial stability report.

تم التوصل إلى أن صناديق التحوط لعبت دورا إيجابيا في الأزمات النقدية للبرازيل 1999 تركيا 2001، الأرجنتين 2001، بحيث أنها قامت بالشراء في فترات التراجع، وبالتالي فقد ساهمت في تقليص حدة الأزمات على مستوى مختلف أجزاء أسواق رؤوس الأموال.

أ-3- دور صناديق التحوط في أزمة الرهن العقاري:

تحولت أزمة 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أزمة عالمية انتقلت عدواها إلى كل الدول، وأثير الكثير من الجدل حول دور صناديق التحوط في هذه الأزمة، باعتبارها أحد الأطراف الفاعلة في سوق المشتقات على القروض، وقد كانت تضم في حافظتها جزء كبير من التزامات الدين المضمونة CDO، وخاصة الفئة الأكثر خطرا مقارنة بباقي المستثمرين كما يوضحه الجدول التالي:

جدول 2: مشتروا التزامات الدين المضمونة CDO

الأصول المسيرة %	البنوك %	صناديق التحوط %	شركات التأمين %	شرائح CDO
5,8	14,5	12,1	6,9	AAA
4	3,5	4	1,2	Aa
2,9	1,4	4,6	0,3	A
0,3	0,3	4,3	0,6	BBB
0,3	0,3	2,3	00	BB
1,7	4,9	19,1	0,9	الأسهم السائلة
18,8	24,9	46,5	9,8	المجموع %
564	746	1396	295	مليون دولار

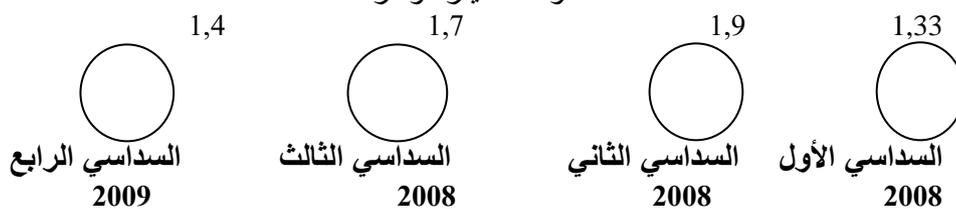
Source: Blundel –Wi Gnall, "Structured products: Implications for financial Markets", OECD Financial Market trends, N°93, Vol, 2007, P45.

لقد كان بحوزة صناديق التحوط نصف القيمة تقريبا من منتجات (CDO) التي يملكها باقي المستثمرين المؤسساتيين، و80% من الشرائح الأكثر خطرا، وبالرغم من أنها جنت أرباحا طائلة من ورائها، إلا أنها منيت بخسائر كبيرة عندما فقدت التزامات الدين المضمونة (CDO) قيمتها، والشكل التالي يوضح تأثير صناديق التحوط بأزمة

الرهن العقاري:

شكل (3) حجم صناديق التحوط خلال أزمة الرهن العقاري

الوحدة مليار دولار



Source : www.Fimmac. Blogs pot.com

وقد عاودت أصول صناديق التحوط في التحسن في بداية 2009، واستطاعت أن تحقق أرباحا بلغت 55,5 مليار دولار، وهي أكبر أرباح تحققها منذ 2007. (12)

تعتبر العلاقة التي تربط صناديق التحوط بالبنوك بأنها القناة التي انتقلت بواسطتها الاضطرابات على مستوى هاتين الهيأتين إلى باقي قطاعات السوق، فمن جهة مكنت صناديق التحوط البنوك من تصريف كميات كبيرة من المنتجات المورقة التي تسببت في أزمة الرهن العقاري، ومن جهة أخرى فإن استدعاء البنوك للقروض التي منحها لصناديق التحوط خلال فترة الأزمة، أدى بهذه الأخيرة لتصفية وضعيتها بكثافة وسرعة لتلبية التزاماتها لأنها تعتمد بشكل كبير على السحب على المكشوف، وأثر الرفع المالي، مما تسبب في انخفاض موجودات صناديق التحوط، وتقويض جدارتها الائتمانية، كما أفلس العديد منها وانتشرت آثار الأزمة من مكان لآخر.

يؤكد تقرير صندوق النقد الدولي أن صناديق التحوط لم تتعرض سوى لـ 22.8% من المخاطر الناتجة عن سندات الدرجة الثانية في 2006، مقابل 53.3% بالنسبة للبنوك، أما سنة 2007 فإن خسائر الصندوق قدرت بـ 20.4 مليار دولار مقابل 28.8 مليار دولار بالنسبة للبنوك. (13)

مما يعني أن البنوك هي التي كانت أكثر عرضة للخسائر وتأثيرا على السوق المالي مقارنة بصناديق التحوط.

لقد ارتفعت جاذبية الاستثمار في صناديق التحوط بعد أزمة الرهن العقاري لان صناديق التحوط حققت مستويات أعلى من العوائد وقدر أقل من التقلبات خلال الأزمات المالية مقارنة بفئات الاستثمار الأخرى. (14)

ويمكن القول إذن أن صناديق التحوط لم تلعب دورا في اندلاع أزمة الرهن العقاري، وتراجع أداء الأسواق المالية، إلا أنها كانت قناة سمحت بانتقال أثرها إلى مختلف الأسواق وبين المتعاملين، بسبب التنازل المكثف عن الأصول التي بحوزتهم.

ب-درجة الخطر المتعلقة بنشاط صناديق التحوط:

يعتقد البعض بأنّ الاستثمار في صناديق التحوط، يؤثر سلباً على السوق المالي، ويعتبر عامل لاستقرار، ويستدلون على ذلك بالأزمات التي عصفت بالاقتصاد العالمي، كما سبق وذكرنا، إلا أنّ هناك من الدلائل ما يشير إلى أن صناديق التحوط تساهم في إعطاء دفع إيجابي للسوق المالي، ويمكن إيضاح ذلك عبر النقاط التالية:

-يستخدم معامل "شارب" "sharpe" لقياس كفاءة وفعالية صناديق التحوط مقارنة بمختلف الأصول الممكن الاستثمار فيها.

يعبر معامل "شارب" عن العلاقة بين المردودية المرتفعة من جهة، والمردودية دون مخاطرة من جهة أخرى.

يمثل الجدول التالي قيمة هذا المعامل بالنسبة لصناديق التحوط، خلال فترة معينة مقارنة بباقي المتعاملين حسب المعلومات المتاحة.

جدول رقم (3) معامل شارب لصناديق التحوط

معامل شارب	2003- جوان 2007	2003 – نوفمبر 2007
صناديق التحوط	2,39	2,25
سندات عمومية للولايات المتحدة الأمريكية	-0,04	0,1
أسهم الأسواق الناشئة	2,2	2,37

Source : Merrill Lynch, Natixis Report, 2008 ;P15:

يتميز الاستثمار في صناديق التحوط بمعامل "شارب" مرتفع، وهو ما يعني مردودية مرتفعة بالنسبة للخطر مقارنة بباقي الاستثمارات، لأنّ استثماراتهم غير مرتبطة بمردودية الأسواق المالية أو تراجعها، وبالتالي فإنّ اتهامهم بالقيام بدور سيء، هو أمر غير صحيح.

-إن قيام صناديق التحوط باتخاذ وضعية البيع عند انخفاض أسعار السوق، وبالشراء عندما ترتفع الأسعار، يساهم في إعادة أسعار الأصول المالية إلى وضعها التوازني.

لكن لا يحدث ذلك في كل الحالات، إذ أن قيام صناديق التحوط، بتصفية وضعياتها مباشرة خلال الثلاثي الذي سبق حدوث أزمة الانترنت، أدى إلى عدم تحقيق القيمة العادلة للأسهم وتعميق انحرافات الأسعار. (15)

- لقد ساهمت صناديق التحوط في تطوير سوق مشتقات القرض، وخلق منتجات مالية جديدة، مما سمح بتنويع وتوزيع المخاطر، إلا أنّ اعتمادهم على أثر الرفع المالي، وعدم شفافية معاملاتهم، بإمكانه أن يكون سببا في خطر نظامي، ينتقل عن

طريق قناة البنوك، وباقي المستثمرين إلى كل أجزاء الأسواق، ويتسبب في تشويه نظام الأسعار.

- تتخذ صناديق التحوط دورا قياديا في الأسواق المالية، بحيث أنها تتوقع تطورات الأسعار، وتتبنى استراتيجيات معينة بناء على ذلك، وبالتالي فهي لا تتبع ما يطلق عليه "سلوك القطيع"، أي أنها لا تقلد تصرفات باقي المستثمرين، وهو ما يحسن كفاءة الأسواق، ويساهم في اكتشاف الأسعار الحقيقية للتوازن.

- تساهم صناديق التحوط في سيولة السوق المالي خاصة على مستوى أسواق السندات (16)، كما أنها تواصل عملياتها، بالرغم من الظروف السيئة، التي قد يعرفها القطاع الذي تمارس نشاطها فيه، لأنها لا تتأثر بأدائه، وتستعمل أثر الرفع المالي، أي لا تعتمد على أموالها الخاصة.

- إن الخسائر التي تعرض لها صندوق التحوط LTCM في 1998، وصندوق Amaranth في 2006، لم يكن لها تأثير على باقي صناديق التحوط، ولم ينتقل أثرها إلى باقي المتعاملين، مما يعني أن ما يعاب على صناديق التحوط في كونها تؤثر سلبا في حالة إفلاسها على أجزاء كبيرة من الأسواق المالية، هو أمر غير مؤكد، مع الإشارة إلى أنه تم إنقاذ صندوق LTCM من طرف البنك الاحتياطي الفدرالي خوفا من التأثير السلبي لإفلاسه على باقي النظام المالي.

ج- دور صناديق التحوط في تحديد قيمة المؤسسات :

توصلت دراسة نشرت من قبل Warton School سنة 2006، إلى أن صناديق التحوط تؤثر إيجابيا على قيم المؤسسات التي تساهم فيها، إذ لوحظ ارتفاع إيجابي يتراوح بين 5 و7% خلال السنة الموالية لإعلان صندوق التحوط شراء أسهم المؤسسة، كما ترتفع الأرباح بنسبة 11% دون تراجع. (17)

إن السياسة التي تتبعها صناديق التحوط من شأنها التأثير على قيمة أسهم المؤسسة واستقرارها، وغالبا ما يكون دور صناديق التحوط فعالا (Activiste) عند حيازة المؤسسة، لأنّ الغاية هي تحقيق العائد، وهو ما يؤثر على القيمة البورصية لها، إلا أنه عندما تكون إستراتيجية صناديق التحوط قصيرة المدى فإنها لا تساهم في العمليات الاستثمارية للمؤسسات أو عمليات البحث والتطوير.

الخاتمة

تؤثر صناديق التحوط على ديناميكية الأسواق المالية، فهي أحد المستثمرين المؤسساتيين الفعالين في مجال التسيير البديل، وتربطها علاقات مع باقي المتعاملين، مما يجعل منها قناة لانتقال المخاطر والأزمات.

لا يمكن التغاضي عن الدور الإيجابي لصناديق التحوط والمتمثل خاصة في توفير السيولة والبحث عن السعر التوازني لمختلف الأصول المالية، من جهة أخرى فإنّ

تأثرها بالأداء السلبي للأسواق المالية، أو تأثرها بتصرفات باقي المتعاملين يعد ضئيلاً، لأنها تعتمد بشكل كبير على أثر الرفع المالي والسحب على المكشوف، وتبحث دائماً عن المردودية المطلقة بعيداً عن أداء السوق.

بالرغم من الدور الايجابي الذي تلعبه صناديق التحوط على مستوى الأسواق المالية، إلا أنها تعد مصدراً من مصادر الخطر الذي يهدد استقرار هذه الأسواق خصوصاً عند المبالغة في الاقتراض، أو عندما تستعمل كطريقة لتبييض الأموال والتهرب من الضرائب.

لا تفرض على صناديق التحوط قوانين صارمة تنظم عملها، إلا أن هناك محاولات عديدة بشكل منفرد على مستوى البلدان لمحاولة تقنين عملها مع إعطائها الحرية التي لا تقيد نشاطها.

الهوامش

1. Gerard Marie Henry: "Les hedge funds", Eyrolles, Editions d'organisation, 2008, P16.
2. Ibid.
3. Royer Cole, "Hedge funds, transfert du risque de crédit et stabilité financière", revue de la stabilité financière, Numéro spécial, Avril 2007, N°10, P8.

4. انظر:

- Gerard Marie Henry: "Les hedge funds", Op.cit, PP16-17.
- Andrew crockett: "Evolution et régulation des Hedge Funds", Banque de France, Revue de la stabilité financière, Numéro Special, Hedge Funds, N°10, Avril 2007, PP20-21
- 5. Alexander Elder, "Vendre et vendre à découvert", Valor éditions, 2013, P5.

6. انظر:

- Gerard Marie Henry: "Les hedge funds", Op.cit, PP135-146.
- Précis sur les fonds de couverture, AIMA, Canada, 2005, PP14-23.
- 7. Gerard Marie Henry: "Les hedge funds", Op.cit, P58.
- 8. www.captaineconomics.fr .
- 9. R.Boyer, "les crises financières, Rapport du conseil d'analyse économiques, la documentation française, 2004, P85.
- 10. François Serge l'habitant, "hedge funds, origine, stratégie,

- performance”, Dunod, Paris, 2008, P16.
11. Eichengreen et autre, “Démystifier les Hedge funds”, Finance et développement, Volume 43, N°2, Juin 2006.
 12. www.aljazeera.net.
 13. International Monetary Fund "containing systemic risks and resorting Financial soundness "Global Financial Stability Report, Washington, April, 2008.
 14. www.captaineconomics.fr
 15. Markus Brunnermeir Stephan Nagel “Hedge funds et la bulle technologique”, Working paper, Université de Princeton, mai, 2002
 16. Agrawal ,Fung "Liquidity provision in the convertible bond markets "disponible sur :[http:// faculty research.london.edu/docs](http://faculty.research.london.edu/docs). Vu le : 09/01/2015.
 17. Librairie.immateriel.fr

قائمة المراجع

- Agrawal ,Fung "Liquidity provision in the convertible bond markets "disponible sur :[http:// faculty research.london.edu/docs](http://faculty.research.london.edu/docs).
- Alexander Elder, “Vendre et vendre à découvert”, Valor éditions, 2013.
- Andrew crockett: “Evolution et régulation des Hedge Funds”, Banque de France, Revue de la stabilité financière, Numéro Special, Hedge Funds, N°10, Avril 2007
- Blundel –Wi Gnall,"Structured products: Implications for financial Markets", OECD Financial Market trends, N°93, Vol, 2007.
- Eichengreen et autre, “Démystifier les Hedge funds”, Finance et développement, Volume 43, N°2, Juin 2006.
- François Serge l’habitant, “hedge funds, origine, stratégie, performance”, Dunod, Paris, 2008.
- Gerard Marie Henry: “Les hedge funds”, Eyrolles, Editions d’organisation, 2008.
- International Monetary Fund "containing systemic risks and resorting Financial soundness "Global Financial Stability Report, Washington, April, 2008.
- Librairie.immateriel.fr
- Markus Brunnermeir Stephan Nagel “Hedge funds et la bulle technologique”, Working paper, Université de Princeton, mai, 2002
- Merrill Lynch, Natixis Report, 2008 .

- Précis sur les fonds de couverture, AIMA, Canada, 2005, PP14-23.
- R.Boyer, ‘‘les crises financières’’, Rapport du conseil d’analyse économiques, la documentation française, 2004.
- Roger Ferguson, David Laster," Hedge funds et risque systémique", Revue de la stabilité financière, N°10, Avril, 2007.
- Royer Cole, ‘‘Hedge funds, transfert du risque de crédit et stabilité financière’’, revue de la stabilité financière, Numéro spécial, Avril 2007, N°10.
- www.aljazeera.net.
- www.captaineconomics.fr
- www.Fimmac.Blogs.pot.com
- www.hedgefundresearch.com