

## دور الوساطة المالية الحديثة في أزمة الرهن العقاري

### ملخص:

**لقد** أدت عملية التحرير المالي المرافقة للعولمة إلى اندماج الأسواق المالية العالمية ، و انخراط مؤسسات مالية غير مصرفية في ممارسة نشاط الوساطة المالية ، فتلاشى مبدأ التخصص لصالح المصرفية الشاملة ، و في إطار مواجهته المنافسة الشديدة و توزيع المخاطر ظهرت ابتكارات و عقود جديدة تتميز بالتركيب و الغموض ، ساهمت هذه الابتكارات في اتجاه الوساطة المالية أكثر نحو أدوات المديونية متسببة في اتساع الهوة بين الاقتصاد الحقيقي و المالي ، و كذلك انقلاب هرم السيولة العالمية . شكلت هذه الأوضاع تهديدا للاستقرار المالي العالمي تجسد في أزمة الرهن العقاري .

**الكلمات المفتاحية :** الوساطة ، المالية ، الأزمة ، المشتقات المالية ، التحرير المالي ، الأسواق المالية

بريك فريد

د. بوعتروس عبد الحق

كلية العلوم الاقتصادية

جامعة قسنطينة 2

### مقدمة:

**تشكل** الوساطة المالية غير المباشرة أهمية كبيرة للمجتمع و من ورائه الاقتصاد ككل فمن خلال هذه الوظيفة يتم حقن النشاط الاقتصادي أو الدورة الاقتصادية بالسيولة اللازمة بأقل تكلفة و فاعلية و رتابة ( حجم و نوع السيولة اللازمة ) ، و ذلك انطلاقا من مبدأ التخصص و التفرغ ثم التحكم و الإبداع و الفاعلية .

### Abstract:

**I have** led the process of financial liberalization associated with globalization integration into global financial markets, and the involvement of financial institutions, non-banking practice brokerage, Vtlashy principle of specialization in favor of universal banking, and in the context of confronting intense competition and the distribution of risk appeared innovations and new contracts are characterized formulatorsand mystery, these innovations contributed to the direction of financial intermediation more towards debt instruments, causing the widening gap between the real economy and the financial, as well as the pyramid of global liquidity coup. These conditions formed a threat to the stability of the global financial embodied in the mortgage.

إن كفاءة وظيفة الوساطة المالية ليست في توظيف الادخار من خلال حقن السيولة كما ذكرنا فقط وإنما كذلك في تعبئتها للادخار خاصة منه قصير الأجل و بالتالي عدم تعطيل الموارد داخل المجتمع من خلال إيجاد قنوات ملائمة و مناسبة لضعفها في الدورة الاقتصادية و بالتالي عدم بقاءها خارج الدورة .  
إن وظيفة الوساطة المالية تتكون من ثلاثة أجزاء مترابطة و متكاملة و محددة الصلاحيات مشكلة في تفاعلها أداء النظام المالي للمجتمع ، هذه الأجزاء الثلاثة هي : المؤسسات ، الأدوات ، الضوابط ، أما الأولى فهي المؤسسات التي تمارس وظيفة الوساطة المالية و يأتي على رأسها أعلى سلطة نقدية ممثلة في البنك المركزي ، في حين تتمثل الأدوات في مختلف الأصول المالية أو المنتجات التي من خلالها يتم تبادل الثروات في المجتمع ، أما الضوابط فهي القيود التي تجعل كل مؤسسة من مؤسسات النظام المالي تمارس وظيفة محددة فالبنك المركزي هو الوحيد في إطار النظام المالي من يتمتع بصلاحيات إصدار النقد مثلا بالشكل الذي يراعى فيه التوازن بين الأصول المالية و الأصول الحقيقية على المدى المتوسط و الطويل .

### الإشكالية :

لقد أحدثت موجة التحرير المالي في نهاية القرن الماضي (بداية سنوات الثمانينات ) ثورة في مجال الوساطة المالية مست جميع أركان هذه الوظيفة من المؤسسات مرورا بالأدوات ووصولاً إلى قواعد و ضوابط الوساطة المالية ، غيرت من شكل أو هيكل و بنية مؤسسات و أدوات الوساطة المالية فاسحة المجال لتقاليد مالية جديدة ترتبط بابتكارات و منتجات تتسم بالتركيب و الغموض ، وكذلك متدخلون جدد (أكثر فاعلية ) يستحوذون على مساحة واسعة من نشاط الوساطة المالية لكنهم بعيدون عن الإشراف و المراقبة .

كما أن الأسواق المالية (أسواق الوساطة المالية) بدورها أصبحت تمارس أدواراً غير تقليدية تتجاوز تعبئة و توظيف الادخار ، فقد أصبحت هذه الأسواق تشبه سلطة نقدية عامة من خلال تسييل الأصول المالية و تحويل المديونيات الخاصة إلى مديونية على الاقتصاد الوطني .  
لقد أدت هذه الديناميكية في مجال الوساطة المالية إلى تهديد أسس الاستقرار في النظام المالي معرضة إياه إلى تقلبات حادة أعقبها فقدان الثقة وتلاها انهيار المؤسسات المالية ملقبة بضلالها على الاقتصاد الحقيقي و مسجلة أعنف أزمة مالية منذ أزمة الكساد العظيم ، إذا:

- ما هو دور الوساطة المالية الحديثة في هذه الأزمة ؟ أو بالأحرى ما هي علاقة هذه الديناميكية في مجال الوساطة المالية بأزمة الرهن العقاري ؟  
و للإجابة على هذا السؤال يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية :

- ما هي خصائص الوساطة المالية الحديثة ؟
- ما هو أثر التحرير المالي على تغير بنية و هيكل الوساطة المالية ؟
- ما هو أثر التغير في هيكل و بنية الوساطة المالية على الاستقرار المالي في أزمة الرهن العقاري ؟

للإجابة على هذه الإشكالية قسمنا الموضوع إلى ثلاث محاور كما يلي :

- المحور الأول : تنامي دور الوساطة غير المصرفية
- المحور الثاني : التحرير المالي و أثره على تطور أدوات الوساطة المالية
- المحور الثالث : أزمة الرهن العقاري ودور الوساطة المالية الحديثة

**المحور الأول : تزايد دور الوساطة المالية غير المصرفية و تغير هيكل الوساطة المالية**  
يعتبر مبدأ التخصص أهم ما يميز الوساطة المالية التقليدية ، إلى جانب ذلك كانت تضطلع بهذه الوظيفة مؤسسات ذات طبيعة قانونية محددة لمباشرة تصرفات مالية تتمثل في فتح الحسابات وتقديم القروض و الخدمات المصرفية المختلفة ، و بالتالي استحوذت هذه المؤسسات المالية المصرفية على نشاط الاستثمار و الادخار في المجتمع ، ووفقا للمبدأ السابق فقد تخصصت البنوك التجارية في النشاط المالي قصير الأجل ، و من ثم تقديم قروض قصيرة الأجل تتناسب مع طبيعة مواردها ( ادخار قصير الأجل ) ، في مقابل ذلك تقوم بنوك الأعمال (الاستثمار) و البنوك المتخصصة بتعبئة و توظيف الموارد المرصودة للاحتياجات طويلة الأجل من جهة و تركيز نشاط الوساطة لهذه البنوك في قطاعات محددة كالزراعة و الصناعة و الخدمات و السكن من جهة أخرى ، و بالتالي يتخصص كل بنك في إدارة و تسبير الأصول المالية في قطاع محدد لا يتجاوزه إلى غيره .

لكن بفعل العولمة و عمليات التحرير المالي في نهاية القرن الماضي و التي أدت إلى اتساع و اندماج الأسواق المالية ، وكذا دخول مؤسسات مالية غير مصرفية مجال الوساطة المالية تغيرت كثير من المفاهيم ، فقد أدى تزايد دور شركات التأمين و صناديق التقاعد و صناديق الاستثمار في ظل هذه الديناميكية إلى اشتداد المنافسة داخل هذه الأسواق ، و لمواجهة هذا الوضع لجأت مؤسسات الوساطة المالية المصرفية إلى تنويع المحفظة الاستثمارية و توزيع المخاطر، و بالتالي دخول مجالات استثمار شاملة من أجل تنويع العوائد و تشتيت المخاطر و كان ذلك إذا ما يسقط مبدأ التخصص لصالح المصرفية الشاملة ، هذا ما سنقف عليه في هذا المبحث من خلال المطلبين أدناه .

#### أولا : الوساطة المالية التقليدية و تلاشي مبدأ التخصص

##### 1- مفهوم و نشأة الوساطة المالية

**1-1- مفهوم الوساطة المالية :** عرفت الوساطة المالية بعدة تعاريف كما يلي  
هي العملية التي تقوم بها هيئات مالية متخصصة تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقترضين إلى علاقة غير مباشرة ، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي ، وبهذه الطريقة تصل بين طرفين متناقضين في أوضاعها وأهدافها المستقبلية<sup>(1)</sup>.

الوسطاء الماليون هم وحدات اقتصادية وظيفتها الأساسية شراء الأوراق المالية من المقرضين النهائيين، وإصدار دين غير مباشر على نفسها لصالح المقرضين النهائيين<sup>(2)</sup>.  
مما سبق يمكن تعريف الوساطة المالية بأنها تلك الوظيفة التي من خلالها تتساقب الأموال بين أصحاب العجز و أصحاب الفائض ، و بالتالي نقل العلاقة بينهم من علاقة مباشرة إلى علاقة غير مباشرة ، كما أن هذه الوظيفة تنطوي على ثلاث مكونات أساسية مشكلة في تفاعلها نشاط أسواق الوساطة المالية وهي

- المؤسسات و تتشكل من مجموع المتدخلين في أسواق الوساطة المالية
- الأدوات أو المنتجات وتتمثل في الحسابات و الودائع إلى جانب الأسهم و السندات ثم عقود المشتقات و التوريق
- القواعد و الضوابط

##### 1-2- نبذة تاريخية : كيف ظهرت و تشكلت وظيفة الوساطة المالية

إن ظهور هذه الوظيفة في شكلها الأول كان في إيطاليا مركز التجارة و المبادلات التجارية في أوروبا في القرن السادس عشر، حيث كان للصرافين الدين يقومون بمبادلة العملة للتجار بغرض تسهيل المبادلات التجارية دورا في بروز هذه الوظيفة ، فبعدما كانت مهمتهم تقتصر على مبادلة العملات ، وبسبب الثقة التي كانوا يتمتعون بها وسط التجار ، فإنهم أصبحوا يحتفظون بأموال هؤلاء التجار لتأمينها من السرقة و الضياع مقابل عمولة و عندما لاحظوا بأن هذه الفوائض تبقى لديهم لمدة طويلة قاموا بتقديم جزء منها في شكل قروض ومن ثم أصبحت لهؤلاء الصيارفة وظيفة جديدة بعد وظيفتي مبادلة العملات و قبول الودائع أي الاحتفاظ بأموال التجار ، هذه الوظيفة هي تقديم القروض . يمكن أن نستنتج مما سبق ملاحظتين :

- أن الثقة عنصر أساسي في تشكل هذه الوظيفة
- أن هذا النشاط في هذه المرحلة كان يقوم به أشخاص طبيعيين لا يخضعون لأي سلطة رقابية إن اتساع وتطور النشاط الاقتصادي و التجاري في أوروبا و حاجة هذا النشاط لهذه الوظيفة جعل الحكومات الأوروبية تتدخل لتنظيم و تأسيس هذا النشاط فظهرت البنوك التجارية في هولندا و إيطاليا وغيرهما من الدول الأوروبية ، حيث اضطلعت هذه البنوك بوظيفة تلقي الودائع من التجار و الأفراد و تقديم القروض لتمويل النشاط التجاري و الاقتصادي ، ثم أعقب ذلك ظهور البنوك المركزية ، عموما تميزت هذه المرحلة بما يلي :
- أن نشاط الوساطة المالية أصبح يدار من طرف مؤسسات تتمتع بالشخصية المعنوية وهي البنوك التجارية والتي تخضع لرقابة جهات إشرافية معينة ليس بالضرورة هدفها الربح و هي البنوك المركزية .

### 1-3- الوساطة المصرفية و المالية و قاعدة التخصص

اتجهت الصناعة المصرفية التقليدية نحو التخصص ببعديه القطاعي و الزمني ، كتمويل التجارة أو الاستثمار ، أو التمويل بحسب نوع النشاط ، كالفلاحة أو السكن أو السياحة ... ، كما ارتبط التخصص كذلك بنوعي التمويل ، القصير من جهة ، والمتوسط و الطويل من جهة أخرى ، و بالتالي أصبح لهذه الوظيفة سوقين كما يلي :

-**السوق النقدي**: هو عبارة عن سوق استثمار قصير الأجل لا يتجاوز تاريخ الاستحقاق فيه سنة واحدة أي أنه عبارة عن سوق تتم فيه عمليات الإقراض و الاقتراض فيما بين البنوك المحلية أو المحلية والأجنبية لأجل أقل من سنة و يعتبر هذا السوق مصدرا لتمويل رأس المال العامل و بالتالي توفير السيولة من جهة و تعبئة الادخار القصير الأجل و الحيلولة دون بقاءه خارج الدورة الاقتصادية من جهة أخرى ، تعتبر البنوك التجارية أهم المتدخلين في هذا السوق ، و تتمثل أدواته في الادوات و الأوراق التجارية

- **سوق رأس المال** : هو الذي يتم فيه تداول و تبادل الأدوات المالية طويلة الأجل و بالتالي هو عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين و المشترين لهذا النوع من الأصول أو الأوراق المالية ، و يعتبر التعامل بالأوراق المالية بيعة و شراء إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد و المؤسسات و القطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات و تهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي<sup>(3)</sup> ، حيث ينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق أولي و يسمى سوق الإصدار يتم فيه إصدار الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم و السندات ، و سوق ثانوي يتم فيه تداول الأوراق المالية شراء و بيعة عبر السماسرة و الوسطاء، و لذلك يطلق عليه سوق التداول (البورصة) و يتم التعامل في هذا السوق بالأسهم و السندات التي سبق إصدارها و التي يتم تداولها بين المستثمرين ،

أما المتدخلون في هذا السوق فهم بنوك الاستثمار (الأعمال) ، البنوك المتخصصة

### 2- ظهور البنوك الشاملة و تلاشي مبدأ التخصص

تعتبر العولمة التي أدت إلى اندماج الأسواق المالية الدولية ، و ما رافقها من عمليات التحرير المالي في بداية سنوات الثمانينات و التي أدت بدورها إلى رفع الحواجز أمام تدفق رأس المال البيئة التي نشأت في ظلها فكرة المصرفية الشاملة ، حيث أدت المنافسة الشديدة في ظل الأسواق المتشابهة إلى تشكيل كيانات مصرفية كبيرة عن طريق الاندماج و من أجل الاستحواذ و السيطرة ، و لمواجهة المنافسة خاصة من قبل مؤسسات الوساطة غير المصرفية لجأت البنوك إلى تنويع استثماراتها و بالتالي الدخول في مجالات استثمارية لم تكن معهودة و البحث عن فرص جديدة لتنويع مصادر الدخل و العوائد و كذلك توزيع المخاطر فتلاشى مبدأ التخصص الذي كان بمقتضاه أن يتخصص كل نوع من البنوك في إدارة أنواع معينة من الأصول المالية تتماشى مع الأنواع المحددة من الموارد ، كأن يقوم مصرف بفتح شركة للتأمينات على الحياة أو الممتلكات لذا نجد الآن مصرفا تجاريا يمارس أعمال الاستثمار وكذلك الشركات القابضة المصرفية تمارس العديد من الأعمال في إدارة واحدة توزيعا للمخاطر و مواجهة المنافسة ، و قد

أضافت هذه المصارف إلى أعمالها المشتقات المالية والعقود المستقبلية وكافة الأدوات المستخدمة في الاستثمار وإدارة المخاطر المالية<sup>(4)</sup>

## 2-1-1- مفهوم وخصائص ووظائف البنوك الشاملة

### 2-1-1- مفهوم البنوك الشاملة

يمكن أن تعرف بأنها تلك الكيانات المصرفية التي تسعى دائما وراء تنوع مصادر التمويل وتعبئة أكبر قدر من المدخرات من كافة القطاعات وتوظيف مواردها وتفتح وتمنح الائتمان المصرفي لجميع القطاعات، كما تعمل على تقديم كافة الخدمات المتنوعة والمتجددة التي قد لا تستند إلى رصيد مصرفي بحيث نجد أنها تجمع ما بين وظائف البنوك التجارية التقليدية ووظائف البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال إذا فهي بنوك تقوم بأعمال كل البنوك وبالتالي فهي غير متخصصة وتنوع خدماتها ومصادر تمويلها، وعليه فإن إستراتيجية البنوك الشاملة تقوم على التنوع بهدف استقرار حركة الودائع وانخفاض مخاطر الاستثمار<sup>(5)</sup>

### 2-1-2- خصائص البنوك الشاملة:

توجد ثلاثة خصائص أساسية تنسجم بها البنوك الشاملة يمكن توضيحها بإيجاز فيما يلي<sup>(6)</sup> :  
- أداء مجموعة متكاملة من الخدمات بحيث تقوم البنوك الشاملة بتقديم الخدمات المصرفية التقليدية و المستحدثّة و تعمل على دعم الاستثمار و تنميته ، كما تمارس أيضا كل العمليات المصرفية بالإضافة إلى تقديم خدمات التأمين .

- التنوع في مصادر التمويل و الاستثمار حيث تلجأ البنوك الشاملة إلى التنوع في مصادر تمويلها عن طريق اللجوء إلى مصادر غير تقليدية بالإضافة إلى تنوع أدوات الاستثمار و كذلك تنوع الأنشطة التي تتعامل فيها و بالتالي توزيع المخاطر التي تتعرض لها.

- الانتشار: حيث تمارس البنوك الشاملة أعمالها في مناطق جغرافية متعددة تنتشر فيها سواء كان ذلك داخل الدولة أو خارجها.

### 2-1-3- وظائف البنوك الشاملة

يمكن تحديد وظائف البنوك الشاملة كما يلي<sup>(7)</sup>:

- القيام بالوظائف التقليدية للمصارف و تطويرها بالاعتماد على التكنولوجيا الحديثة .
- القيام بخدمات ترويج الأسهم وإدارة الاكتتاب فيها، والخدمات المتعلقة بالمستقبلات والعقود الآجلة
- اكتشاف وتحليل ودراسة الفرص الاستثمارية والترويج لها.
- العمل على تحويل الأصول العينية (مباني، عقارات، آلات ومعدات) إلى أصول نقدية يمكن الاستفادة بها من قبل المساهمين والمستثمرين.
- الترويج للمشروعات المطروحة للخصخصة محليا ودوليا.
- الاستثمار المباشر في المشروعات التنموية العملاقة وتقديم الرأي فيما يتعلق بالمخاطر المرتبطة بها
- الاشتراك في إدارة عمليات الاندماج بين المصارف ومؤسسات التمويل وعمليات الشراء من قبل المصارف والمستثمرين.

### ثانيا: تزايد دور و أهمية الوساطة المالية غير المصرفية

تتمثل مؤسسات الوساطة المالية غير المصرفية في :

#### 1- صناديق الاستثمار

ظهرت سنة 1924 في و م الأمريكية ونمت بشكل كبير عقب الحرب العالمية الثانية حيث بلغ عددها 352 صندوق عام 1947 بأصول صافية بلغت 4 مليار دولار<sup>(8)</sup>، تتخذ هذه الصناديق صفة شركة استثمار تشرف عليها جهات حكومية متخصصة لغرض الرقابة والتوجيه وتقوم هذه الصناديق بجمع الاشتراكات عن طريق إصدار وحدات استثمارية متساوية القيمة عند الإصدار شبيهة بالأسهم ، يعتمد في تصنيف صناديق الاستثمار على معيارين كما يلي<sup>(9)</sup> :

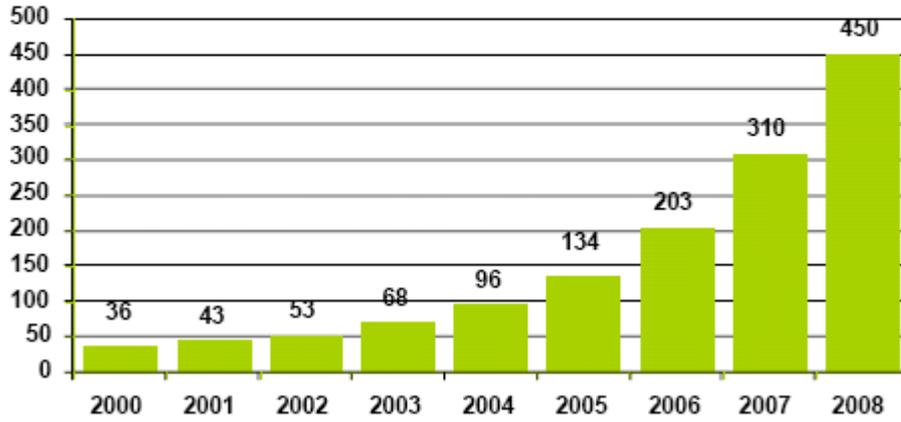
- هيكل رأس المال و بحسب هذا المعيار تنقسم صناديق الاستثمار إلى صناديق استثمار مفتوحة و صناديق استثمار مغلقة
- السياسة الاستثمارية و بحسب هذا المعيار نجد صناديق الأذون و الأوراق التجارية ، صناديق السندات ، الصناديق المتخصصة ، صناديق النمو ، صناديق الخل

## 2- صناديق التحوط

صندوق التحوط Fund Hedge وتدعى أيضاً المحفظة الوقائية هي صندوق استثمار يستخدم سياسات وأدوات استثمارية متطورة لجني عوائد تفوق متوسط عائد السوق أو معيار ربحي معين بدون تحمل نفس مستوى المخاطر، من الأدوات التي تستخدمها صناديق التحوط هي المشتقات المالية والعقود الآجلة والمقايضات، أما السياسات الاستثمارية المستخدمة فهي الرفع المالي والبيع على المكشوف<sup>(10)</sup> لقد تزايد عدد هذه الصناديق و أصولها بمعدلات كبيرة خلال الفترة 2008-2000 بحيث تضاعف عددها حوالي 12 مرة ، فأصبحت تسيطر على مساحة واسعة من نشاط الوساطة المالية ، و الشكل الموالي يبين ذلك

شكل 1 : تطور عدد صناديق التحوط من 2000-2008

## Estimated growth in commodity hedge funds



المصدر : [http://seekingalpha.com/article/77282-a-commodity-hedge-fund-in-every-pot#comments\\_header](http://seekingalpha.com/article/77282-a-commodity-hedge-fund-in-every-pot#comments_header)

أهم ما يميزها عن صناديق الاستثمار الأخرى ما يلي<sup>(11)</sup>

- قيمة الاشتراك بالصندوق عالية حيث تتراوح ما بين 500 ألف دولار إلى مليون دولار كحد أدنى للاشتراك فهو يعتبر من الأوعية الاستثمارية الخاصة بالأثرياء
- يتقاضى مديرو صناديق التحوط أجوراً عالية جداً حيث تتراوح ما بين 1-2% من قيمة الأصول إضافة إلى 20% من الأرباح
- صناديق التحوط هي وعاء استثماري خاص يضم عدداً محدداً من المستثمرين لا يزيد في الأغلب على 499 مستثمراً غرضه الاستثمار في الأوراق المالية

- صناديق التحوط غير خاضعة للتسجيل تحت أنظمة الجهات الرقابية المناط بها مراقبة الصناديق الاستثمارية لأنها عبارة عن عقد شركة بين المستثمر والجهة المدبرة للصندوق

### 3- صناديق التقاعد

هي مؤسسات مالية تقوم بجمع المساهمات من العاملين المستثمرين بالضمان وتكون مؤسسات خاصة وحكومية وتستثمر حصيلة الأموال التي تجمعها في الأسواق المالية وتقدم فيما بعد معاشات التقاعد لهؤلاء العاملين عند عجزهم أو إحالتهم إلى التقاعد<sup>(12)</sup>.

توفر صناديق التقاعد للعاملين خططا للادخار تستخدم عند الوصول لسن المعاش فيتم ادخار جزء من الدخل الصافي للفرد على مدار سنوات العمل في شكل نظام التأمينات الاجتماعية ومعاشات خاصة أخرى وقد يؤدي ذلك إلى تخفيض الميل الحدي للادخار لدى بعض الأفراد مما يدعو إلى ضرورة الاهتمام بالتخطيط الاستثماري لتلك الأموال المخصصة لغرض تحقيق أهداف صناديق المعاشات<sup>(13)</sup>.

تقوم صناديق التقاعد عادة بشراء أسهم الشركات الجيدة ومن قطاعات مختلفة بناء على تحليلات مالية واستثمارية معقدة ومتخصصة وتوزع استثماراتها في الأسواق المالية بين استثمارات قصيرة الأجل وأخرى طويلة الأجل، تساهم هذه الاستثمارات في زيادة عمق الأسواق المالية ورفع درجة سيولتها، كما أن حاجة الصناديق المستمرة إلى الأموال لدفع رواتب المتقاعدين تساهم في ارتفاع معدل مبيعاتها وبالتالي المساهمة في رفع معدل دوران الأسهم التي تملكها<sup>(14)</sup>، ويتم تحديد الإستراتيجية الاستثمارية بحسب المعايير التي تحددها اللوائح الاستثمارية التي يقرها مجلس إدارة صندوق التقاعد بما يتناسب مع عمر الصندوق وأعداد المشتركين والمنفيعين فيه وحجم التزاماته المالية<sup>(15)</sup>.

### 4- شركات التأمين

قام التأمين على اكتشاف مبدأ علمي نافع مفاده أن الأفراد و بكلفة قليلة يمكنهم أن يتخلصوا من تحمل عبئ الخسائر المالية الناجمة عن الكوارث و الحوادث التي يمكن قياس احتمالات حدوثها، و بالتالي فشركات التأمين هي مؤسسات مالية تجمع أقساط التأمين من المؤسسات المؤمن عليها ضد الخسائر المالية الناجمة عن الأخطار المختلفة وتستثمر هذه الأموال في سندات الشركات والرهن العقاري أي على وجه التحديد الاستثمارات قليلة المخاطر<sup>(16)</sup>.

تلعب منشآت التأمين دورا حيويا في تجميع المدخرات الوطنية ثم إعادة استثمارها في أوجه استثمار تتعلق بخطط التنمية والازدهار الاقتصادي للمجتمع و كذلك تلعب منشآت التأمين دورا كبيرا في إدارة الأخطار التي تتعرض لها وسائل الإنتاج المختلفة في المشروعات الإنتاجية وبهذا ترفع منشآت التأمين عن كاهل تلك الوحدات الإنتاجية عبء إدارة الأخطار، و لاشك أن أي نمو في قطاع التأمين سيواكبه نمو مماثل في خلق فرص العمل أمام الشباب وتحقيق الاستقرار المنشود<sup>(17)</sup>.

لقد بلغ مجموع أصول هذه المؤسسات سنة 1995 في مجموعة الدول السبع أكثر من 20 تريليون \$، و هو ما يمثل 110 % من الناتج المحلي الإجمالي، ونحو 90% من إجمالي حجم الأصول التي يمتلكها الجهاز المصرفي في هذه الدول، كما تشير الدراسات إلى أن هذا القطاع قد نما ب 41 تريليون دولار في الفترة 2002-2011، كما أنه كان يمثل حصة 44 % من نشاط الوساطة المالية في الولايات المتحدة سنة 2005<sup>(18)</sup>.

مما سبق يمكن أن نستنتج بأن احتدام المنافسة التي أحدثتها تنامي دور الوسطاء الماليين السابقون أدت إلى تلاشي مبدأ التخصص لصالح المصرفية الشاملة، و أدى هذا الوضع إلى تغير في هيكل الوساطة المالية، وكون هؤلاء الوسطاء خارج رقابة البنك المركزي فإن ذلك كان على حساب استقرار الأسواق المالية

المحور الثاني : التحرير المالي و دوره في تطور أدوات الوساطة المالية

لقد أشرنا إلى موجة التحرير المالي في المبحث الأول و دوره في تلاشي مبدأ التخصص لصالح المصرفية الشاملة ، و نتوقف في هذا المبحث أيضا عند فلسفة التحرير المالي و دوره في بروز صناعة مصرفية جديدة تعتمد على ابتكار أدوات مالية هدفها الحماية و التحوط من المخاطر المرتبطة بأسعار الفائدة و أسعار الصرف ، و ما يميز هذه الأدوات هي أنها متنوعة و شاملة تغطي مختلف الأخطار ، تتشكل هذه الأدوات من عقود الخيارات و عقود المستقبلية و العقود الآجلة و هو ما اصطلاح عليه بعقود المشتقات ، فما هي هذه العقود و ما طبيعتها و ظروف نشأتها و آثارها ، هذا ما نتعرف عليه من خلال هذا المبحث

## أولا : نشأة التحرير المالي و فلسفته

### 1- ماهية و نشأة التحرير المالي

تعني عملية التحرير المالي رفع الحواجز أمام حركة رأس المال التي تعبر عن تدفق الأرصدة المالية بين مختلف الدول أو انتقال رأس المال من مركز مالي إلى مركز مالي آخر وبالتالي تراجع الدور الرقابي و التقيد للحكومات لصالح فرضية كفاءة الأسواق المالية في تحديد شروط(العائد ، المخاطرة) و اتجاهات حركة رأس المال .

بدأت عملية التحرير المالي أوائل الثمانينيات في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتقلت إلى اليابان سنوات 1983 – 1984 ، ثم الدول الأوروبية و الأرجنتين و المكسيك في 1990 ، و انتشرت بعد ذلك في كثير من الاقتصاديات العالمية ، استندت فكرة التحرير المالي على ايدولوجية الليبرالية الجديدة بزعامة " فريدمان " حيث اعتنقت الإدارة الأمريكية و البريطانية في عهد كلا من "ريغان" ، " تاتشر " هذه الايدولوجية ذات الأبعاد الأربعة (19) ، الخصخصة ، تخفيض الضرائب ، حرية انتقال رأس المال ، وانسحاب الدولة من المشهد الاقتصادي ، كما قامت هاتين الإدارتين بالتنشيط بهذه الايدولوجية مؤكدة على أن تزايد موجات تحرير حساب رأس المال على الصعيد العالمي يعني أن الدولة التي تندمج بشكل أكبر في النظام الدولي و بالتالي تتجه أكثر نحو تحرير حساب رأس المال يمكنها أن تستفيد بشكل كبير و سريع من مزايا الاندماج على صعيد النمو و التشغيل .

### 2- أبعاد التحرير المالي : ترتبط عملية التحرير المالي بأربعة عوامل أساسية هي (20)

- **تفكيك الطابع التنظيمي للأسواق :** و يعني إزالة العوائق و التنظيمات المفروضة على عمليات الصرف بشكل يسمح بانتقال رأس المال ، حيث لم تعد الحكومات تسيطر على عملية تدفق رأس المال و انتقلت هذه السلطة للمستثمرين .

- **إلغاء الحدود بين أسواق رأس المال:** حيث تلاشت الحدود و المواقع بين الأسواق المالية و النقدية في البلد الواحد و كذلك بين الأسواق المالية و النقدية و أسواق الصرف على المستوى الدولي مما أدى إلى تكوين سوق مالية عالمية مندمجة تعتمد على الدور الذي تلعبه المراكز المالية الكبرى في تحديد اتجاهات و شروط (العائد ، الخطر) انتقال رؤوس الأموال العالمية

- **تراجع دور الوساطة المالية :** و يعني تزايد دور الأسواق المالية في تمويل الأعوان الاقتصاديين على حساب المؤسسات المالية البنكية و كذلك تعبئة الادخار حيث أصبح أصحاب الفائض يفضلون شراء الأوراق المالية(أسهم سندات) على حساب الودائع ، في حين يفضل أصحاب العجز اللجوء إلى إصدار الأوراق المالية (الأسهم السندات) و بالتالي أدت هذه التطورات إلى تقليص العلاقة بين المؤسسات الكبرى و المؤسسات البنكية ، و يعود السبب في ذلك إلى ارتفاع العائد في الأسواق المالية مقارنة بالبنوك و كذلك ارتفاع تكلفة التمويل عن طريقها بالإضافة إلى العوائق التنظيمية كالضمانات .

- **دور الإبداعات المالية :** هي مرتبطة بتفكيك الطابع التنظيمي للأسواق و تعني ظهور تقنيات و طرق و أدوات و خدمات مالية جديدة تشكل نواقل للتدفقات المالية من مكان إلى مكان أو من سوق إلى سوق و هي مرتبطة بحاجيات تغطية المخاطر أو البحث عن فرص الاستثمار دان العائد العالي ، و كذلك تبادل الديون من بين هذه الأدوات بطاقات الدفع ، الائتمان ، الأسواق الآجلة ، الخيارات ، العقود المستقبلية ، مبادلة العملات ، عمليات التوريق .

**3- مزايا حركة رأس المال** تمثل هذه المزايا الأسباب التي تدعو أو تبرر حركة انتقال رأس المال و تتمثل فيما يلي :

- تعتبر حركة رأس المال آلية تسمح باستعمال مخزون الادخار العالمي بشكل أفضل ، حيث يتدفق رأس المال نحو المناطق و المجالات التي تمثل أفضل فرص الاستثمار الممكنة .
- كما إن التخصيص الأمثل لمخزون الادخار العالمي يقود إلى تخفيض التقلبات في النشاط الاقتصادي عبر إتاحتها للفرص على الصعيد الدولي بشكل يسمح لها بانتظام الاستهلاك و الاستثمار من خلال إمكانيات الاقتراض للأسر و المؤسسات ، وكذلك إعادة تشكيل المحافظ الاستثمارية و توزيعها على الصعيد الدولي و تقاسم المخاطر التي تتركز بدولة معينة (دولة الأصل) و توزيعها من خلال فتح أفق انتقال رأس المال إلى دولة و أسواق أقل خطورة
- تستند الآراء السابقة في تبرير حرية انتقال رأس المال إلى افتراض أساسي يقوم على كفاءة النظام و الأسواق المالية لكن هناك عوامل تناقض هذا الافتراض و بالتالي تقلل من أهمية المراكز التي يستند إليها في تبرير حرية انتقال رأس المال و من بين هذه العوامل عاملين أساسيين هما<sup>(21)</sup>:
- وضعية عدم تماثل المعلومات
- التشوهات الداخلية التي تطبع مختلف الاقتصاديات الناشئة و السائرة في طريق النمو .

**4- اتجاهات و هيكل التدفقات الرأسمالية على ضوء عملية التحرير المالي :** أدت موجة التدفقات الرأسمالية المرتبطة بحرية انتقال رأس المال إلى كثير من التحولات الاقتصادية على المستوى الدولي منها<sup>(22)</sup> :

**4-1- تغيير اتجاهات حركة رأس المال عالميا :** فإلى غاية أزمة المديونية التي اندلعت سنة 1982 كانت حركة رأس المال تأخذ اتجاها عموديا بين الشمال و الجنوب الذي يعاني من نقص الادخار ، حيث كانت تتم معظم التدفقات الخاصة برأس المال من الشمال إلى الجنوب عن طريق البنوك الكبرى لكن بعد أزمة 1982 بدأت حركة رأس المال تأخذ اتجاها أفقيا بين دول الشمال المتقدمة و تزامن ذلك مع تقادم العجز المزودج للولايات المتحدة الأمريكية ( عجز الميزان التجاري ، عجز الموازنة ) و ضاعف ذلك من حاجياتها للتمويل فاتجهت رؤوس الأموال خاصة من ألمانيا و اليابان نحو السوق الأمريكي عن طريق الاستثمار في المحفظة عبر الأسواق المالية ، كما أن بروز قوى مالية جديدة أبرزها الصين عزز دور الدول الناشئة في الساحة المالية الدولية

**4-2- تزايد حجم التعاملات اليومية على مستوى أسواق الصرف :** تعطي أسواق الصرف صورة واضحة على تزايد حجم تدفق رأس المال على الصعيد العالمي و ذلك من خلال حجم المعاملات اليومية في سوق الصرف و الذي يوضح التغيير في هيكل الاقتصاد العالمي ( تنامي قطاع المعاملات المالية على حساب القطاع الحقيقي حيث تشير الإحصائيات إلى أن حجم المبادلات المالية في أسواق الصرف في 2007 تساوي حوالي 60 مرة حجم المبادلات المالية المرتبطة بتجارة السلع و الخدمات و هذه الظاهرة تعكس حجم المضاربات في الأسواق المالية ) .

و قبل هذا التاريخ فقد تضاعف تصدير رأس المال ست مرات من سنة 1959 حتى سنة 1971 في حين أن معدل نمو الصادرات السلعية لهذه الفترة هو ثلاثة أضعاف فقط<sup>(23)</sup>

**4-3- تزايد حجم الاستثمار في المحفظة**  
تتخذ حركة رأس المال على المستوى الدولي شكلين من الاستثمار هما الاستثمار المباشر و الاستثمار في المحفظة و الملاحظ في هذا المجال هو استئثار الاستثمار في المحفظة بالحجم الأكبر من تدفقات رأس المال خاصة في الدول المتقدمة و تؤكد الأرقام (ص 292) في هذا المجال الحقائق السابقة المتمثلة في تغذية الهوة بين الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد الافتراضي من جهة و كذلك تراجع دور الوساطة من جهة أخرى و يعني هذا تراجع دور الحكومات لصالح الأسواق المالية و القطاع الخاص في العلاقات المالية التعاقدية المرتبطة بحركة و تدفق رأس المال و بالتالي لم تعد إدارة الحكومات من تحدد وجهة و حجم رأس المال المتدفق بل ترابط الأسواق هو الذي يحدد الفرص المتاحة و بالتالي التحرك بناء على ذلك ص

## ثانيا : الابتكارات الجديدة و تطور أدوات الوساطة المالية

### 1- ماهية المشتقات المالية

#### 1-1- تعريف المشتقات المالية

تعتبر المشتقات من العقود المستحدثة و تنسم بالتعقيد و التركيب وقد عرفت بعدة تعاريف كما يلي : فهي تعرف على أنها: " عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية ( أوراق مالية، عملات أجنبية، سلخ الخ ) ، ينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية"<sup>(24)</sup>.

وقد عرفها بنك التسويات الدولية على أنها " عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تتطلب استثمار أصل مالي في هذه الأصول وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد ، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري"<sup>(25)</sup>

كما عرفتها بأنها أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية ، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار وتستهمل المشتقات المالية لعدة أغراض وتشمل إدارة المخاطر و التحوط من المخاطر المرجحة بين الأسواق وأخيرا المضاربة<sup>(26)</sup>.

#### 1-2-أنواع المشتقات المالية واستراتيجيات التعامل بها

تتعدد أنواع المشتقات المالية المتداولة لكن أكثر الأنواع استعمالا في الأسواق المالية هي خمسة والمتمثلة في : العقود الآجلة ، العقود المستقبلية ، عقود الخيارات ، عقود المبادلة ، ومشتقات القروض أو المشتقات الناتجة عن عملية التوريق ، أما طرق وإستراتيجيات التعامل بها فهي تختلف من نوع لآخر.

##### 1-2-1- العقود الآجلة

العقود الآجلة Forwards تعرف كذلك بالعقود الأساسية وهي نوع من أنواع المشتقات المالية التي يتم من خلالها بيع أو شراء الأصول كالسلع و الأوراق المالية وذلك في تاريخ لاحق . يعرف العقد الآجل على أنه عقد يبرم بين طرفين هما البائع والمشتري للتعامل مع أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في وقت لاحق<sup>(27)</sup>. كما يعرف بأنه عقد يلتزم فيه البائع بأن يسلم للمشتري السلع محل العقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه في وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ<sup>(28)</sup>.  
للعقود الآجلة عدة أنواع أهمها ما يلي :

- العقود الآجلة لأسعار الفائدة و تستخدم في الحماية من تقلبات أسعار الفائدة وهنا يتم الاتفاق على سعر الفائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق إلى تاريخ التنفيذ.

- العقود الآجلة لأسعار الصرف و هي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ و بسعر يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد ويثبت حتى تاريخ التنفيذ وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.

##### 1-2-2- العقود المستقبلية

العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر محدد<sup>(29)</sup>. تتنوع العقود المستقبلية حسب الأصل محل التعاقد ومن أبرز أنواعها ما يلي :

- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة وهي عقود تبرم على الأصول المالية ذات الدخل الثابت أي يكون موضوع التعامل فيها هو معدل الفائدة على الودائع ، السندات و القروض ، وأغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن تلك التي تم الاتفاق عليها في البداية وضمن هذه العقود نجد

- عقود مستقبلية على أوراق مالية لمعدلات فائدة قصيرة الأجل، مثل العقود المستقبلية على الودائع
  - عقود مستقبلية على أوراق مالية بمعدلات فائدة طويلة الأجل مثل العقود المستقبلية على سندات الخزينة
  - العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم وفيها يتم تداول مؤشرات لمجموعة من الأسهم والسندات التي يتم تداولها في السوق وغالبا ما تتم تسوية هذه العقود نقدا لأنه من الصعب تسليم الأصل محل التعاقد .
  - العقود المستقبلية على العملات الأجنبية أو على أسعار الصرف وفيها يتم تداول العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية .
  - العقود المستقبلية على السلع وهي عقود يتم إبرامها على سلع معينة كالبنترول و القمح .
- مما سبق نستنتج أن العقود المستقبلية تعتبر مجالا استثماريا واسعا يشمل العديد من أصناف السلع والأدوات المالية وحتى الخدمات

### 1-2-3 - عقود الخيارات

تمثل الخيارات Options إحدى أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة لتجنب المخاطر ، في الأدبيات المالية والاقتصادية المعاصرة يعرف عقد الخيار بأنه اتفاق تعاقدى خاص يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع الموجودات بسعر ثابت وفي أي وقت وقيل التاريخ المعطى<sup>(30)</sup> . وبالتالي فهو عقد يعطي لحامله الحق في الاختيار وليس الالتزام في شراء أو بيع أصل مالي محدد خلال فترة معينة ، ونظرا لأن مشتري هذا الاختيار له الحق في تنفيذه من عدمه فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق وهو محرر الاختيار مكافأة غير قابلة للرد تسمى ثمن الخيار أو العلاوة تدفع عند التعاقد ولا تعتبر جزء من قيمة العقد .

تنقسم هذه العقود إلى ثلاثة أنواع هي<sup>(31)</sup> :

- عقد خيار الشراء ، يتيح هذا الخيار للمستثمر (المشتري) الحق في شراء أصل معين بسعر محدد وفي تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها مشتري الخيار لمحرره مقابل ممارسته لهذا الحق
- عقد خيار البيع ، ينتج هذا الخيار للمستثمر (مشتري حق الخيار) الحق في بيع أصل معين بسعر محدد وفي تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها مشتري الخيار لمحرره مقابل ممارسته لحقه .
- عقد خيار مزدوج وهو عقد يشمل حق اختيار البيع و حق اختيار الشراء

### 1-3- أهمية المشتقات المالية

رغم أنه هناك جدل فيما يتعلق بآثار هذه العقود في مجال الوساطة المالية عنوانه مخاطر إدارة المخاطر إلا أن المرافعين لصالح هذا النوع من الابتكارات يقررون بأنها تتمتع بأهمية كبيرة يمكن توضيحها في النقاط التالية<sup>(32)</sup> :

- تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية ، أي نقل تلك المخاطر إلى طرف آخر دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد ومن المؤكد أن التغطية هي أهم وظائف أسواق المشتقات بل أنها السبب في وجود تلك الأسواق ، كما أنها تعتبر أداة جيدة لاكتشاف السعر أي اكتشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم ، فعلى ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغير بما يعكس الأسباب التي تظهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين.

- إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية بحيث تتيح عقود المشتقات الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية حيث يستطيع طرفي التعاقد تخطيط تدفقاتهما المستقبلية بدقة وذلك طالما أن البائع يدرك أن حصيلة بيع الأصل ستكون على أساس سعر العقد كما يدرك المشتري أن مدفوعا ته للشراء هي أيضا على أساس سعر العقد

- إتاحة فرص استثمارية للمضاربيين ، فالمضارب يحاول تحقيق الأرباح من خلال توقعاته بشأن الأسعار إلا أن سعيه لتحقيق الربح بدخوله طرفا في العقد يقدم خدمة اجتماعية وإن كان لا يقصدها ذلك

أنه الطرف الذي تنتقل إليه المخاطر التي قد لا ترغب فيها الأطراف الأخرى أي الأطراف التي تمتلك الأصل بالفعل (الطرف البائع) أو ترغب في امتلاكه مستقبلاً (الطرف المشتري)

- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية حيث يرتبط ذلك بمرونة و سيولة هذه العقود .

#### **1-4- مخاطر التعامل بالمشتقات المالية : يمكن إيجازها فيما يلي**

- المخاطر الائتمانية ، وتسمى أيضا بمخاطر عدم الوفاء والتي تتمثل في الخسارة الناتجة عن توقف أحد طرفي العقد عن الوفاء بالتزاماته الناتجة عن تعامله بأحد عقود المشتقات المالية ، فالمتعاملون يمكن أن يخسروا مبالغ كبيرة جدا عندما يفشل الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته

- مخاطر السيولة ، وهي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الالتزامات في تاريخها من قبل المتعاملين في سوق المشتقات مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات أكثر صعوبة

-المخاطر السوقية ، وتظهر المخاطر السوقية نتيجة لتقلب أسعار أدوات الهندسة المالية في الأسواق إذ أن هذه الأدوات تكون حساسة بصورة كبيرة لظروف السوق وعليه فإن أي تغيير ولو كان بسيطاً في قيمة محل التعاقد قد يؤدي إلى تغيير آخر في قيمة المشتقات المالية

- مخاطر التسوية ، وهي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها ويتجلى أحد أشكالها في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويقها أنياً أو في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ، إذ قد يمتد مدة التسوية إلى أيام معدودة مما ينجم عنه تعرض أحد أطراف العقد للخسارة نظراً لإمكانية تغيير الأسعار بسرعة خلال تلك المدة ولاسيما في يوم التنفيذ ذاته.

- المخاطر التشغيلية والإدارية ، وهي تلك المخاطر التي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات، وفشل المديرين وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية وكذا ضعف المتابعة من قبل المسؤولين عن إدارة المشتقات والتعامل بها كما أن زيادة تعقيد هذه الأدوات يجعل من الصعب إدارتها بصورة صحيحة وقد تتحقق خسائر كبيرة نتيجة لسوء الإدارة .

- المخاطر القانونية ، وهي التي تنشأ عن تغييرات في البيئة القانونية وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود، فضلاً عن عدم التوثيق الدقيق ونقص الصلاحيات أو عدم وضوحها وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث المشاكل .

يمكن أن نشير في هذا المقام إلى أن ظهور مثل هذه الأدوات بما تتميز به من تعقيد وتركيب و جهالة ، وتنامي حجم تداولها في السوق و نظراً لقدرة هذه الأخيرة على تسهيل هذه الأصول أدى إلى اتساع الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد المالي ، و لأن الخصائص السابقة لهذه الأصول تؤثر على شفافية الأسواق المالية وكفاءتها فقد أدى ذلك إلى تقلبات حادة في أسعار الأصول المالية المبنية على هذه العقود .

#### **المحور الثالث : أزمة الرهن العقاري ودور الوساطة المالية الحديثة**

تعتبر أزمة الرهن العقاري عن اختلال وتقلبات حادة في الأسواق المالية أدت في النهاية إلى حالة من عدم الاستقرار المالي ترتب عليها انهيار في أسعار الأصول المالية و من ورائها المتدخلون في هذه الأسواق اللذين يتاجرون ويضاربون في هذه الأصول التي تستند إلى عقود مبتكرة تتميز بالتعقيد و الغموض و تشكل إحدى أدوات أو منتجات الوساطة المالية الحديثة ، و التي أدت إلى انقلاب في هرم السيولة العالمية من جهة ، و مصادرة دور البنك المركزي من جهة أخرى ، بحيث أصبح القطاع المالي الحديث شبه سلطة نقدية عامة بقدرته على توليد أصول مالية جديدة من جهة ، وقدرته كذلك على تسهيل هذه الأصول ، هذا ما سنتعرف عليه من خلال المطالبين أدناه

#### **أولاً: تطور حجم التعامل في عقود المشتقات و دوره في التأثير على استقرار الأسواق المالية**

##### **1- نبذة حول أزمة الرهن العقاري سنة 2008**

تعتبر المؤسسات المالية الكبرى المتسبب الرئيسي في أزمة الرهن العقاري سنة 2008 بإقراضها المال للأفراد الأكثر مقامرة ومجازفة لشراء العقارات السكنية متجاوزة بذلك القواعد المرتبطة بملاءة

المقترضين و وقدرتهم على الوفاء و بالتالي منح القروض للأشخاص القادرين على إعادتها أوللمؤسسات ذات التصنيف الائتماني الجيد، فكانت البنوك تعتقد أنه ليس هنالك ما يدعو للقلق طالما أنَّ أسعار المنازل في ارتفاع مستمر و بالتالي يمكن مواجهة حالة التعثر المحتملة من خلال إعادة بيع هذه المنازل ، ونفس الانطباع كان لدى المقترضين كونهم قادرين على إعادة دفع ديونهم بعد بيع منازلهم بأسعار عالية .

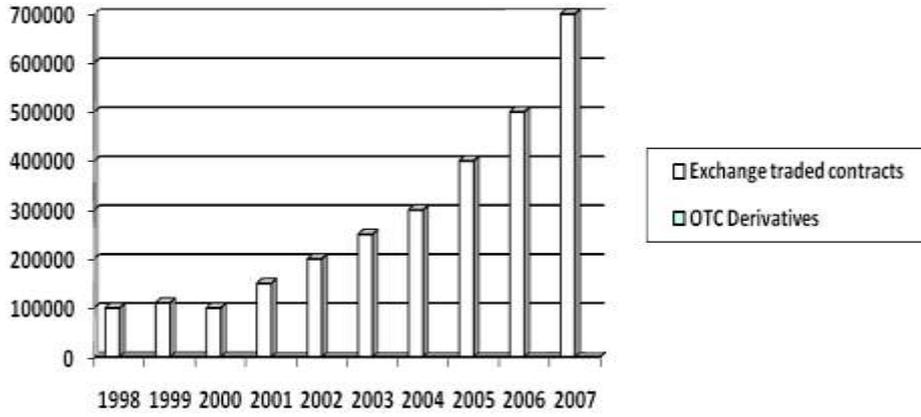
ولكن سار كل شيء في الإتجاه الخاطئ عندما ارتفعت معدلات سعر الفائدة نتيجة للزيادة الغير مسبوقه في أسعار الغذاء والطاقة التي زادت من تفاقم ا لضغوط التضخمية وكانت النتيجة عزوف الناس عن شراء منازل جديدة ، كما أن الذين اشتروا منازل من قبل أصبحوا غير قادرين على تسديد قروضهم العقارية نتيجة انخفاض قيمة منازلهم إلى أقل من قيمة القرض الذي اشترى به هذه العقارات . ومع انخفاض الطلب على العقارات السكنية نتيجة العرض المفرط للمساكن بدأت أسعار المساكن في الهبوط بمعدل كبير ونتيجة لذلك بدأت البنوك ومؤسسات التسليف الأخرى تواجه نقصا في التمويل و إعادة تسديد ديونها ، وعدم قدرتها على القيام بوظيفتها الائتمانية بسبب أزمة السيولة التي أصابها مع توقف المقترضين عن سداد ديونهم العقارية .

وقد اصطلح على تسمية هذه الأزمة بعدة مصطلحات وأكثرها شيوعا الأزمة العقارية لأن فقاعة المضاربة نشأت في القطاع العقاري، وأزمة القروض الرهنية العقارية من الدرجة الثانية Subprimes وقد مرت هذه الأزمة بعدة مراحل تاريخية . فهذه الأزمة من الأزمات المالية الأكثر حدة و التي تنشأ نمطيا عندما يتزامن النمو السريع في الابتكارات المالية غير المختبرة مع وفرة العرض ، و الذي يقابله الاقتصاد الجديد الذي هو عبارة عن مزيج من الدين المتزايد و المخاطرة و المضاربة .

## 2- تنامي حجم تداول عقود المشتقات و أثره على تقلبات الأسواق المالية

إن الاستخدام الواسع للمشتقات (التي تعتمد أساسا على معاملات لا تشمل تبادل السلع والخدمات الحقيقية) المعقدة المرتكزة على الرهن العقاري في السوق المالي العالمي دفعت بالأزمة إلى أسواق مالية أخرى خارج الولايات المتحدة مع قيود واسعة على السيولة فقبل اندلاع الأزمة قامت العديد من البنوك الكبرى والمؤسسات المالية باستدانة مبالغ ضخمة، ولإعادة تسديد ديونها اعتمدت على بيع ديون الرهن العقاري إلى شركات الاستثمار وصناديق التحوط عن طريق ابتكار العديد من الأدوات المالية المشتقة التي احتوت على سندات رهن عقاري ذات مستويات مختلفة من الخطورة لتتمكن من خدمة جميع المستثمرين محولة بذلك مخاطر ديونها إلى مشتريي هذه الديون ، ونظرا للجهالة المرتبطة بمخاطر هذه العقود من جهة والسيولة المتوفرة في الأسواق إلى جانب الجشع و الطمع فقد تلققت الأسواق هذه الصناعة وانتشر تداولها بمتالية هندسية كما يبين الشكل الموالي :

الشكل2: تطور حجم المشتقات المالية في الأسواق المنظمة وغير المنظمة خلال الفترة 1998-2007 ( الوحدة مليار دولار )



المصدر: إحصائيات بنك التسويات الدولية

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن هناك تطورا مستمرا وكبيرا في سوق المشتقات المالية فهي ظاهرة ذات اتجاه عام متزايد و عليه فرسم خط الاتجاه العام يعكس طبيعة المعادلة التي تشكلها هذه الظاهرة وهي معادلة خطية من الشكل  $Y = AX+B$  ، واضح أن  $Y$  هو متغير تابع يمثل قيمة عقود المشتقات عند الفترة  $X$  و الذي يمثل الزمن خلال الفترة ، أما  $A$  فهو معامل  $X$  و يمثل نقطة تقاطع خط الاتجاه العام مع المحور العمودي و يساوي تقريبا 100 تريليون دولار، في حين أن  $B$  هو ميل هذا المستقيم و يمثل ظل الزاوية  $\alpha$  التي تتشكل باختيار نقطتين على خط الاتجاه العام و يساوي حوالي 55 تريليون دولار، و بالتالي تصبح المعادلة كما يلي :  $Y = 55.10^3 X + 100.10^3$

رغم أن هذه المعادلة لا تصلح للتنبؤ لأن هذا المنحنى ( المنحنى التاريخي) قد انقلب رأسا على عقب بعد سنة 2008 و انفجار فقاعة أسعار الأصول في قطاع العقارات ، لكن يمكن أن تشكل هذه المعادلة وصفا دقيقا لتطور ظاهرة المتاجرة في عقود المشتقات ، فسنة 2001 تمثل نقطة تحول هامة باتجاه استعمال وتداول هذه العقود حيث ارتفعت بنسبة 50% مقارنة بسنة 2000 ، ورغم أن هذا الارتفاع كان بمعدل متناقص إلى غاية 2004 ، 33% ، 25% ، 20% على التوالي ، ثم بمعدل نمو متذبذب بين سنتي 2005 و 2006 ، 33% ، 25% ، 40% ، إلا أن متوسط معدل النمو السنوي هو في حدود 32% خلال الفترة من 2000 إلى 2007 ، و هذه الأرقام تعكس التطور السريع في استخدام هذا النوع من أدوات الوساطة المالية الحديثة و بالتالي تزايد المخاطر المرتبطة بهذه العقود التي من بينها عدم الشفافية التي تحيط بالصفقات والتي تشجع البعض خاصة المؤسسات المالية الكبرى على المبالغة في تحمل المخاطر وبالتالي تعريض النظام المالي للانهييار دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك كون الصفقات ثنائية غير معلنة و مسجلة خارج الميزانية ، فقد سمحت سلاسل المعاملات للمخاطرة و الدين بالانتقال من مكان كانا فيه قابلين للملاحظة و المراقبة إلى أماكن أصبح فيها مخفيين وغير خاضعين للتنظيم ، فقد أبرمت شركة "برادرز" أكثر من مليون عقد بقيمة افتراضية قدرها 40 تريليون دولار تضمنت مبادلات عجز انتمائي عن السداد بقيمة 5 تريليون دولار.<sup>(33)</sup>

ونتيجة لذلك انتشرت خطورة القروض في النظام المالي برمته عن طريق تلك المشتقات (السندات المدعومة بالرهن العقاري والتزامات الديون المرهونة) ، وباعتبار أن المخاطر كانت منخفضة مع الارتفاع الذي كان مستمرا في أسعار المنازل دخلت شركات التأمين هي الأخرى في هذا النوع من الاستثمار فقامت بتأمين ديون البنوك وطالبت مشتريي الديون بدفع أقساط ديون الرهن العقاري المباع من قبل البنوك .

وبهذا قامت مشتقات سندات الرهن العقاري بربط عدد من الأطراف ببعضهم في النظام المالي لا سيما في ظل تشابك واندماج الأسواق المالية العالمية ، وعندما واجه القطاع العقاري نسبة عالية من العجز عن السداد وواجهت البنوك والدائنين الآخرين نقصا في التمويل لتسديد ديونها انتفخ البالون بالأموال الخيالية القادمة من المشتقات وانفجر أخيرا في شكل أزمة ثقة ولدها الجشع ، وعندما أصبحت المشتقات عديمة القيمة تحولت المؤسسات التي تحوزها إلى مؤسسات مفلسة وعاجزة عن التسديد وأصبح النظام المالي يقف في وسط أزمة سيولة مالية مؤدية إلى إفلاس واسع النطاق .

في الحقيقة حتى انفجار الأزمة المالية الراهنة لم يكن الكثير من الناس على وعي بهذه المشتقات رغم أن هذا النوع من الأدوات المالية يشكل السوق المالية الأكبر في العالم وبالطبع ، ليس للمشتقات المالية قيمة جوهرية ، فهي لا تمثل شيئا سوى أنها مغامرات فقط ، أول اقتصادي أثار موضوع الآثار السلبية لاحتمال تطبيقات المشتقات (R. Chapman) بقوله " إن النقطة التي لم يصل إليها أي شخص حتى الآن هي أن شراء المشتقات لا يمثل أي نوع من الاستثمار فهو مقامرة و مراهنة ، فالمشتقات المالية تعود بلا شيء على صاحبها ، لقد أطلق على الأصول المالية المشتقة والمركبة وصف " أسلحة مالية للدمار الشامل " بالنظر إلى تعقدها وخطورتها على المستثمرين و عدم الفهم الكامل لطبيعتها حتى من قبل كبار المسؤولين في المؤسسات المالية المصدرة لهذه الأوراق<sup>(34)</sup>.

فقد تداولت الصحف العالمية قضية اتهام هيئة الأوراق المالية في الولايات المتحدة لأحد أكبر البنوك الاستثمارية في العالم " غولدمان ساكس goldman sacks " بأنه شارك في عملية تضليل المستثمرين بترويج أوراق مالية لأحد المشتقات ( أصل مالي ) مع علمه أن أحد صناديق التحوط " Hedge funds " كان قد صممها بشكل يساعده على تحقيق أرباح هائلة بالتدليس على المستثمرين ، وأن "غولدمان" قد حفز العملاء على الاستثمار فيها رغم علمه بما يشوبها من عوار قد حقق "غولدمان ساكس" أرباحا في شكل عمولات قدرها 150 مليون \$ من هذه العملية ، في حين حقق صندوق التحوط من ورائها أرباحا مذهلة ، وقد اختار السيد "بولسن" و هو معروف في الأوساط المالية في نيويورك بالمضاربة في الأوراق المالية المعرضة للخسارة بنفسه هذه الورقة ( من الرهن العقاري ) وقام ببيعها بيعا أجلا بأسعار مرتفعة مع علمه باتجاه أسعارها إلى الانخفاض ، حيث حقق أرباحا قدرها بليون دولار من هذه الصفقة وحدها<sup>(35)</sup>.

### 3- دور المشتقات المالية في اتساع الهوة بين الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد المالي

حسب بنك التسويات الدولية يصل المبلغ التقديري للتبادل التجاري المباشر في عقود المشتقات المالية التي لم تسدد بعد 592 تريليون دولار أمريكي بنهاية ديسمبر 2008 ما يعادل تقريبا عشرة أضعاف قيمة الناتج المحلي الإجمالي لجميع البلدان في العالم، والذي يبلغ حوالي 60 تريليون دولار أمريكي ، فقد ارتفع حجم تداول مشتقات القروض بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي بمعدلات لافتة ، حيث بلغ ٥٨ تريليون دولار في ديسمبر 2007 أي ما يعادل 105% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، علما أن هذه النسبة كانت قد بلغت 15 % في ديسمبر 2004 ، كما تشير مصادر أخرى إلى أن حجم الأسواق الخاصة بمختلف المشتقات المالية بما فيها مشتقات الائتمان CDS في نهاية الثلاثي الثالث من سنة 2007 قد بلغ ما يعادل 681.000 مليار دولار أمريكي.<sup>(36)</sup>

لقد نمت هذه الأسواق بوتيرة سريعة جعلت حجم التداول في الأسواق المالية يفوق بعدة مرات حجم التداول في أسواق الأصول الحقيقية مغذية اتساع الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد المالي و يرجع النمو غير المتوازن في هذه الأصول إلى تنامي حجم ونوعية الأخطار المغطاة و كذلك استفحال ظاهرة المضاربة فقد ارتفع متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي من 200 مليار \$ في منتصف الثمانينات إلى 1.2 تريليون \$ سنة 1995 و هو ما يزيد عن 84% من الاحتياطات المالية الدولية

لكن بالمقابل أصبح هذا التطور يشكل تهديدا فعليا لاستقرار الأسواق المالية و النظام المالي بشكل عام ، ويعود السبب في ذلك إلى :

- سوء تقدير الأخطار

## - الاستعمال الكبير للرفع المالي

- تعدد المنتجات المشتقة والاستعمال المفرط للنماذج الرياضية والإحصاءات المعقدة مما يولد الانطباع لمستعملها بأنه يتحكم في الأخطار، في حين أن الدراسات توصلت إلى صعوبة التحكم باستمرار في كافة العوامل التي تؤثر على النموذج المستعمل في تقييم المخاطر المرتبطة بها .

بالإضافة إلى ما سبق فإن ما زاد من خطورة أسواق المشتقات المالية وجعلها من أهم العوامل التي أدت إلى حدوث هذه الأزمة هو عنصر تركيز الأخطار الذي عادة ما يكون سببا في ظهور الخطر النظامي ، ففي الأحوال العادية يتم توزيع الأخطار على الأطراف التي تقبل تحملها لكن هذا لا يعني أن هذه الجهات أو المؤسسات تملك القدرة على تحمل ذلك القدر من المخاطر فالاعتقاد بأنها تملك التغطية الكافية قد يدفعها إلى تحمل المزيد من المخاطر، وهذا التركيز الكبير للأخطار في محفظة واحدة أو طرف واحد قد يؤدي عند وقوع حالة إفلاس إلى انتقال العدوى ، فإذا كان أحد البنوك يعاني من مشكلات مالية كانت البنوك المتعاملة معه تتعرض لخسائر ، و عليه من الممكن أن يسبب الانهيار المفاجئ من جانب الوسطاء الكبار مشكلات سيولة في الأسواق و يتحمل النظام المالي برمته هذه المخاطر.

وهذا بالفعل ما حصل في هذه الأزمة حيث بينت إحصاءات أمريكية أنه في نهاية 2006 كان حوالي 98% من حجم التعاملات في سوق المشتقات العالمية بين خمس مؤسسات فقط وهذا يتنافى طبعاً مع المبدأ الذي قامت عليه المشتقات المالية وهو توزيع الأخطار على كافة السوق .

## ثانيا : انقلاب هرم السيولة و انحسار سلطة البنك المركزي

### 1- تطور الوساطة المالية و مصادرة دور البنك المركزي

أصبح القطاع المالي الحديث يقوم بوظيفة أشبه بالبنك المركزي حين يقوم بإصدار النقود الورقية ، فأوراق البنكنوت هي في أصلها مديونية على البنك المركزي و لكن بالنظر إلى تمتعها بالقبول العام و انتشار تداولها فإنها تصبح من الناحية العملية دينا أو مطالبة على الاقتصاد الوطني في مجموعه ، و بالمثل فإن حائز الأصول المالية من أسهم و سندات و أوراق تجارية ومشتقات و غير ذلك من أشكال الأصول المالية يستطيع أن يبيعها في الأسواق المالية و يحولها إلى نقود للحصول على ما يرغب من سلع و خدمات ، فالقطاع المالي الحديث أشبه بسلطة نقدية عامة من خلال مبالغته في إصدار الأصول المالية بما يتجاوز طاقة الاقتصاد الحقيقي وهذا يعني إضفاء نوع من المصداقية على الأصول المالية في حين أنها في الحقيقة هي أصول وهمية غير قادرة على الوفاء بتعهداتها فالقطاع المالي بالمبالغة في إصدار هذه الأصول المالية أو بائنتراكه فيها أو ترويجها و السماح بتداولها في البورصات إنما ينطوي على نوع من خداع الجمهور ببيعه سلعة مزيفة حين لا تستند إلى أساس في الاقتصاد الحقيقي ، فقد بلغت حصة نظام الظل المصرفي في مجموع الوساطة المالية 27 % عام 2007 ، وهو ما يعادل 62 تريليون دولار<sup>(37)</sup> يمكن أن نقودنا الملاحظات السابقة إلى الاستنتاجات التالية :

- انسلاخ وظيفة الوساطة المالية عن قيودها ، لأن المتعارف عليه هو أن هذه الوظيفة وفق مبدأ التخصص و التفرد تقوم بتعبئة و توظيف الادخار (الفوائض) بطريقة عقلانية أو مثلى ، لكن يمكن أن نتساءل عن هذه المثالية في ظل أسواق مالية تقوم بإعادة إنتاج النقود و من ثم تظليل المجتمع بإنتاج ثروات وهمية .

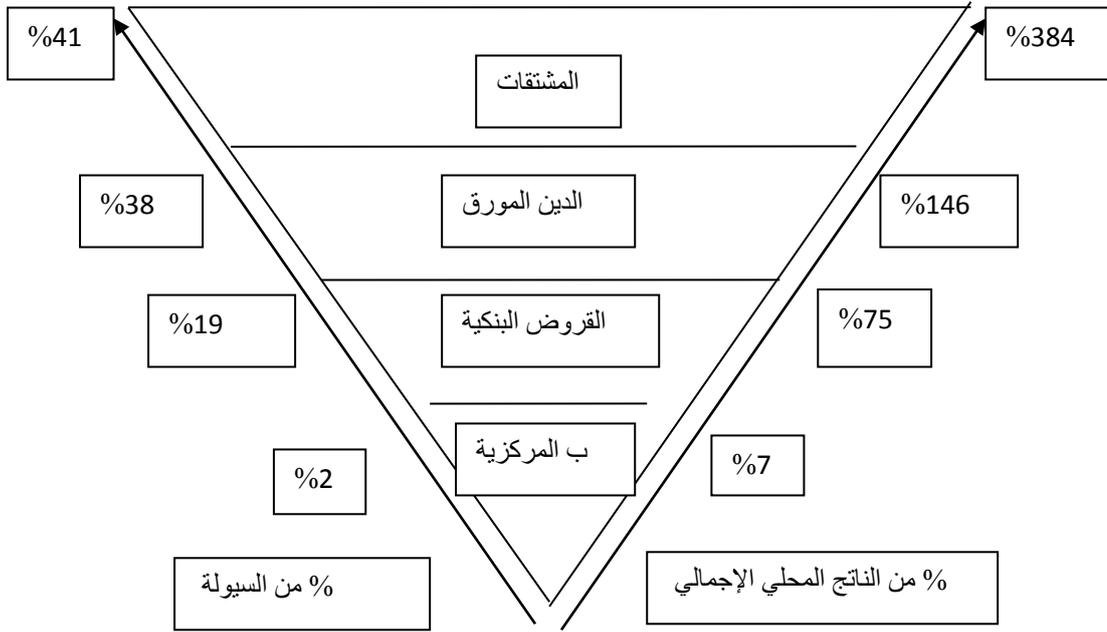
- تتقاطع وضعية البنوك المركزية الآن مع وضع القطاع المالي إبان ظهورها ، حيث سادت ظاهرة التوسع في إصدار شهادات الإيداع بدون تغطية ذهبية ، فجاءت البنوك المركزية لتأمين عملية الإصدار<sup>(38)</sup>، لكن تطور القطاع المالي الحديث و مساهمته في تضخيم المديونيات و التوسع في الائتمان (المشتق و المورق و المستقبلي) صادر من جديد عملية الإصدار من البنوك المركزية .

- يقوم القطاع المالي بتحويل المديونيات الخاصة إلى مديونيات على الاقتصاد الوطني من خلال مديونية البنوك ، و بالتالي لم تعد وظيفة القطاع المالي هي التوفيق بين أصحاب العجز و أصحاب الفائض ( المدخرين المستثمرين) ، بل يجري تحويلاً للمديونيات الخاصة إلى أصول مالية ذات سيولة عالية بالنظر لما تتمتع به من سهولة التداول في الأسواق المالية .

### 2- انقلاب هرم السيولة و دور البنوك المركزية

لقد انعكس التطور الحاصل على مستوى الوساطة المالية و المرتبط بهيكل و أدوات الوساطة كما رأينا سابقا على طبيعة و هيكل السيولة في الاقتصاد العالمي ، حيث وضعت هذه الظروف البنوك المركزية باعتبارها أعلى سلطة نقدية يقع على عاتقها ضمان الاستقرار النقدي و المالي من خلال التحكم في حجم و نوع السيولة أمام تحديات جديدة و جادة ، فإلى غاية منتصف الثمانينات تألفت النقود الموجودة في العالم بالدرجة الأولى من أموال خلقتها البنوك المركزية ( أوراق نقدية و احتياطات ، و نقود تحتفظ بها المؤسسات المالية لدى البنك المركزي و قروض بنكية ) ، و بحلول 2006 أصبحت هذه النقود التقليدية تمثل 21 % فقط من إجمالي السيولة المتاحة ، و تكونت قروض البنوك المركزية و البنوك من 12 % ، 19 % من النقود المتاحة على التوالي ، و بلغة الدولار كانت أموال البنوك المركزية تعادل حوالي 4 تريليون \$ أي 7 % من الناتج المحلي الإجمالي البالغ نحو 56 تريليون \$ ، و بلغت القروض البنكية حوالي 42 تريليون \$ أي 75 % من الناتج المحلي الإجمالي العالمي.<sup>(39)</sup>

الشكل 3 : هيكل السيولة العالمية 2006



المصدر : ساتيا جيت داس ، مرجع سابق ، ص 420 أصبحت المشتقات و التوريق توفر الآن معظم النقود ، حوالي 79 % من السيولة الإجمالية ، وكان نحو 38 % من الأموال العالمية في صورة توريق بقيمة 82 تريليون \$ تقريبا أي 146 % من الناتج المحلي الإجمالي العالمي و كان 41 % في صورة عقود مشتقات بقيمة 216 تريليون \$ تقريبا أي 384 % من الناتج المحلي الإجمالي العالمي ، وكان المحرك للنمو المذهل في السيولة العالمية هو عملية تحويل كل شيء إلى صورة نقدية ، و قد ساهمت في ذلك صناديق التحوط التي تقوم إستراتيجيتها على التوسع في المديونية من أجل مضاعفة أرباح المستثمرين ، و التي عرف نشاطها نمو مضطربا ، فبعدها كان حجم

أصولها 39 مليار دولار سنة 1990 ، أصبح 537 مليار دولار سنة 2001 ، ليقفز بعدها إلى تريليوني دولار سنة 2007<sup>(40)</sup>، فقد أشارت إحدى الدراسات أن الديون المورقة المغطاة بقروض الرهن العقاري في نهاية 2007 ، بلغت 10 تريليون دولار متضاعفة بما يقارب الثلاث مرات من 1997 مستحوذة بذلك على أكثر من 40% من سوق السندات الأمريكي<sup>(41)</sup>.

لقد نقلت البنوك الأصول خارج الميزانيات العمومية إلى نظام الظل المصرفي غير الخاضع للإشراف التنظيمي و اعتمدت بنوك الظل على الدين قصير الأجل المطلوب من أسواق المال المحترفة في تمويل الأصول اللسانلة طويلة الأجل ، ومن خلال الاقتراض بضمان قيمة الأصول كانت عرضة لتراجع الأسعار و زادت البنوك من حجم الإقراض و المخاطرة و شجعها على ذلك قدرتها على تحويلها إلى بنوك الظل التي تستخدم أدوات تمويل ليست بنفس جودة الودائع المحمية من الحكومة ، فطالما أن الجمهور اقتنع بفكرة أن أدوات التمويل هذه جيدة كالودائع البنكية ( رافعة مالية أكثر ، تنظيم أقل ، و حرية أكبر للأصول ) ، حيث تحقق هذه الأدوات عوائد أكبر بكثير من عوائد حقوق الملكية في بنوك الظل من البنوك التقليدية .

لقد أدى توفر السيولة إلى توسع كبير في المديونية ، و التي أدت بدورها إلى زيادة الطلب على مختلف الأصول خاصة في القطاعات الناشئة (العقارات في الولايات المتحدة) ، فارتفعت أسعارها إلى مستويات قياسية ثم انهارت محدثة حالة من الهلع و الارتباك في الأسواق المالية العالمية

### خلاصة:

لقد أدت عملية التحرير المالي التي بدأت سنوات الثمانينيات ، والتي تقوم على أربعة ركائز هي : الخصخصة ، خفض الضرائب ، حرية انتقال رأس المال ، انسحاب الدولة ، إلى إحداث تغييرات جذرية في مجال الوساطة المالية مست الجوانب التالية :

\* هيكل الوساطة المالية ، بحيث أدت إلى تنامي دور الوسطاء الماليين غير المصرفيون اللذين سيطروا على أكثر من 41 % من نشاط الوساطة المالية سنة 2005

\* أدوات الوساطة المالية ، بحيث أدت إلى ظهور أدوات مالية مبتكرة تتمثل في عقود المشتقات ، التي بلغت قيمتها أكثر من 600 تريليون دولار في نهاية 2007

\* قواعد الوساطة المالية ، و ذلك من خلال تلاشي مبدأ التخصص لصالح المصرفية الشاملة

- ترتب عن هذه التطورات على مستوى الوساطة المالية النتائج التالية :

1- فقدان السلطات النقدية (البنوك المركزية) السيطرة على الأسواق المالية و النقدية ، كون مؤسسات الوساطة غير المصرفية لا تخضع لسلطة البنوك المركزية

2- تتسم الأدوات المالية المبتكرة المتمثلة في عقود المشتقات بالغموض و التركيب ، الذي يغذي عدم شفافية الأسواق المالية

3- كرست الأدوات المالية المبتكرة اتجاها جديدا للوساطة المالية الموهلة في استعمال أدوات الدين ، على حساب أدوات الملكية (الأسهم) وترتب على ذلك :

- اتساع الهوة بين الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد النقدي ، حيث بلغ هذا الأخير حوالي 12 ضعف الاقتصاد الحقيقي خلال الأزمة

- تغذية فقاعات أسعار الأصول ، لأن تضاعف الاقتصاد الورقي أدى إلى زيادة الطلب على مختلف الأصول خاصة قطاع العقارات

- انقلاب هرم السيولة العالمية لصالح العقود المبتكرة على حساب السيولة التقليدية ( البنكنوت ، القروض البنكية ) الشيء الذي وضع سلطة البنك المركزي على المحك من جانب إصدار وتسيير السيولة

4- لقد عمقت الحقائق السابقة الشك في كفاءة الوساطة المالية القائمة على الدين(الفائدة) في تخصيص الموارد

### التوصيات

- 1- ضرورة وضع الإطار القانوني و التشريعي اللازم ، من أجل إخضاع مؤسسات الوساطة المالية غير المصرفية لسلطة البنك المركزي
- 2- دعوة الأوساط الأكاديمية المتخصصة( العلماء ، مراكز البحث ، الجامعات ) ، في إطار تحليل هذه الظاهرة إلى تسليط الضوء أكثر على البدايات ( الفرضيات و الأسس) ، بدلا من التركيز على المظاهر و النتائج

#### قائمة المراجع

##### \*الكتب

- 1) عبد المنعم السيد علي ، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع ، ط 1 ، الأردن ، 2004
- 2) عصام حسين، سوق الأوراق المالية ، دار أسامة للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2008
- 3) مصطفى كمال السيد طابيل، الصناعة المصرفية في ظل العولمة ، اتحاد الجامعة العربية للنشر، البلد لم يذكر، 2009
- 4) محمود عبد العزيز ، مفهوم وظائف المصارف الشاملة ، اتحاد المصارف العربية ، بيروت لبنان ، 1994
- 5) حمد محمد غنيم، إدارة البنوك تقليدية الماضي والكترونية المستقبل،المكتبة العصرية للنشر، البلد لم يذكر، 2007
- 6) يوسف كمال محمد ، المصرفية الاسلامية الأزمة و المخرج ، دار النشر للجامعات ، ط3 ، مصر ، 1998
- 7) نزيه عبد المقصود مبروك ، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية ، 2007
- 8) محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع ، بدون بلد نشر
- 9) فريد راغب النجار، أسواق المال و المؤسسات المالية ، دار الثقافة للنشر، بدون بلد نشر ، 2009
- 10) محمد نجاته الله صديقي ، التأمين في الاقتصاد الإسلامي ، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز ، ط1 ، المملكة العربية السعودية ، 1990
- 11) احمد صلاح عطية، محاسبة شركات التأمين، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2003
- 12) ضياء مجيد الموسوي ، الخصوصية و التصحيحات الهيكلية -أراء و اتجاهات- ديوان المطبوعات الجامعية ، ط3 ، الجزائر
- 13) الطاهر لطرش ، الاقتصاد النقدي و البنكي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، ط1 ، الجزائر ، 2013
- 14) حمدي الصباحي ، مشكلات الاقتصاد الدولي المعاصر ، دار الحدائث للطباعة و النشر و التوزيع ، لبنان
- 15) هشام فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية وقدرتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية ، مؤسسة أوراق للنشر والتوزيع ، الأردن، ط1 2008
- 16) طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية(مفاهيم إدارة المخاطر) ، الدار الجامعية ، مصر ، 2003
- 17) طه بدوي ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية ، دار النهضة العربية ، مصر ، 2001
- 18) منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات المالية ج2 ، منشأة المعارف ، مصر، 2003
- 19) طارق عبد العال حماد ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية -مصر- 2002

- (20) محمد صالح الحناوي ، و آخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها - مدخل التحليل الأساسي والفني ، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2005
- (21) ساتيا جيت داس ، أسطورة المال – سادة العالم و إيمان المخاطر - ، ترجمة علا أحمد صلاح ، مجموعة النيل العربية ، ط1 ، 2013 ، مصر
- (22) حازم البيلاوي ، النظام الرأسمالي و مستقبله ، دار الشروق ، ط 1 ، مصر
- (23) جورج كوبر JEORJE COOPER ، الأزمة المالية العالمية و خرافة السوق الكفاء ، ترجمة محمود عواد ، شركة نهضة مصر للطباعة و النشر و التوزيع ، ط1 ، 2009 ، مصر
- (24) بول مايسون ، انهيار الاقتصاد العالمي –نهاية عصر الجشع- ، ترجمة انطوان باسيل ، شركة المطبوعات للتوزيع و النشر ، ط1 ، بيروت ، لبنان ، 2011

**\*المجلات و الملتقيات**

- (1) مجلة التمويل و التنمية ، صندوق النقد الدولي ، يونيو ، 2013
- (2) مجلة بحوث اقتصادية عربية العدد 52 ، 2010
- (3) الملتقى الدولي الأول -الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل- المركز الجامعي غرداية ، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

**\*العناوين الالكترونية**

- (1) [www.iasj.net/iasj? Func=fulltext&aId](http://www.iasj.net/iasj? Func=fulltext&aId)
- (2) <http://ar.wikipedia.org/wiki>
- (3) <http://uaesm.maktoob.com/vb/uae77312>
- (4) <http://www.arabicactuary.com>
- (5) [www.bis.org/press/080609.pdf](http://www.bis.org/press/080609.pdf)
- (6) <http://seekingalpha.com/article/77282-a-commodity-hedge->
- (7) <http://m.alomanaa.net/news/26>

**الهوامش:**

- 1- وفاء أحمد محمد، الوساطة المالية في المصارف الإسلامية ، على الموقع الالكتروني:  
[www.iasj.net/iasj? Func=fulltext&aId](http://www.iasj.net/iasj? Func=fulltext&aId)
- 2- عبد المنعم السيد علي ، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع ، ط 1 ، الأردن ، 2004 ، ص37
- 3- د. عصام حسين، سوق الأوراق المالية ، دار أسامة للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2008 ، ص ص 18-17.
- 4 - د. مصطفى كمال السيد طایل، الصناعة المصرفية في ظل العولمة ، اتحاد الجامعة العربية للنشر، البلد لم يذكر، 2009، ص.164
- 5- محمود عبد العزيز ، مفهوم وظائف المصارف الشاملة ، اتحاد المصارف العربية ، بيروت لبنان ، 1994 ، ص 13
- 6 - حمد محمد غنيم، إدارة البنوك تقليدية الماضي والكترونية المستقبل،المكتبة العصرية للنشر، البلد لم يذكر، 2007، ص30
- 7- أنظر : - يوسف كمال محمد ، المصرفية الإسلامية الأزمة و المخرج ، دار النشر للجامعات ، ط3 ، مصر ، 1998 ، ص 85-82
- مصطفى كمال السيد طایل، مرجع سابق، ص165،166

- 8 - دبراق محمد ، أداء صناديق الاستثمار المسئولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية ، الملتقى الدولي الأول -الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل- المركز الجامعي غرداية ، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، ص4 .
- 9 - أنظر : نزيه عبد المقصود ميروك ، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية ، 2007 ، ص ، ص98 ، 97.
- 10- ويكيبيديا الموسوعة الحرة، <http://ar.wikipedia.org/wiki> ، تاريخ الاطلاع 2013/03/10
- 11- نفس المرجع ، ص17
- 12- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع ، بدون بلد نشر، ص 68.
- 13 - فريد راغب النجار، أسواق المال و المؤسسات المالية ، دار الثقافة للنشر، بدون بلد نشر ، 2009 ، ص173.
- 14-منتدى الإمارات للأوراق المالية، <http://uaesm.maktoob.com/vb/uae77312> ، 2013/04/25، 17:30
- 15- <http://www.arabicactuary.com> ، 2013/04/10، 14:30
- 16- محمد نجاته الله صديقي ، التأمين في الاقتصاد الإسلامي ، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز ، ط1 ، المملكة العربية السعودية ، 1990 ، ص 1
- 17 - احمد صلاح عطية، محاسبة شركات التأمين، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2003 ، ص 13
- 18- <http://m.alomanaa.net/news/2613/> تاريخ الاطلاع 2014 -01- 23
- 19 - أنظر :
- ضياء مجيد الموسوي ، الخصوصية و التصحيحات الهيكلية -آراء و اتجاهات- ديوان المطبوعات الجامعية ، ط3 ، الجزائر ، ص 27
- بديعة لشهب ، الأزمة المالية العالمية محاولة في الفهم و التجاوز ، مجلة بحوث اقتصادية عربية العدد 52 ، 2010 ، ص 65
- 20 - الطاهر لطرش ، الاقتصاد النقدي و البنكي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، ط1 ، الجزائر ، 2013 ، ص ،
- 21 - لتفصيل أكثر أنظر، الطاهر لطرش ، ص من 272 - 276
- 22- أنظر : - حمدي الصباحي ، مشكلات الاقتصاد الدولي المعاصر ، دار الحدائق للطباعة و النشر و التوزيع ، لبنان ، ص ص 33-34
- الطاهر لطرش ، ص287 - 296
- 23 - حمدي الصباحي ، مرجع سابق ، ص 33
- 24- هشام فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية وقدرتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية ، مؤسسة أوراق للنشر والتوزيع ، الأردن، ط1 2008 ، ص23 .
- 25- طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية(مفاهيم إدارة المخاطر) ، الدار الجامعية ، مصر ، 2003 ، ص7-8.
- 26- طه بدوي ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من وجهة القانونية ، دار النهضة العربية ، مصر ، 2001 ، ص466.
- 27- منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات المالية ج2 ، منشأة المعارف ، مصر، 2003 ، ص6
- 28- هشام فوزي العبادي ، مرجع سابق ، ص81
- 29- طارق عبد العال حماد ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية - مصر- 2002، ص 16

- 30- نفس المرجع ، ص94 .
- 31- محمد صالح الحناوي ، و آخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها - مدخل التحليل الأساسي والفني-، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2005 ، ص309-310
- 32 - منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص19-20.
- 33 - ساتيا جيت داس ، أسطورة المال – سادة العالم و إيمان المخاطر - ، ترجمة علا أحمد صلاح ، مجموعة النيل العربية ، ط1 ، 2013 ، مصر ، ص 422
- 34- حازم الببلاوي ، النظام الرأسمالي و مستقبله ، دار الشروق ، ط 1 ، مصر ، ص 104
- 35 - نفس المرجع ، ص 105
- 36 - www.bis.org/press/p080609fr.pdf ، تاريخ الاطلاع 22-9-2013
- 37 - لورا كودريس ، ما هو نظام الظل المصرفي ، مجلة التمويل و التنمية ، صندوق النقد الدولي ، يونيو ، 2013 ، ص 42
- 38- أنظر : جورج كوبر JEORJE COOPER ، الأزمة المالية العالمية و خرافة السوق الكفاء ، ترجمة محمود عواد ، شركة نهضة مصر للطباعة و النشر و التوزيع ، ط1 ، 2009 ، مصر ، ص 44
- 50 -
- 39 - ساتيا جيت داس ، مرجع سابق ، ص 417
- 40- بول مايسون ، انهيار الاقتصاد العالمي -نهاية عصر الجشع- ، ترجمة انطوان باسيل ، شركة المطبوعات للتوزيع و النشر ، ط1 ، بيروت ، لبنان ، 2011 ، ص 113
- 41 - Patric Artus, la crise des supprimes ,rapports du CAE,79(paris :la documentation française 2008) p :39