

الثغرات التنظيمية والمحاسبية للمشتقات المالية ودورها في خلق الأزمات المالية

أ: نسيلي جهيدة
أستاذة مساعدة قسم أ
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم
التسيير
جامعة امحمد بوقرة -بومرداس-

Résumé :

La crise financière actuelle déclenchée par les « subprimes » à l'été 2007, a révélé d'importantes faiblesses dans la résilience des banques et des autres intervenants du marché face aux chocs financiers et économiques. En particulier pour les dérivés financiers, cette crise a montré qu'une plus grande transparence des marchés, ainsi qu'une réglementation plus stricte des produits et des intervenants, telles que les fonds de couverture, seraient nécessaires pour éviter d'une part toute prise de risques excessive et opaque, et d'autre part, atténuer le risque systémique induit par les transactions, les marchés et les pratiques.

الملخص: لقد وجهت عدة اتهامات للابتكارات التي جاءت بها الهندسة المالية على إثر الأزمة المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي مطلع القرن الواحد والعشرين والتي عصفت بالاقتصاد الأمريكي واقتصادات الدول الصناعية الكبرى، وامتدت آثارها إلى اقتصادات الدول النامية والعربية؛ حيث بينت هذه الأزمة نقاط الضعف التي يحملها النظام المالي العالمي وحجم الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي. فقد تلقت، على وجه الخصوص، المشتقات المالية وعمليات توريق الديون انتقادا حادا بالرغم من النجاح الكبير الذي عرفته هذه الأدوات في عمليات التحوط وإدارة المخاطر، حيث لم تسلم من النقائص التي مست كل من الجوانب المحاسبية والتشريعية وكذا الرقابية المنظمة لنشاطها خاصة تلك المتداولة في السوق غير الرسمية؛ كما ساهمت صناديق التحوط في تعميق الأزمة وتوسيعها بفضل نشاطها المضارب على هذه الأدوات.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، صناديق التحوط، مبادلات ضمانات القروض، ضمانات سندات الدين المركبة، التوريق، القيمة العادلة، الرقابة، الملاذات الضريبية.

مقدمة :

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها: عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة⁽¹⁾. وأول أنواع المشتقات ظهورا على مسرح الاستثمار العالمي هي صكوك الأوراق المالية التي تصدرها الشركات وتعطي لحائزها الحق في شراء أسهم الشركة بسعر معين في تاريخ معين؛ وقد شهدت العقود الأخيرة ظهور العقود الآجلة والعقود المستقبلية المتعلقة بالمنتجات الأساسية، كالمحاصيل الزراعية والمعادن والطاقة، والعملات والسندات والأسهم؛ ولم يتوقف الأمر هنا، بل تجاوز ذلك إلى ما يعرف بالأصول الافتراضية كالمشتقات التي تتم على مؤشرات الأسهم والمشتقات المختلطة وعقود الخيار ... الخ.

لقد كانت المشتقات بشكل أو بآخر متاحة خلال العديد من السنين الماضية. كما أن المهندسين الماليين دأبوا على تطوير المنتجات المشتقة الجديدة والمعقدة، والتي تبدو صعبة إن لم تكن مستحيلة الفهم⁽²⁾، غير أن فقدان الفهم العام لهذه الأدوات لم يحل دون تورط المستعملين في معاملات المضاربة بالمشتقات، وبالتالي التعرض لمستويات من المخاطر لا يمكن تحملها.

وعليه فالدعوة اليوم ليس فقط للترويج بالانتصارات التقنية لأسواق المنتجات المشتقة، والافتتان بمقدرتها على الاستجابة لكل الاحتياجات. بل أيضا للالتباه بأنها تعتبر واحدة من أعظم عناصر الخطر للمالية الحالية، حيث ساهمت في العديد من الأزمات ومن الممكن هنا أن نعيد إلى الأذهان دروس أزمة يوم الاثنين الأسود 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 بالمستقبلات، وتوسع القائمة لتشمل منشآت أخرى مثل: "Cargil, Mead, Greetings chemical" ونجد

حتى الصانع الأمريكي Dell الذي على إثر خسارة تقدر ب 23 مليون دولار أعلن عام 1994 الانسحاب من سوق المشتقات⁽³⁾.
وسنحاول من خلال هذه الورقة التطرق إلى أهم جوانب الضعف التي تميز المشتقات المالية والدور الذي لعبته في تفاقم أزمة صيف 2007، وذلك من خلال أربعة نقاط رئيسية؛

❖ أولاً: عرض سريع لأزمة الرهن العقاري؛

❖ ثانياً: تحليل الأسباب التي أدت إلى نشوب الأزمة؛

❖ ثالثاً: دور التشريع القانوني والمحاسبي للمشتقات المالية في تفجر الأزمة؛

❖ رابعاً: صناديق التحوط وموقعها من الأزمة.

1. **عرض الأزمة :** تمثل السبب الرئيسي المباشر وراء ظهور الأزمة المالية في الممارسات الخاطئة للمؤسسات المالية والمصرفية الأمريكية في ظل غياب التنظيم والرقابة الحكومية بالتوسع غير المسبوق في تقديم القروض للقطاع العقاري بهدف تمويل شراء المنازل، مع تقديم مبالغ تماثل هذا المبلغ على شكل قروض استهلاكية لحملة بطاقات الائتمان، مما أدى إلى التوسع غير المسبوق في حجم الائتمان والتضخم الهائل في الكتلة المالية والنقدية، أدى في النهاية إلى انفجار ما يعرف بفقاعة الرهن العقاري، تزامن ذلك مع قيام المؤسسات المالية المقرضة بتوريق (تسنيذ) هذه القروض وبيعها إلى شركات التوريق لكي تعيد إقراض ما حصلته في تمويلات عقارية جديدة لعدة مرات، وبدورها قامت شركات التوريق بإعادة بيع هذه السندات في أسواق المال لتستفيد من فارق أسعار الفوائد، وتم تداولها بإعادة بيعها لآخرين ومنهم إلى غيرهم في تيارات متتالية، وبأسعار أكثر من قيمتها الاسمية اعتماداً على ما تدره من فوائد بدأت بسيطة لمدة سنتين ثم تزايدت بعد ذلك، إذ قام البنك الاحتياطي برفع أسعار الفائدة من مستوى 1% خلال شهر جوان 2004 إلى 5,25% خلال شهر جوان 2006⁽⁴⁾، وفي الجهة المقابلة فإن أصحاب المنازل الذين اشتروها من خلال المصارف قاموا بعد ذلك بإعادة تقدير قيمة منازلهم بقيمة أكبر من قيمتها الحقيقية ثم أعادوا رهنها بناء على القيمة الجديدة لمؤسسات أخرى قامت بدورها بتسنيذ هذه القروض وبيعها لشركات التوريق التي قامت بنفس ما قامت به في البداية من طرح هذه السندات للتداول وإعادة التداول، ولكي تكتمل حلقات الهندسة المالية تم إصدار أدوات مالية (مشتقات) للمضاربة على فروق أسعار هذه السندات وطرحت في الأسواق هي الأخرى وتم تداولها منفصلة عن السندات، وبالتالي حملت العقارات بعدد كبير من القروض التي تفوق قيمتها،

وانقطعت الصلة بين حملة السندات وبين المقترضين بضمان العقارات، وبدأت الكارثة بعد أن تشبع السوق العقاري وقل الطلب على العقارات فانخفضت أسعارها، وفي ظل تراكم الفوائد وعدم قدرة أصحاب العقارات على إعادة بيعها أو رهنها للحصول على قروض جديدة توقفوا عن سداد أقساط القروض وفوائدها، وبدأت أسعار السندات في الانخفاض واتجه حملتها إلى بيعها بخسارة، وتوقفت المؤسسات المالية عن الإقراض نظراً لتعثر المقترضين السابقين، وبالتالي قل الطلب مرة أخرى على العقارات فانخفضت قيمتها بشكل أكبر، غير أن مسؤولية المؤسسات المالية المقرضة وشركات التوريد عن متابعة وتحصيل الأقساط والفوائد وتسليمها لحملة السندات تبقى من التزاماتها بموجب القانون، وتعثر المقترضين وتوقفهم عن السداد استولت المؤسسات المالية على العقارات (الضمان) مع أن القيمة السوقية لهذه العقارات أقل بكثير من قيمة القروض الممنوحة فضلاً عن عدم قدرتها على إعادة بيعها وتسييل قيمتها بسبب الركود الحاصل في سوق العقارات.

وبالتالي صنفت هذه القروض على أنها قروض رديئة لا يمكن تحصيلها، ومن المعلوم أن المصدر الأصلي لهذه الأموال هو ودائع العملاء، وعندما بدأ العملاء بسحب ودائعهم بشكل جماعي لفقدان الثقة في المؤسسات المالية بدأ عجز المؤسسات المالية عن مواجهة الطلب على السحب فأعلنت إفلاسها، وانخفضت أسهم الشركات المالية وأسهم شركات الاستثمار العقاري، مما أدى إلى انهيار الأسواق المالية.

أما تعثر شركات التأمين فقد نتج عن عقود التأمين المرتبطة بقيام شركات التمويل العقاري والمصارف بالاتفاق مع مشتري العقارات في التأمين على سداد القروض لدى شركات التأمين مقابل أقساط محددة، وعندما عجز المشترون عن دفع الأقساط كانت شركة التأمين مطالبة بالسداد، وعند تفاقم المشكلة عجزت هذه الشركات عن توفير السيولة اللازمة لدفع التعويضات فدخلت هي أيضاً في دائرة التعثر والإفلاس.

ومع توقف المصارف عن منح التمويل للشركات الإنتاجية (صناعية وزراعية وتجارية وخدمية) نتيجة لتعثرها وعدم توفر السيولة لديها، فإن هذه الشركات لم تجد المال اللازم لتمويل عملياتها مما أدى إلى تقليل نشاطها، وأجبرها على الاستغناء عن بعض عمالقتها لتزيد بذلك البطالة، ويدخل الاقتصاد في حالة ركود متتابة، وهنا حدثت تداعيات خطيرة قررت الحكومات على أثرها ضخ أموال ضخمة

للمؤسسات المالية لشراء القروض الرديئة وتأمين بعضها وإدماج البعض الآخر وفرض الوصاية عليها⁽⁵⁾.

وكانت النتيجة انخفاض معدل النمو في الولايات المتحدة من 2.9% في عام 2006 إلى 2.2% في عام 2007، بسبب أزمة الرهن العقاري والتي أخذت منعطفا جديدا في أوت 2007، وما ترتب عن ذلك من تذبذبات حادة في أسواق الأسهم الأمريكية سببها تراجع أسعار أسهم المصارف والمؤسسات المالية التي واجهت زيادة حالات التعثر في سداد القروض العقارية⁽⁶⁾.

2. أسباب الأزمة: وهنا إذا ما قمنا بتحليل أسباب هذه الأزمة،

نستطيع أن نميز بين مجموعة من الأسباب: أسباب ظاهرة وأخرى حقيقية، إذ تمثلت الأسباب الظاهرة في بيع القروض العقارية بزيادة عن قيمتها لطرف ثالث مع عجز المقرض عن السداد، ويندرج تحت هذا الأمر عدة أمور مهمة⁽⁷⁾:

- ❖ عدم مراعاة المعايير الشخصية للعميل المقرض وقدرته على السداد؛
- ❖ زيادة التوسع بالاقتراض تبعا لزيادة قيمة العقار الممول بالاقتراض أثر في قيمة توريقها بالسندات العقارية المباعة لطرف ثالث عندما انخفضت قيمة العقار؛
- ❖ التناقض بين سياسة النقد برفع سعر الفائدة وإستراتيجية البنوك الأمريكية الربحية القائمة على المتاجرة بالسندات العقارية بفائدة منخفضة، وبيعها بفائدة أعلى مقابل تحصيل الفرق بين القيمتين، وهو ما أحدث فجوة بين سياسات الدولة لتحقيق التنمية الاقتصادية واستراتيجيات الأعمال؛
- ❖ الفجوة بين إصدار السندات كأصول متداولة وبين ربطها بقيمة الأصول العقارية مع ضعف الرقابة على تصنيف السندات العقارية أثر سلبا في المضاربة بها؛
- ❖ اعتماد البنوك الأمريكية توريق القروض العقارية بقصد نقل المخاطر إلى مشتري السند المورق؛

- ❖ التركيز على شراء سندات الرهن العقاري دون تنويع المخاطر؛
- ❖ مشكلة أصحاب الحقوق في العقار الممول من البنك، فمع تعثر العميل بسبب ارتفاع الفائدة ظهر التنزع في الحقوق بين العميل باعتباره ممتلك جزء من العقار وله الحق برفض الخروج من العقار، وحق البنك باعتباره المقرض وحق شركات التأمين بسبب التزامها بدفع ما عجز عن دفعه العميل، إضافة لحق شركات الرهن العقاري بسبب رهن العقار، مما أبرز الاختلاف الحقيقي بين قيمة العقار السوقية وبين القيمة التي زادت بفعل البنوك والشركات الهادفة لتحقيق أقصى عائد ممكن.

أما أسباب المشكلة الحقيقية فيمكن إدراجه ضمن النقاط التالية:

❖ **نظام سعر الفائدة :** إذ يقوم النظام الرأسمالي على الإقراض مقابل دفع فائدة يحدد هامشها البنك المركزي، ويرتبط بها السياسة النقدية للدولة باعتبارها وسيلة للحفاظ على قوة الاقتصاد القومي، وقد كذّبت هذه الأزمة تلك النصيحة الاقتصادية التي كثيرا ما تتكرر على ألسنة الاقتصاديين وهي أن الاستثمار العقاري، والاستثمار في السندات هما آمن الحقل الاستثمارية من حيث حجم المخاطر والعائد؛

❖ **تطبيق معيار كفاية رأس المال في البنوك في العالم تبعا** لمعايير بازل (2) المتفق على تطبيقها عالميا، كي ترفع من تصنيفها كبنوك قليلة المخاطر، ولتحقيق ذلك تم إيداع جزء من المدخرات في البلدان المصنفة بدرجة مرتفعة وهي فرنسا وإيطاليا وكندا وبريطانيا وألمانيا واليابان. والتي توجهت لاستثمارها في السندات العقارية الأمريكية كونها المصنفة (AAA) مع مراعاة استفادة مشتري السندات من الفائدة عليها، إضافة لإعطائهم الفرصة، للحصول على السيولة مرة أخرى برهن هذه السندات، وتبعا لتصرفات الأفراد الذين اقترضوا لشراء العقارات في أمريكا حال تعثرهم بسبب زيادة الفوائد، واضطراهم للتخلي عن العقار، فقد أدى لزيادة عرض العقارات عن الطلب مما أدى للكساد وبذلك انخفضت قيمة السندات العقارية؛

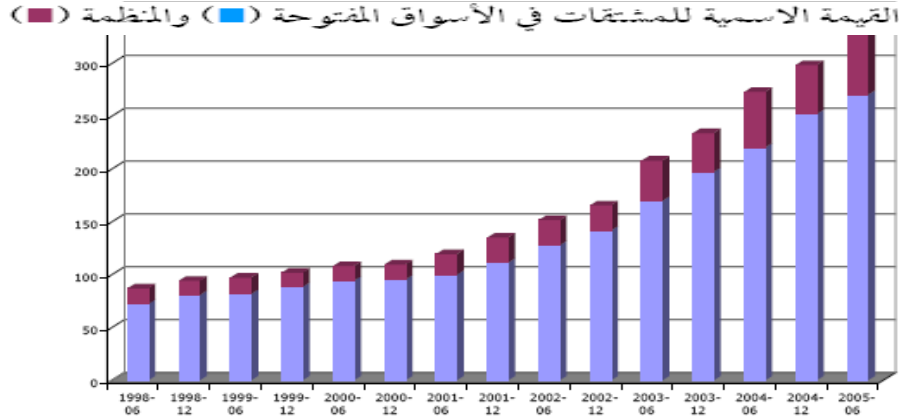
❖ **المشتقات المالية:** حيث يعتبر الخطر الحقيقي المؤدي للأزمة المالية العالمية هو سوق المشتقات المالية، وهي سوق ضخمة قائمة على المعاملات الافتراضية، وترتبط بمضاربات مستقبلية آجلة لتعاملات شبه وهمية في النفط والمعادن النفيسة وغير النفيسة، ولا تعبر هذه السوق عن أموال حقيقية بل تعكس معاملات افتراضية حيث أنه يتم سداد جزء زهيد جدًا من قيمة الشراء المتعلقة بالمشتقات. وحسب بنك التسويات الدولية، يصل المبلغ التقديري للتبادل التجاري المباشر في عقود المشتقات المالية التي لم تسدد بعد 592 ترليون دولار أمريكي بنهاية ديسمبر 2008 (الشكل رقم1)، ما يعادل تقريبا عشرة أضعاف قيمة الناتج المحلي الإجمالي لجميع البلدان في العالم، والذي يبلغ حوالي 60 ترليون دولار أمريكي. والشكل الشائع للمتاجرة في مشتقات القروض، أي مقايضات تخلف الائتمان، زاد بصورة ملحوظة السنوات القليلة الماضية، وبلغ 58 ترليون دولار في ديسمبر 2007، أو ما

يعادل 105% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، علماً أنّ هذه النسبة كانت قد بلغت 15% في ديسمبر 2004⁽⁸⁾، وهذا يشير ضمناً إلى أنّ أكثر استخدامات المشتقات المالية إنما يتم للمضاربة بدلاً من استخدامها في إدارة المخاطر -الدور الذي أنشئت من أجله- وهذا هو الشيء الذي أدى إلى الزيادة الضخمة في الخطر.

المضاربات الوهمية: ويقصد بها المضاربة بالأسهم والسندات في أسواق البورصة دون ضوابط، بل تتمتع بالحماية القانونية محلياً ودولياً، ويقام أصحاب رؤوس المال من المضاربين باستغلال ظروف السوق بقصد جني أكبر الأرباح دون مراعاة مصالح المجتمع، وقد ساعدتهم الحماية القانونية لهم، وبسببها تمكنوا من تحقيق الأرباح على حساب استغلال عناصر الإنتاج في العمليات الإنتاجية، وتظهر المشكلة الحقيقية عندما يتأثر أحد قطاعات السوق بهذه المضاربات، والذي ستتأثر به القطاعات السوقية الأخرى بسبب ترابطها، وبسبب الانفتاح عالمياً تنتقل الأزمة من كونها محلية لتصبح عالمية⁽⁹⁾.

3. دور التشريع القانوني والمحاسبي للمشتقات المالية في تفجر الأزمة: منذ أن ظهرت المشتقات المالية أثارت ولا تزال الكثير من الجدل حول مشروعيتها سواء من الناحية القانونية أو الاقتصادية. فحسب القانون فإن العقود الآجلة وعقود المبادلات تعد من الرهان الذي لا يعترف به القانون العام⁽¹⁰⁾، ومن ناحية اقتصادية فإن هذا التعامل لا يولد قيمة مضافة بل مجرد مبادلة يربح منها طرف ويخسر الآخر، وقد جرت في الماضي عدة محاولات في الكونغرس الأمريكي لمنع المستقبلات. غير أن المدافعين عن المشتقات يرون أنّها أدوات لنقل المخاطر من الوحدات المنتجة كالشركات والمؤسسات التي لا ترغب في تحمل المخاطرة إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر، وهي المؤسسات المالية وبيوت السمسرة الكبيرة، وبذلك ترتفع إنتاجية الوحدات الاقتصادية ومن ثم مستوى الرخاء الاقتصادي "هذه العملية هي ما يسمى بالتحوط، أي توخي الشركات والمؤسسات للمخاطر وتجنبها"، لكن المعارضين يقولون إن المشتقات هي نفسها أدوات المضاربة والرهان على تقلبات الأسعار والاسترباح من ذلك. وواقع الأمر أن المضاربة هي الغالبة على المشتقات، حيث تبلغ نسبة العقود المستخدمة بغرض المضاربة وفق الإحصائيات الرسمية أكثر من 97% من إجمالي العقود، بينما تقتصر أغراض التحوط على أقل من 3%⁽¹¹⁾.

الشكل رقم 1: تطور القيمة الاسمية للمشتقات المالية في الأسواق المفتوحة والأسواق المنظمة



المصدر: إحصائيات بنك التسويات الدولي

إن المشتقات المالية أدوات للمضاربة أكثر منها أدوات للتحوط، كما أن تبادل المخاطر يعني أن العملية تصبح مبادلة صفرية، لأنه إذا تحقق الخطر كسب أحد الطرفين وخسر الآخر، وإن لم يتحقق انعكس الوضع، وبالتالي يصبح المقصود منها ليس تبادل الملكية وإنما مجرد المخاطرة .

ولا خلاف بين المختصين أن المشتقات مبادلات صفرية، لكنهم يقولون إنها وإن كانت صفرية على مستوى العقد لكنها على المستوى الكلي إيجابية لأنها ترفع مستوى الإنتاجية للاقتصاد عمومًا ومن ثم ينتفع جميع الأطراف، وهذه الحجة يمكن أن تكون صحيحة لو كانت المشتقات تسير جنبًا إلى جنب مع النشاط الحقيقي المنتج، لكن واقع الأمر أن أسواق المشتقات تسير في اتجاه بعيد عن النشاط الحقيقي، حيث في السنوات الماضية تضاعف حجم المشتقات أكثر من ثلاث مرات، بحيث تجاوز حجمها الآن 33 تريليون دولار، وهو نمو غير مشهود في أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الأخرى (أنظر الجدول رقم 1) والسبب أن المشتقات لا ترتبط تعاقدًا بالنشاط الحقيقي، بل تقتصر على تبادل المخاطر، حيث أن تداول المخاطر لا يخضع لضوابط النشاط الحقيقي المولد للثروة، فيصبح نمو المشتقات أسهل بكثير من نمو الاقتصاد الحقيقي، وهذا هو الحاصل بالضبط، ويترتب على ذلك تدفق رؤوس الأموال إلى المضاربات غير المنتجة على حساب الاقتصاد

الحقيقي المنتج، مما يعرض الاقتصاد للخسارة مرتين، مرة بحجب رؤوس الأموال عن النشاط الحقيقي، ومرة عند انهيار السوق وانفجار فقاعة المضاربات غير المسؤولة وضياح الثروة تبعاً لذلك، ومع التضخم الهائل لحجم سوق المشتقات فإن أي انهيار سيكون تهديداً مباشراً للاقتصاد بأكمله.

الجدول رقم "1": تطور حجم عقود المشتقات خلال الفترة 1996_2008 (الوحدة مليار دولار)

السنة	1996	1998	2000	2002	2004	2006	2008	نسبة النمو 2008_1996
قيمة المشتقات	180	350	893	1952	5021	20207	33120	%60

Source :Michel Aglietta, Sandra Rigot, « la réglementation des hedge funds face à la crise financière », P4 ;

ونظراً لكون أسواق الصرف العالمية مؤشراً أساسياً للمخاطر المصرفية وللمخاطر السيادية الملازمة لها، تتعرض أسواق العملات لضغوط تعكس الأداء الاقتصادي والمالي للدول صاحبة هذه العملات، ليأخذ الترابط المتبادل في قلب أسعار الصرف اتجاهها معاكساً لا سيما بين قلب سعر صرف الدولار مقابل العملات الأخرى الأساسية، والأمر يصح أيضاً بالنسبة لمخاطر الائتمان التي تضغط بشكل مباشر على العملات. أي أنه كلما زادت كلفة التأمين ضد مخاطر دولة في التخلف عن الدفع كلما زادت الضغوط على عملة هذه الدولة، حيث تقاس هذه المخاطر عن طريق مشتقات القرض خاصة عقود مبادلة ضمانات القروض، وهي عبارة عن نوع من التأمين المتعاقد عليه بصفة شخصية، أين يكون البائع هو المؤمن والمشتري هو المؤمن له، يسدد البائع للمشتري حجم الخسائر التي قد يتكبدها بسبب عجز الغير، للاستفادة من هذه الخدمة، يدفع مشتري مبادلات ضمانات القروض للبائع قسطاً أو علاوة يتم تحديد مبلغها من قبل السوق وفقاً لمخاطر الخسارة.

في بداية سبتمبر 2008، ارتفع المبلغ الإجمالي لمبادلات ضمانات القروض "CDS" في الولايات المتحدة ليلبلغ 62 تريليون دولار، وهو رقم قريب من المبلغ الإجمالي للودائع المصرفية على مستوى العالم، ولقد تراجع المبلغ في نهاية شهر سبتمبر 2008 إلى 54600 مليار دولار⁽¹²⁾.

ومن بين القروض المشتقة، باستثناء مبادلات ضمانات القروض التي تعتبر الأكثر انتشاراً وتداولاً، يمكن التحدث عن ضمانات سندات الدين المركبة "CDO"

" التي انتشرت بكثرة، وتكون عندما يقوم بنك معين بشراء تغطية معينة على محفظة من الديون والتي تقوم بتكوين هذه المحفظة دون التخلي عنها⁽¹³⁾. وهي من بين أهم منتجات التوريق الذي يعتبر أحد الابتكارات المالية التي تعمل على سد فجوة التمويل وهو إجراء يدرس تحت مظلة نظم التمويل المركب.

فالتوريق أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال مؤسسة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلا للمخاطر، وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك، أو هو تحويل القروض من كونها قروض مباشرة إلى أوراق مديونية متنوعة ولاسيما السندات، ويعني ذلك أنه يتم تحويل ديون الشركات أو الهيئات المقترضة من المقرض الأساسي وهو (البنك) إلى مقرضين آخرين (مشترو الأوراق المالية) وهو ما يطلق عليه التمير المالي، وعلى ذلك، تبدو القروض المصرفية وكأنها قروض مؤقتة أو معبرية "Bridging"، أي تنتقل القروض عبرها من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية، فبالاعتماد على الديون المصرفية القائمة، يمكن خلق أصول مالية جديدة، وتوفير تدفقات نقدية. وتقوم تكنولوجيا التوريق أساساً على الإبداعات المستمرة في هيكلة الموجودات، وتبويبها بما يساعد على تقييم أدائها من جهة، والتمويل اللاحق من جهة أخرى، بهدف تحقيق الدخل، واستبعاد مخاطر الإفلاس⁽¹⁴⁾.

إن السبب الرئيسي الذي يدفع المؤسسات المالية للجوء لعمليات التوريق يتمثل في التحرر من قيود الميزانية العامة، حيث تقضي القواعد المالية والمحاسبية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال وتدير مخصصات لمقابلة الديون المشكوك فيها "معايير بازل 2" وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام، ويبطئ بالضرورة من دورة رأس المال، ويقلل بذلك من أرباح المؤسسة المالية، ويعد التوريق بذلك بديلاً مناسباً، حيث يسمح بتدوير الأصول السائلة الناجمة عن توريق الأصول غير السائلة الضامنة لديونه لدى الغير دون أن يترتب عن ذلك زيادة في الجزء المخصص للمخاطر في الميزانية العامة.⁽¹⁵⁾ والشكل الموالي يوضح التطور الكبير للمنتجات المالية المهيكلة خاصة ما تعلق بضمانات سندات الدين المركبة "CDO"⁽¹⁶⁾، إلا أن عمليات التوريق قد تراجعت خلال 2008 بحوالي 25%، حيث انتقلت من 3827 مليار دولار عام 2007 إلى 2850 مليار دولار في نهاية 2008، بسبب الانهيارات التي مست مختلف المؤسسات المالية.

إن التوريق ينطوي على العديد من المخاطر، وإن عدم الإنتباه لتلك المخاطر قد يؤدي إلى تعرض المؤسسات المالية المتعاملة في عمليات التوريق إلى الإهيار، ومن أهم المخاطر المرتبطة بها مايلي⁽¹⁷⁾:

- ✓ مخاطر التلاعب بالأرباح والخسائر المتعلقة بتلك العمليات؛
- ✓ مخاطر قياس القيمة العادلة للأصول والالتزامات الناشئة عن تلك العمليات؛
- ✓ مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات ذات الصلة؛
- ✓ مخاطر عدم الاعتراف السليم بعمليات التوريق لتحقيق مكاسب خاصة؛
- ✓ مخاطر عدم الشفافية في الإفصاح.

وقد أكدت الأزمات المالية التي تعرضت إليها بعض الشركات والمؤسسات المالية التي تتعلق نشاطها بالتوريق، في الفترة الأخيرة، أن معظم أسباب الانهيار يرجع إلى اتجاه الإدارة إلى التلاعب في التقارير المالية من خلال أساليب المحاسبة الإبتكارية، وتعدد بدائل السياسات المحاسبية، مما أثار الشكوك حول جودة التقارير المالية المنشورة لهذه الشركات، إذ يتم تقييم الأصول المالية باستخدام القيمة العادلة، وهي ليست مطلقة وإنما قيمة نسبية يتم تحديدها في وقت معين ولغرض معين وباستخدام طريقة محاسبية معينة متعارف عليها وعلى أساس فروض معينة يتم الإفصاح عنها، مما يؤدي إلى تعدد مداحل القياس المحاسبي لها، وبالتالي وجود اختلاف في المعالجة المحاسبية للإيراد الناتج عن التغيرات في القيمة العادلة بين معايير المحاسبة المحلية والدولي، مما يتيح الفرصة أمام العديد من المؤسسات المالية لاستغلال هذا الاختلاف والتلاعب في القوائم المالية⁽¹⁸⁾، خاصة وأن الكثير منها يخضع للمراجعة من قبل كبرى مكاتب المراجعة في العالم، وترتب عليها بالتبعية تعرض تلك المكاتب لهجوم شديد.

4-: صناديق التحوط وموقعها من الأزمة .

أدى توسع سوق المشتقات لانتشار ظاهرة صناديق التحوط في أنحاء العالم، إذ شاركت بنوكا مهمة وعديدة بدرجات مختلفة في الاستثمار في سوق الرهن العقاري الثانوي من خلال صناديق التحوط الخاصة بها والتي لا تخضع لأية رقابة ولا يمكن معرفة القيمة الحقيقية لاستثماراتها، خاصة على ضوء الأزمة. والمنطق وراء رفض الإدارة الأمريكية فرض الرقابة على صناديق التحوط التي احتلت البورصة وباتت تهدد السوق العالمية، هو أن المبالغ التي ضختها هذه الصناديق للبورصة سمحت بانتعاشها، ولكن الحقيقة أن هذه الصناديق بدأت تتلاعب بالائتمان نفسه الذي

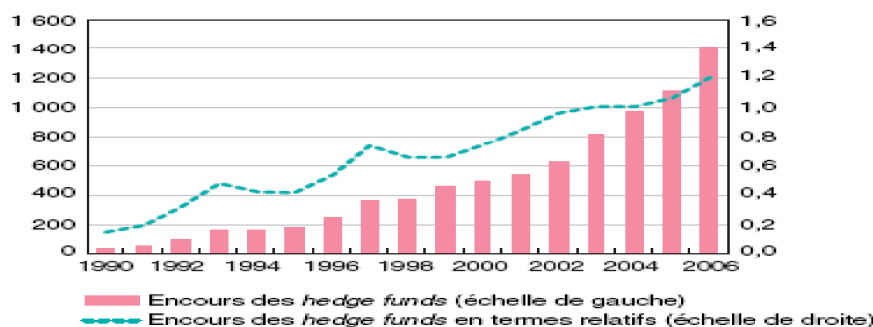
يشكل ركنا أساسيا في الاقتصاد الأمريكي، وحولت الرهان على الديون بكل أشكالها إلى مصدر أساسي للربح.

للمرء أشار إلى أن أول صندوق تحوط أسس في عام 1949 على يد عالم الاجتماع "وينسلوجونز"، حيث توصل إلى آلية تمكنه من تحقيق عوائد أعلى مما يحققه المحترفون على مستوى الأسواق المالية. وكانت إستراتيجيته تقوم على المتاجرة في الأسهم بناء على مركزين ماليين: طويل الأجل بحيث يشتري الأسهم التي يتوقع أن ترتفع ويحتفظ بها إلى أن يبيعها بالثمن المتوقع؛ وقصير الأجل وهو ما يسمى البيع على المكشوف "Short selling"، بحيث يبيع أسهم يتوقع انخفاضها ليعيد شراءها في وقت لاحق مع استخدام الاقتراض للاستثمار في أدوات مالية تدر عائدا أعلى من سعر فائدة الاقتراض وهو ما يسمى الرفع المالي، وما تزال هذه الآليات من أهم خصائص صناديق التحوط في عصرنا هذا مع محاولة التطوير والابتكار في آليات الاستثمار من قبل مديري هذه الصناديق لإيجاد آليات استثمارية تحقق عائدا عاليا مع مخاطر مقبولة ومحاولة إيجاد آليات لتحديد هذه المخاطر⁽¹⁹⁾.

لقد قادت السيولة النقدية الهائلة والمكسب السريع، لانتشار ظاهرة صناديق التحوط في أنحاء العالم، حتى باتت توصف بأنها مالكة الكون، وتعتبر صناديق التحوط من أسرع الأدوات المالية نموًا في العالم، إذ تبين مختلف الإحصاءات أن عدد صناديق التحوط قد تضاعف مابين عامي 2000 و2007، إذ ارتفع من 3335 إلى 7321 صندوق⁽²⁰⁾، وتسيطر على ثلث مداولات الأسهم، وبجوزتها أصول بقيمة "2 تريليون دولار" في عام 2006، يصل هذا المبلغ إلى 6 تريليون دولار إذا قمنا بضم عمليات الرافعة المالية. في حين بلغت أجور بعض مدراء صناديق التحوط الرئيسية إلى مليار دولار تدير 1.3 تريليون دولار⁽²¹⁾ (أنظر الشكل رقم 2).

الشكل رقم 2: تطور قيمة الأصول المالية الخاضعة لصناديق التحوط

Progression rapide des actifs gérés par les hedge funds
(en milliards de dollars) (en % de l'encours des obligations et des actions dans le monde)



- ✓ وعاء استثماري خاص يضم عددا محددًا من المستثمرين لا يزيد في الغالب عن 499 مستثمرا غرضه الاستثمار في الأوراق المالية؛
- ✓ غير خاضع للتسجيل تحت أنظمة الجهات الرقابية المناط بها مراقبة الصناديق الاستثمارية حيث أنه عقد شراكة بين المستثمر والجهة المديرة للصندوق؛
- ✓ قيمة الاشتراك بالصندوق عالية حيث تتراوح ما بين 500 ألف دولار إلى مليون دولار كحد أدنى للاشتراك فهو يعتبر من الأوعية الاستثمارية الخاصة بالأثرياء؛
- ✓ الأجرة التي يتقاضاها مدير الصندوق عالية حيث تتراوح ما بين 1% - 2% من قيمة الأصول إضافة إلى 20 % من الأرباح؛
- ✓ الاسترداد يتم شهريا أو سنويا؛
- ✓ ليس هناك أي قيود على مدير الصندوق من الجهات المنظمة في آليات الاستثمار ومن حيث استخدام الرفع المالي أو أدوات المشتقات أو البيع على المكشوف.

إن نشاط صناديق التحوط لا يزال غير منظم وغير مقنن، فهي تعد أكثر مرونة من حيث الاستراتيجيات الاستثمارية المتبعة، كما أنها تعمل في إطار تنظيمي أكثر ليبرالية مما يتيح لها أن تكون أكثر ديناميكية مع استراتيجيات الاستثمار نفسها، واستخدام المشتقات، وكذلك يمكن لها أن تكون على مستوى عال من النفوذ المالي. وقد أظهرت الأزمة المالية العالمية نقاط ضعف كامنة في الهياكل والاستراتيجيات والعمليات في صناديق التحوط، إضافة إلى أنها كشفت عن انعدام قدرتها على إدارة المخاطر خلال الأزمة، إذ هوت العديد من صناديق التحوط في دوامة من الهبوط في أسعار الأصول، كما تم تسهيل تمويل الهامش من تداعيات أزمة السيولة، فضلا عن تفاقم أزمة الائتمان التي أصابت النظام المالي العالمي بالشلل، حيث تعتبر صناديق التحوط من المتعاملين الرئيسيين في المتاجرة بمنتجات التوريق، إذ تمثل أكبر الحائزين على ضمانات سندات الدين المركبة "CDO" المتعلقة بالقرض العقاري، وتحتل أكبر حصة خاصة فيما يتعلق بتلك القروض الأكثر خطورة (أنظر الجدول رقم 2)

الجدول رقم 2: توزيع ضمانات سندات الدين المركبة "CDO" بين مختلف المؤسسات المالية 2008

تصنيف CDO	مؤسسات التأمين	صناديق التحوط	البنوك	أوعية المسيرين
AAA	6,9	12,1	14,5	5,8
AA	1,2	4,0	3,5	4,0
A	0,3	4,6	1,4	2,9
BBB	0,6	4,3	0,3	4,0
BB	0,0	2,3	0,3	0,3
Equity	0,9	19,1	4,9	1,7
المجموع %	9,8	46,5	24,9	18,8

564	749	1396	295	المجموع بليون دولار
-----	-----	------	-----	---------------------

Source : Adrian Blundell Wignall, « Structured Products : implications for financial markets », OECD, December 2007, p45

ويمكن القول أن صناعة "صناديق التحوط" في العالم اختتمت أسوأ عام في تاريخها بسحب المستثمرين لرأس مال هائل بلغ 152 مليار دولار أمريكي في الربع الأخير لعام 2008، وذلك وفقاً للبيانات التي أصدرتها مؤسسة بحوث صناديق التحوط، وهي إحدى المؤسسات الرائدة في مجال تقديم بيانات صناديق التحوط. لقد تراجع مؤشر مؤسسة بحوث صناديق التحوط المركب الخاص بالصناديق ذات الأهمية والثقل بنسبة 18.3% لعام 2008، وهو العام الثاني فقط الذي انخفض فيه المؤشر منذ 1990. وعانت صناعة التحوط، أثناء عام 2008، من فترة انحدرات وهبوط لمدة ستة أشهر متتالية، فيما بين شهري جوان وديسمبر، يتخللها ارتفاع بنسبة 0.41% في شهر سبتمبر فقط، واشتملت على تذبذب مركز لمدة شهرين في أكتوبر ونوفمبر تراكم فيهما الانخفاض حتى وصلت نسبته إلى 13%.

ومع انخفاض الأداء وزيادة تذبذب الأسعار، قام المستثمرون خلال سنة 2008 بسحب 155 مليار دولار أمريكي مشكلاً بذلك رقماً قياسياً، وتعتبر هذه المرة الثانية فقط التي عانت فيها صناعة التحوط من صافي تدفقات رؤوس أموال المستثمرين إلى خارج الصناديق منذ أن بدأت مؤسسة بحوث صناديق التحوط المركب في تتبع تدفقات الأصول في 1990.

إن المشكلة الرئيسية بهذه الصناديق، تكمن في غياب الشفافية والإفصاح من قبل مديري هذه الصناديق حيث تبين أثناء الأزمة المالية العالمية الأخيرة وجود تلاعبات بحسابات العملاء أدت إلى تحقيق خسائر كبيرة للمكتتبين وهوما أفقد الثقة في هذه الصناديق ورفع صوت المطالبات بتنظيمها ورقابتها حول العالم.

إذ أن الصفقات غير المنظمة متروكة للتفاوض بين المتدخلين، وهذا ما يطرح عدة مشاكل من بينها عدم الشفافية التي تحمل الصفقات والتي تشجع البعض (خاصة صناديق التحوط الكبرى) على المبالغة في تحمل المخاطر دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل، كون الصفقات ثنائية ومسجلة خارج الميزانية. في المقابل تعتبر الصفقات في الأسواق المنظمة أكثر أماناً للطرفين، إذ يراعى فيها التقيد الصارم بالتنظيمات والقوانين، والأهم من ذلك أن لهذه الأسواق المنظمة غرفة مقاصة تسهر على توازن السوق وتقلل من المخاطر.

ولتفادي هذا الخطأ، هناك حالياً اقتراح تبنته الولايات المتحدة الأمريكية، يتمثل في إعادة تنظيم أسواق المشتقات واتخاذ التدابير الضرورية من أجل تحويل معظم الصفقات من الأسواق غير المنظمة نحو المنظمة. أما ما يبقى من تعاملات في الأسواق غير المنظمة فيجب إخضاعه لرقابة صارمة لتفادي التراكم العشوائي للمخاطر لدى طرف واحد يكون سبب في بروز الخطر النظامي.

الخاتمة

تجلت المهارة المالية أو ما يعرف بالهندسة المالية في ابتكار الكثير من الأدوات المالية المركبة التي تسمح للمستثمرين بالحصول على عائد مرتفع يفوق عائد الأصول التقليدية، وتعتبر عقود المشتقات المالية بمختلف أنواعها من أهم الابتكارات التي توصلت إليها الصناعة المالية. إذ يرى المراقبون لأداء الأسواق المالية أن المشتقات تعد بعد مضي ثلاثة عقود من وجودها بصورتها الحالية أهم المنتجات المالية للتبادل التجاري، حيث بلغت قيمتها أكثر من 600 تريليون دولار حول العالم، ورغم الفوائد التي ظهرت إلا أن المشتقات المالية قد ساهمت بشكل أساسي في تفاقم الأزمة المالية صيف 2007، إلى جانب ظهور مؤسسات جديدة كصناديق التحوط التي صارت تلعب دوراً سلبياً من خلال خلق حالة عدم استقرار في الأسواق المالية نتيجة طبيعتها المضاربة. لذلك يعمل المختصون على اتخاذ مجموعة من الإجراءات والتدابير التي تنص على مراقبة وتقييد نشاط صناديق التحوط من خلال الرقابة الصارمة على الملاذات الضريبية التي تعتبر بمثابة القواعد الخفية لهذه المؤسسات المالية المضاربة؛ كذلك مراقبة أسواق المشتقات المالية ووقف العمل في الأسواق غير المنظمة منها؛ بالإضافة إلى إعادة النظر في المعايير المحاسبية المتعلقة بهذه المنتجات في ضوء إفرازات الأزمة الحالية.

الهوامش

- 1- أحمد صالح عطية، "مشاكل المراجعة في أسواق المال"، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص: 211؛
- 2- سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 2005، ص61؛
- 3- سحنون محمود، "مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات"، متوفر على الصفحة الإلكترونية التالية:
<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads>
- 4- عاطف محمد الروسان، عبد الرؤوف أحمد الروابدة، "الأزمة المالية العالمية 2007—2010"، المعدان للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص33؛
- 5- منير سليمان الحكيم، يزن سالم العطيات، "دور مؤسسات البنية التحتية الإسلامية الداعمة للجهاز المصرفي الإسلامي في منع المساهمة بالأزمة والتخفيف من آثارها"، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الدولي السابع، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الزرقاء الخاصة 10_11 نوفمبر 2009 الزرقاء - الأردن، ص 6؛
- 6- صندوق النقد الدولي، "آفاق الاقتصاد العالمي"، أبريل 2008، ص2؛
- 7- عبدالله إبراهيم نزال، رائد جميل جبر، "إدارة مخاطر المصارف الإسلامية الائتمانية في ظل الأزمة المالية العالمية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمة الأعمال، جامعة الزرقاء، الأردن، بدون صفحة؛
- 8- منظمة المؤتمر الإسلامي، مركز الأبحاث الإحصائية والاقتصادية والاجتماعية والتدريب للدول الإسلامية، تقارير المركز حول الأزمة المالية العالمية لعام 2008 _ 2009، جوان 2009، ص 6؛
- 9- عبدالله إبراهيم نزال، رائد جميل جبر، "إدارة مخاطر المصارف الإسلامية الائتمانية في ظل الأزمة المالية العالمية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمة الأعمال، جامعة الزرقاء، الأردن، بدون صفحة؛
- 10- للمزيد من الاطلاع انظر: سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 104-137؛
- 11- كتاف شافية، علقمة مليكة، "التمويل المهيكل وأدواته الحديثة ودورها في تفاقم الأزمة المالية الراهنة"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس - سطيف - أكتوبر 2009، ص 19؛
- 12- JORION Paul, "La crise des subprimes au séisme financier planétaire", ed. Fayard, France, novembre, 2009, p189 ;
- 13- KARYOTIS Catherine, "La crise financière en 40 concepts clés", ed. , p 22 ;9Revue Banque, France, mars 200

- 14- بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، الصادرة عن كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، عدد 07، 2009-2010، ص 341؛
- 15- سيد عبد الفتاح صالح حسن، "انعكاسات الثياس والإفصاح المحاسبي لعمليات توريق الأصول المالية عل سوق الأوراق المالية المصري"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، الصادرة عن كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الرابع، الجزء الثاني، أكتوبر 2010، ص 823؛
- 16- Fabrice Pansard, « LA CONTAGION DE LA CRISE DES SUBPRIMES », Colloque « Les années Bush : L'héritage socio-économique », organisé par AMF, Paris, les 24-25 octobre 2008, P11 ;
- 17- مجدي مليجي عبد الحكيم، "مدخل مقترح لمراجعة عمليات توريق الأصول الرأسمالية لتحسين جودة التقارير المالية المنشورة في ضوء أساليب المحاسبة الابتكارية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، العدد 1، المجلد 2، جانفي 2012، ص 445؛
- 18- أحمد سعيد قطبا حسنين، "دراسة استطلاعية لمدى تحقيق المعايير المحاسبية لمفهوم العدالة في القياس والإفصاح عن المشتقات المالية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة الصادرة عن كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد الثاني أبريل 2009، ص 316؛
- 19- مركز الرصد والتواصل المالي الإسلامي، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية 2009، متوفر على الصفحة الإلكترونية: www.cibafi.org؛
- 20- Michel Aglietta, Sandra Rigot, « la réglementation des hedge funds face à la ;5 P crise financière », <http://congres.afse.fr>,
- 21- سحنون محمود، مرجع سبق ذكره، بدون صفحة؛
- 22- بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 341.