

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة

ضرورة حتمية لاجتناب أزمات مالية مستقبلية

أ. حسبت سميرة

جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية - قسنطينة

الملخص:

تعد المشتقات المالية أبرز الابتكارات المالية التي صاحبت التطورات الحاصلة في النظام المالي العالمي، وهي منتجات تمتاز بالمرونة والتعقيد وتقدم تغطية جيدة ضد المخاطر، لكنها تحولت إلى أدوات للمجازفة ونقل المخاطر، خاصة أثناء الأزمة المالية العالمية 2008 حيث كانت وراء إفلاس العديد من المؤسسات المالية، الأمر الذي استدعى إعادة النظر في تنظيم أسواق المشتقات المالية خاصة تلك التي تتم خارج المقصورة (التفاوض بالتراضي) وذلك بإخضاع العقود الأكثر تجانسا للمقاصة المركزية والإبلاغ عنها لدى دلائل مركزية للمعلومات من أجل تحقيق انضباط السوق واجتناب أزمات مالية مستقبلية قد تقود العالم إلى وجهة مجهولة.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، الأزمة المالية، مبادلات خطر عدم السداد.

Abstract:

Financial derivatives products are presented as one of the most important financial innovations that have accompanied the evolution of the global financial system. products are characterized by flexibility and complexity, and provide a good hedge against risks. but they have become a source of speculation and contagion risk , especially during the global financial crisis of 2008. they were behind the collapse of many financial institutions. Which necessitated the reform of the regulation of derivatives markets, particularly those treated OTC (over-the-counter), this reform will affect derivatives sufficiently standardized that will necessarily offset by a central

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناوب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
counterparty (CCP), the recording of all transactions within the
central data registers (trade repositories-TR) and the
establishment of international unique identifier (legal entity
identifyer-LEI) to achieve market discipline, and to avoid future
financial crises that will lead the world to a destination
unknown.

Keywords: the financial crisis .financial derivatives, cds.

مقدمة: تعد المشتقات المالية بأنواعها المختلفة أحد أهم المبتكرات المالية التي
ميزت الساحة المالية العالمية، باعتبارها أبرز مظاهر العولة المالية، حيث بدأ التعامل بها
منذ أوائل السبعينيات لمواجهة التقلبات الحادة التي شهدتها الأسواق المالية، خاصة المتعلقة
بالتقلبات الغير المتوقعة في أسعار الفائدة والصرف وأسعار الأصول المالية التي شكلت
خطرا كبيرا على المؤسسات الاقتصادية، فكانت بذلك المشتقات المالية أدوات حديثة
للحماية وتدنية المخاطر، ولا يقتصر استخدام المشتقات بغرض التحوط فحسب بل يمتد
إلى المضاربة أو المجازفة من أجل تحقيق الأرباح والاستفادة من فروقات الأسعار.

فبالرغم من وجود أشكال المشتقات المالية في الأسواق منذ قرون، إلا أنها
تطورت بشكل كبيرا في القرن الماضي، كما تزايد استخدامها بتطوير أدواتها في
العقدين الأخيرين بما يتناسب مع ظاهرة عالمية الأسواق، الأمر الذي جعل المشتقات
المالية تحوز على أهمية بالغة نظرا لأهميتها وسرعة انتشارها باعتبارها أحدث المبتكرات
المالية وأكثرها تعقيدا، حيث ساهمت في تقديم تغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية،
وإتاحة الفرصة لتخطيط أفضل للتدفقات النقدية، ومن ثم أولتها الجهات الرسمية والمهنية
العناية الفائقة من الناحية التشريعية والقانونية التي تنظم أحكام التعامل بها.

خاصة بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة، حيث كانت أسواق المشتقات المالية
أحد الأسباب الرئيسية لحدوثها كما اعتبرت أدوات لانتقال عدوى الأزمة بسرعة

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناوب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة كبيرة، مما استوجب في إطار الحوكمة العالمية التي تتجسد في مجموعة العشرين الدعوة إلى إصلاح نظام التعامل بالمشتقات المالية خاصة تلك التي ساهمت في تفاقم الأزمة المالية الأخيرة، وهي المشتقات المالية التي تتداول في الأسواق غير المنظمة¹، في اجتماع بيتاسبرغ (Pittsburg) 2009، وأبرز هذه الإصلاحات تتمثل في وضع معايير دولية لجعل هذه العقود الأكثر تجانساً خاضعة للمقاصة المركزية، بالإضافة إلى تعزيز قواعد الإفصاح والشفافية، وقد بدأ تجسيد هذه الإصلاحات من خلال تشريعات ونظم جديدة سواء في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال قانون حماية المستهلك (دود - فرانك)² أو الدول الأوروبية تنظيم البنية التحتية للأسواق الأوروبية (إيمير-³EMIR)، وسنحاول من خلال هذه الورقة البحثية التعرف على أهم الإصلاحات في أسواق المشتقات المالية ومدى أهميتها في تحقيق الاستقرار المالي العالمي لإجتناوب أزمات مالية مستقبلية، من خلال طرح الإشكالية التالية:

كيف يتم إصلاح المشتقات المالية لتجنب حدوث أزمات مستقبلية؟
وللإجابة على هذه الإشكالية نتبع المنهج الوصفي التحليلي من خلال المحاور التالية:

أولاً: ماهية المشتقات المالية.

ثانياً: الأزمات المالية العالمية الحالية وعلاقتها بالمشتقات المالية.

ثالثاً: الإصلاحات المالية المعاصرة في سوق المشتقات المالية.

أولاً: ماهية المشتقات المالية

¹ - les marchés de dérivés de gré a gré (-over-the counter – otc-dérivatives)

² -Dodd-frank regulation. أو قانون إصلاح وول ستريت

³ - euro péan market infrastructure regulation.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناّب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
بداية سنتعرف على ماهية المشتقات المالية، أهميتها وأنواعها حيث سنركز على
الأنواع المتداولة في الأسواق غير المنظمة.

1-تعريف المشتقات المالية:

نشأت المشتقات المالية من علم الرياضيات وهي تشير إلى متغير يشق من متغير
آخر، والمشتقات المالية من أهم الأدوات المالية الجديدة التي قدمها منظروا الهندسة
المالية¹، لأغراض التحوط والمضاربة والاستثمار، ولها عدة تعاريف نورد منها ما يلي:
- "تسمى عقود المشتقات بهذا الاسم لأن قيمتها مشتقة من قيمة الأصول محل
العقد (الأسهم، السندات، السلع والعقارات...)، وكذلك من متغيرات نقدية ومالية
وحقيقية (سعر الصرف، معدل الفائدة، مؤشر بورصة، مؤشر مناخ...) التي تسمى
الأصول الأساسية. تهدف إلى توفير الحماية لجميع المتعاملين الاقتصاديين، ضد المخاطر
التي تحيط بعملية تجارية أو مالية يتم تنفيذها في المستقبل للأسباب يصعب التحكم فيها"²
كما تعرف أيضا بأنها:

- "عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيم
واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها".³
- كما أنها "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها
لا تتطلب استثماراً لأصل المال في الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات

¹ - تتضمن الهندسة المالية التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول
للمشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية. فالهندسة المالية ليست أداة، بل هي المهنة التي
تستعمل الأدوات (تعريف الجمعية الدولية للمهندسين الماليين)

² - Yves Jégourel , Les produits dérivés : outils d'assurance ou instruments dangereux
de spéculation, Comprendre les marchés financiers, Cahiers français n° 361, 2011.

³ - بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة، أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها،
الملتقى العلمي الدولي "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، جامعة سطيف، 2009.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناّب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات
التقديية يصبح أمرا غير ضروري.¹

- وجاء في تعريف آخر أهما: "أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو
سلعة، والتي يمكن من خلالها شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق، أما قيمة الأداة
المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول والمؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات
الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده، وليس هناك عائد مستحق على
الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض، وتشمل إدارة المخاطر،
والتحوط والمراجحة في الأسواق وأخيرا المضاربة".²

وبالتالي يمكن أن نستنتج من مختلف التعاريف السابقة أن المشتقات المالية عبارة
عن عقود على شكل أدوات مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصول الأساسية، يتم
تسويتها في تاريخ مستقبلي بهدف التحوط وإدارة المخاطر وحتى المضاربة.

2- أسواق المشتقات³: وهي الأسواق التي يتم فيها تداول عقود المشتقات
وتكون أسواق المشتقات إما أسواقا منظمة أو غير منظمة.

● **السوق المنظمة:** وتعرف أيضا بسوق الأجل للبورصة، وتتسم بتوحيد
شروط التعامل في عقود المشتقات كتلك المتعلقة بالتسليم والتسوية والحد الأقصى لعدد

¹ - جباري شوقي وحميلي فريد، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمات المالية العالمية، بحث
مقدم للمؤتمر العلمي الدولي حول (الأزمة المالية والاقتصادية العالمية من منظور إسلامي)، عمان،
الأردن، 2010

² - نفس المرجع السابق.

³ - محمود سحنون، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، المؤتمر العلمي الحادي عشر
بعنوان "الأزمة الاقتصادية المعاصرة، أسبابها، علاجها وتداعياتها، كلية الشريعة، جامعة جرش،
الأردن، ديسمبر 2010.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناّب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة عقود المضاربة الذي يمكن أن يحوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل. إضافة إلى أن السوق المنظمة تكون مجهزة بغرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود وتضمن تغطية مخاطر الطرفين، وتتحقق هذه التغطية من خلال هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد تتراوح بين 3 إلى 5 % تودع لدى غرفة المقاصة. للإشارة فإنه لا يتم التعامل في هذه السوق إلا من طرف متعاملين معتمدين تحكمهم قواعد التداول المحددة من طرف هذه البورصة.

• **السوق غير المنظمة:** على عكس الأسواق المنظمة، السوق غير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة، هذه العمليات التي تتم مقصورة على الأسواق غير المنظمة، هي الأكثر تغييرا للنظام المالي الدولي، بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة، ولأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة، وتتداول أيضا في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيدا من حيث الخيارات والمبادلات، ... علما أن العمليات في هذه السوق ليست نمطية، بل يتخذ قرارها بشكل مشترك بالاتفاق بين الطرفين المعنيين، بمعنى أنها مهيكلة حسب إرادة الطرفين المعنيين. ويعتبر ذلك إيجابيا بالنسبة للمتدخل الذي حددت العملية على مقاسه، في حين يعتبر ذلك سلبية عامة تتميز بها هذه الأسواق.

3 - خصائص المشتقات المالية¹: تتميز المشتقات المالية بالخصائص التالية:

• **إنها ذات طبيعة خارج الميزانية:** فعلى حين يتم إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية (مثل الأسهم والسندات) داخل الميزانية كأصول وخصوم بحيث يكون من السهل التعرف على أرصدها المثبتة وتتبع أية تغييرات فيها، فإن الوضع يختلف بالنسبة

¹ - هبه محمود الطنطاوي الباز، التطورات الحديثة في الصناعة المصرفية واستراتيجية عمل البنوك في مواجهتها، القصر للطباعة والدعاية والإعلان، مصر، 2006. ص26.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناّب أزمات مالية----- أ. حسيبة سميرة
للأدوات المالية المشتقة حيث لا لإثباتها داخل الميزانية مما يجعل المجال مفتوحا للتعرض
لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة إلى مخاطر ضعف الرقابة عليها.

● **التعقيد:** إن عقود المشتقات قد يتم تصميمها لمقابلة الحاجات الخاصة
للمستخدمين النهائيين، لذلك قد لا يكون استخدام بعض تلك الأدوات واضحا. كما
قد لا يكون واضحا أيضا كيفية تقويمها أو المحاسبة عنها-و كيفية تحقيق الأهداف
الاقتصادية المرغوبة - وهذا قد يترتب عليه مشاكل أساسية نتيجة لعدم فهم شروط
وآثار عقد مشتقات معين، مما قد يؤدي إلى تعرض المؤسسة المالية للارتباك المالي.

● **السيولة:** أحيانا تتصف بعض أسواق المشتقات بعدم السيولة، مما يترتب عليه
صعوبة تسوية بعض أنواع عقود المشتقات، بالإضافة إلى مشاكل أخرى تتعلق بعمليات
تقييمها أو تصفية وإزالة المراكز المفتوحة المرتبطة بها. وبعض عقود المشتقات تتسم
بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ
الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية.

● **عدم وضوح القواعد المحاسبية المرتبطة:** حيث لا يزال هناك نوع من
الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات.
ويرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال إنتاج الأدوات المالية.

4- **أهمية المشتقات المالية:** تختلف أهمية المشتقات المالية بحسب مستعملها
الذين ينقسمون إلى متحطين ومضاربين ومراجحين فلكل منهم هدف خاص به،
تحققه المشتقات المالية حسب الغرض المرجو منها، فهي ذات أهمية يمكن إنجازها فيما
يلي :

● **التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية:** يتمكن المستثمر من خلال هذه
العقود من التغطية ضد مخاطر تغير الأسعار، بنقل تلك المخاطر لطرف آخر دون اللجوء
إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد، مقابل تكلفة معينة.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتنب أزمات مالية----- أ. حسيبة سميرة

• **مصدر لتحقيق إيرادات:** يمكن استخدام المشتقات لتخفيض تكاليف التمويل، ولزيادة بعض الموجودات أو الأدوات. فلقد أصبحت الأدوات المشتقة مصدرا مباشرا ومنتظما لإيراد العديد من المؤسسات المالية المصرفية والمالية الأخرى، وذلك من جراء قيام هذه المؤسسات بنشاطات عدة في مجال صناعة الأسواق، أي الدخول في صفقات مع العملاء وغيرهم من المتعاملين في أسواق المشتقات مع الاحتفاظ دوما بمراكز متوازنة للمحافظ المالية للاستفادة من إيرادات الرسوم الناتجة عن عروض مواتية للأسعار¹.

• **استكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر:** من أبرز وظائف عقود المشتقات كذلك تزود المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، لذا يقال أنها أداة جيدة لاكتشاف السعر أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

• **تؤدي إلى تحقيق مستوى عال من الكفاءة في سوق المال:** فالكفاءة تعني القيام بعمل أفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية، حيث تمكن المشتقات المالية لتخفيض تكاليف التمويل وتحقيق ربحية من خلال المراجعة فيما بين الأسواق الحاضرة وأسواق المشتقات.

5- أنواع المشتقات المالية:

تتميز عقود المشتقات بالمرونة العالية والتنوع الكبير، فلا يمكن حصر جميع أنواعها، واختصارا يمكن تصنيفها إلى عقود رئيسية أو كلاسيكية أو ما يعرف بالجيل الأول، وعقود هجينة وغريبة أو مشتقات الجيل الثاني.

¹ - هبة محمود الطنطاوي الباز، مرجع سابق، ص 27.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتنب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة

5-1- المشتقات الرئيسية: وهي ما تعرف بالجيل الأول حيث بدأ التعامل بها بصورة منظمة في بدايات سنوات السبعينات حوالي 1972 ببورصة شيكاغو الأمريكية، لتنتشر وتزداد تطورا في الثمانينات . فيما يلي نستعرض أهم العقود الرئيسة للمشتقات المالية وهي:

● أ- **العقود المستقبلية:** futures contracts هي اتفاق بين طرفين لشراء أصول أو بيعها في وقت مستقبلي بسعر معين ويتم تداولها عادة في البورصة . لجعل التداول ممكناً، تحدد البورصة ميزات موحدة معينة لهذه العقود . وبما أن الطرفين المتعاملين بالعقد ليس بالضرورة يعرفان بعضهما البعض، فإن البورصة توفر أيضا آليات تعطي الطرفين الضمان بأنه سيتم الوفاء بالعقد.¹

وتتميز بالخصائص التالية:

- هي عقود نمطية يلتزم بمقتضاها البائع والمشتري بإجراء تبادل محل العقد في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد، ما يتيح وجود سوق ثانوي لها.

- إن طرفي التعامل غالبا ما لا يعرفان بعضهما البعض، بالتالي لا يدخل الطرفان مباشرة مع بعضهما البعض في التعامل، وإنما عن طريق غرفة المقاصة التي تعمل كمشتري أو كبائعة دون أن تنافس أيا من المشتريين أو البائعين، فهي تعمل إذن على توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وتحقيق الاستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين وضمان إنجاز العقود بكفاءة.²

¹ - John c.hull, options, futures, and other derivatives, 8th édition, 2012. p07.

² - بباس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل بالمشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية" جامعة سطيف، أكتوبر 2009.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناأ أزمات مالية----- أ. حسيبة سميرة
- يتطلب المتاجرة في المستقبلات إيداع هامش مبدئي لدى غرفة المقاصة
كضمان لاستيفاء الأطراف بالتزاماتهم، ويحدد الهامش حسب ظروف السوق
وسلو كيات المستثمر، ويمكن استرداده كاملا في حالة تنفيذ العقد.

✓ أنواع المستقبلات: يتم التعامل في العقود المستقبلية التالية¹:

العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة: ومنها يكون موضوع التعامل هو معدل
الفائدة على ودائع أو مستندات أو قروض معينة.
العقود المستقبلية لأسعار الصرف: ويتم فيها تداول العملات المحلية مقابل
العملات الأجنبية.

العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم: ويتم فيها تداول مؤشرات لمجموعة من
الأسهم والسندات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية.

● **ب- العقود الآجلة:** Foward contracts: العقود الآجلة هي مشتق بسيط

نسبيا مقارنة بعقود المستقبلات، حيث أنها عقود يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري
السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه وقت التنفيذ يسمى سعر التنفيذ،
لكن في مثل هذه العقود قد يتفق على دفع قيمة العقد عند التعاقد أو يتم دفع جزء
والباقي يؤجل حتى تاريخ التسليم، كما يتفق الطرفان على الكمية وطريقة وكيفية
تسديد العقد مما يبين الطابع الشخصي لهذا النوع من العقود، حيث يحدد الطرفان
شروط العقد بما يلائمهما، الأمر الذي يدل على أنه²:

- لا توجد سوق ثانوية لهذا النوع من العقود؛ لأنها عقود شخصية.

¹ - بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها،
الملتقى العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية" جامعة سطيف،
أكتوبر 2009.

² - نفس المرجع السابق.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناّب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
- عند إبرام العقد لا يمكن إلغاؤه، مما ينطوي عليه مخاطر عدم القدرة على التسليم.

- يكون السعر ثابتاً في العقد الآجل خلال مدة العقد، فإن العقود المستقبلية تخضع للتسويات، ويتم تعديل قيمتها وفقاً لسعر التسوية.

● ج- عقود الخيارات: options هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل مالي أو حقيقي أو عملة... خلال فترة محددة أو تاريخ معين لاحق في المستقبل بسعر يتم الاتفاق عليه حين التعاقد ويسمى بسعر الممارسة، وذلك نظير دفع علاوة للبائع، والذي يطلق عليه محرر الاختيار، عند تحرير العقد، ولا تكون هذه العلاوة قابلةً للرد سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه.

وتنقسم عقود الخيارات حسب تاريخ التنفيذ إلى خيارات أمريكية بمعنى أن مشتري الخيار له الحق في التنفيذ في أي وقت خلال الفترة الممتدة منذ تاريخ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهائه. وإلى خيارات أوروبية حيث التنفيذ غير مسموح به، ولا يتم إلا في تاريخ انتهائه.

وتنقسم عقود الخيارات حسب طبيعة العقد إلى ¹:

✓ حق خيار البيع: put options هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الثاني (المشتري) الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم بيعه وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقاً في العقد، ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى بالعلاوة، أو سعر الخيار وبطبيعة الحال فإن المشتري سوف يدفع العلاوة للحصول على حق الاختيار،

¹ - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 43 و44.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناح أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
كما أنه سوف يبيع الأصل محل العقد إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ
المحدد في العقد.

✓ حق خيار الشراء: Call options وهو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف
الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الثاني (المشتري) الحق في الاختيار بين شراء
أصل معين أو عدم شرائه وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقاً في العقد،
ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى بالعلوة، أو
سعر الخيار وبطبيعة الحال فإن المشتري سوف يدفع العلوة للحصول على حق
الاختيار، كما أنه سوف يشتري الأصل محل العقد إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر
التنفيذ المحدد في العقد.

● د- عقود المبادلات: SWAPS وهي اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل
سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية¹، وعقود المبادلة هي عقد ملزم
للطرفين ولا يتم تسويتها دفعة واحدة بل هي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث
يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية قد تكون شهرية، ثلاثية، أو نصف
سنوية... وتتميز أسواق المبادلات بأنها توفر مرونة كبيرة للمتعاملين فيها، بحيث أنها
تسمح لهم بإبرام وتصميم عقود تناسب أي طرفين دون الالتزام بشروط محددة كونها
تتم في الأسواق غير المنظمة أو تحت المنضدة otc (over- the counter)، أين تتم
العقود بسرية مطلقة بين الطرفين، كما أنها لا تخضع لرقابة السوق المنظمة (البورصة).

● أنواع عقود المبادلات: هناك أنواع عديدة لعل أهمها:

✓ عقود مبادلة أسعار الفائدة: هي عبارة عن تلك العملية التي يتم بموجبها
الاتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات فائدة ثابتة خلال وقت معين مقابل مدفوعات

¹ - نفس المرجع، ص 213.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناوب أزمات مالية----- أ. حسينة سميرة
فائدة متغيرة أو معومة على مبلغ محدد بعملة معينة دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل
هذا المبلغ) أي أن المبادلة تتم على الفوائد فقط وليس المبلغ الأساسي¹.

✓ عقود مبادلة العملات: تتضمن تبادل قرض بعملة معينة بقرض آخر بعملة
مختلفة بما في ذلك مبادلة كل من مدفوعات الفائدة وأصل القرض، أي أنها عبارة عن
مبادلة عقد شراء (أو بيع) حاضر للصرف الأجنبي بعقد آخر متزامن لبيع (أو شراء)
اجل للصرف الأجنبي بنفس القيمة، أي إبرام عقدين لهما نفس القيمة و، أي إبرام
عقدين لهما نفس القيمة متضادان².

5-2- الأنواع الأخرى للمشتقات المالية: إن تعدد الحاجة وتطورها جعلت من
أسواق المشتقات المالية تعرف نموا سريعا، فلم يكتفي مهندسوها بالعقود الرئيسية
السابقة الذكر وإنما تم استحداث أدوات جديدة من معقدة إلى أكثر تعقيدا، ابتداء من
1990 ومن غير الممكن حصر جميع الأنواع وإنمّا نستعرض أكثرها انتشارا وتتمثل
في:

● أ- عقود المشتقات الهجينة: **hybrides** هي عبارة عن مزيج لعدد من عقود
المشتقات على نفس الأصل. كأن يقوم المستثمر بشراء خيار الشراء البيع على نفس
الأصل وبنفس سعر التنفيذ لتحويل الخطر إلى ربح، وغيرها من العقود الذي تمزج بين
الخيارات والمبادلات والخيار على العقود الآجلة...

● ب- عقود المشتقات الغريبة **exotiques**: قد نشأت هذه الأنواع كثمار
للتجديدات المالية الموجهة لرفع عدد العملاء المحتملين، وكذا للتحوط في السوق
وأحيانا من أجل الضرائب والمحاسبة والتشريعات، استجابة لطلب مسيري صناديق
التحوط والمؤسسات المالية بالحصول على منتجات جذابة وغريبة، وأحيانا يتم

¹ - هبة محمود الطنطاوي الباز، مرجع سبق ذكره، ص 33.

² - هبة محمود الطنطاوي الباز، نفس المرجع السابق، ص 33.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناوب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
تصميمها لتعكس وجهة نظر حول الحركات المستقبلية المحتملة في متغيرات السوق. و
هي كثيرة ولعل أشهرها الخيارات الغريبة¹.

● ج- مشتقات القروض: هي عمليات تتم في سوق عقود المفاوضات
بالتراضي أو الأسواق غير المنظمة، وهي عقود مشتقة تسمح بالحماية من خطر
القرض² للأصل محل التعاقد وقد يكون هذا الأصل، سندا قرضا بنكيا أو مبادلات.
وقد ظهرت في التسعينات لتوفير حماية أكبر للبنوك ضد خطر القرض، فهي تسمح
للبنوك من التخلص من خطر التمويل. وأشهر أنواع مشتقات القروض وهي كثيرة
جدا ومعقدة ولعل أبسطها وأكثرها تداولاً³:

✓ مشتقات القروض على خطر عدم القدرة على السداد **credit default**

:derivatives

هذا الصنف له خصوصية الحماية ضد أي حادث يتعلق بالقرض ومن أهم
مشتقات القروض على خطر عدم القدرة على السداد نجد الخيارات والمبادلات على
خطر عدم القدرة على السداد (credit default swaps/options) أو ما يعرف بـ
CDS و CDO، وتعرف على أنها "عقد مالي بين طرفين، يقوم أحدهما (مشتري

¹ - للتعرف أكثر على أنواعها يمكن الرجوع لـ John c.hull, options, futures, and other derivatives حيث تناول 14 نوعا من الخيارات الغريبة ونذكر منها على سبيل المثال لا الحصر:
lookback options بمعنى الرجوع إلى الماضي، حيث تسمح هذه المنتجات بعودة أسعار تنفيذ وفي
تاريخ الاستحقاق حائزها يستطيع اختيار سعر التنفيذ الأفضل وعلى هذا فإنها تكون على أصل خطر
جدا ومتقلب.

² - المقصود به هنا مزيج خطر عجز أحد الطرفين وتكلفة هذا العجز المحتمل.

³ - وأهم المبادلات التي تسببت في حدوث الأزمة المالية العالمية وفيه العديد من الأنواع منها غير
المغطاة ; cds naked... الخ

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتنب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
الحماية من خطر عدم القدرة على السداد) إلى دفع عمولة دورية تحسب على أساس
قيمة الصفقة، والطرف الآخر (بائع الحماية ضد الخطر عدم القدرة على السداد) يكون
مستعدا للدفع المحتمل في حالة عدم القدرة على السداد (أو في حالة أي حادث آخر
مرتبط بالقرض تم تحديده مسبقا) لطرف أو عدة أطراف¹.

بعد التعرف على ماهية المشتقات المالية وأهم أنواعها المتداولة في الأسواق
العالمية، نتناول في المحور الثاني علاقة هذه المنتجات المالية بالأزمات المالية وخاصة الأزمة
المالية العالمية 2008.

ثانيا: الأزمات المالية العالمية الحالية وعلاقتها بالمشتقات المالية: إن الأزمات
والتقلبات والنمو والركود هي ميزات النظام الاقتصادي الرأسمالي، التي يصعب التنبؤ بها
ولا يمكن التخلص منها، في كل مرة يحاول الاقتصاديون تفسير أسباب الأزمة الحاصلة
لمحاولة اجتنابها مستقبلا، وقد شهد الاقتصاد العالمي العديد من الأزمات التي تختلف
أسبابها وتداعياتها في كل مرة، ولعل الأزمة المالية العالمية الشهيرة بأزمة الرهن العقاري
الأمريكي أو أزمة "subprime" أكبر الأزمات من حيث الحجم والامتداد والخسائر.
فهناك إجماع بأن الأزمة بدأت في سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية
أحد الأجزاء المهمة والكبيرة في القطاع التمويلي الأمريكي، ثم انتقلت إلى بقية النظام
كالعدوى من خلال شبكة معقدة من المشتقات المالية المترابطة والتي كان من الصعوبة
تسعير درجة المخاطر فيها مما أدى إلى الغموض وعدم التأكد في اتخاذ القرارات
وخسائر قدرت بالمليارات الدولارات. فقد تطور سوق الرهن العقاري إلى درجة
كبيرة، حيث ارتبط بأسواق لمشتقات مالية مورقة، وقد أدى نزول الأسعار إلى انفجار

¹ - محسن سميرة، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة ماجستير غير
منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006، ص 92.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتنب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
الفقاعة¹ مما أدى إلى هبوط أسعار العقار وانهارت معه قدرة المقترضين من الأفراد
والشركات على سداد ديونهم.²

الأزمة المالية العالمية: تعتبر الأزمة المالية لسنة 2008 الأخطر في تاريخ الأزمات،
خاصة بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها والتخفيف من آثارها
بشكل سريع وفعال، وتأتي خطورة هذه الأزمة من كون انطلاقها من الاقتصاد
الولايات المتحدة الذي يشكل قاطرة النمو في الاقتصاد العالمي، فاقتصادها هو الأكبر في
العالم بحجم يبلغ حوالي 14 تريليون دولار، وتشكل التجارة الخارجية لها أكثر من
10% من إجمالي التجارة العالمية، ومن ناحية أخرى تحتل السوق المالية الأمريكية موقع
القيادة للأسواق المالية العالمية، لذا فإن أية مخاطر تتعرض لها هذه السوق تنتشر آثارها
إلى باقي الأسواق المالية الأخرى بسرعة كبيرة.³ ويرجع حدوث هذه الأزمة إلى أسباب
عديدة يمكن تلخيصها فيما يلي:

1-1- وفرة السيولة: شهد النظام المالي السائد قبل الأزمة المالية وفرة في
السيولة⁴ لعدة سنوات، مما جعل البنوك تطور منتجات معقدة وتستثمر فيها دون
التفكير حتى في كونها قد تتحول إلى أصول يصعب تسيلها، كما لم تتصور أن
الالتزامات المسجلة خارج الميزانية يمكن أن تشكل مسحوبات لدى البنك، كون هذه

¹ - أو ما يعرف بأزمة السوق المالية، حيث سرعان ما تنفجر فتؤدي إلى تدهور مؤشرات الأسواق
المالية ويصاب أصحاب الأوراق المالية بالدعر، فيقومون ببيع أوراقهم المالية حتى بأدى الأسعار.

² - وشاح رزاق، الأزمة المالية الحالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009، ص 29.

³ - الجوزي جميلة، أسباب الأزمة المالية وجذورها، مؤتمر "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من
منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 2009.

⁴ - التي كان أغلبها خارجية، كنتيجة للارتفاع الكبير في احتياطات الصرف لدى البنوك المركزية
في البلدان الناشئة (خاصة الصين) والبلدان المصدرة للمواد الخام (الفوائض النفطية).

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناوب أزمات مالية----- أ. حسيبة سميرة
الفترة تتوفر على سيولة كبيرة، فتوجد العديد من الالتزامات المشروطة غير المستخدمة،
هذه الوضعية بينت ضعف إدارة المخاطر التي كانت تعتمد على مجموعة بيانات لا
تأخذ بعين الاعتبار فترات الأزمة. بالنسبة للأسواق المالية فهي منذ زمن طويل تتوفر
على سيولة، الأمر الذي جعل البنوك لا تتوقع جفاف في هذه الأسواق كأحد
سيناريوهات للأزمة، فلم تأخذ بعين الاعتبار أن تفاعل مخاطر الائتمان، السوق
والسيولة نادرا ما يؤدي إلى فترة طويلة من أزمة السيولة، كل هذه العوامل مجتمعة
أظهرت أن الاحتياطات النقدية للبنوك لم تكن كافية لمواجهة الأزمة المالية المعاصرة،
الشيء الذي استدعى في نهاية الأمر البنوك المركزية لضخ أموال ضخمة كمحاولة لحل
المشكلة. في المرحلة الأولى للأزمة طرح مشكل نقص السيولة في الأسواق بجدّة، إلى
درجة اختفاء بعض الأسواق وتعدى الأمر حتى للأسواق الجيدة أو الموثوق بها كسوق
ما بين البنوك¹.

كفاية رأس المال _ Adéquation des fonds propres: بينت الأزمة أنه لم يتم
تقدير المخاطر بطريقة سليمة من قبل المؤسسات المالية خلال السنوات السابقة حيث
حققت فيها أرباحا ضخمة وصلت أحيانا إلى مستويات قياسية. حيث بمجرد حدوث
الأزمة المالية تكبدت هذه المؤسسات خسائر مرتفعة بسبب ضعف رؤوس الأموال،
فغيرت بذلك قدرتهم على الإقراض واضطر العديد منهم إلى إعادة بناء قاعدتهم
الرأسمالية، فقد أصبح من الضروري جدا وضع خط دفاع صلب من رأس المال
لامتنصاع الخسائر غير المتوقعة، وكانت من بين متطلبات بال² تكوين احتياط أو ما
يعرف بالوسادة "coussin" من رأس المال للقيام بالنشاطات ذات المخاطر المرتفعة².

¹ –Nout Wellik, au-delà de la crise :la réponse stratégique du comité de Bâle, revue
de la stabilité financière ;n°13,banque de France, septembre 2009, pp (133-141).

² –Ibid.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناّب أزمات مالية----- أ. حسيبة سميرة

1-2- نموذج " octroi puis cession " أو (originate-to-distribute -OTD)¹

1-3- لمواجهة ضغط المديونية المتزايدة تبني العديد من البنوك الدولية نموذج OTD الذي تم استعماله لتحويل مختلف المخاطر للسوق، المتعلقة بقروض Subprime، حيث قامت البنوك بتوريق ديونها بالاعتماد على وسطاء ماليين متخصصين ومنفصلين عنهم قانونياً، ليقوموا بتوزيع أو بيع الديون المورقة للمستثمرين بدل الاحتفاظ بها. مميزاتيهم. المشكل الأساسي المرتبط بنموذج OTD هو الخوف، فبدل تحليل مقدرة المقترض على تسديد القرض، راحت البنوك تمنح قروضاً عقارية بمبالغ مرتفعة واهتمت فقط بتسجيل العلاوات الواردة من جراء تحويلها إلى سندات. فالكثير من البنوك اختارت عدم استثمار الوقت والإمكانات المتوفرة في إنجاز تحاليل عميقة للقرض وضمانته لأن هناك متدخل آخر سيقوم بشراء حقوق الرهن العقاري. وللأسف الكثير من البنوك الذين أولوا أهمية كبيرة لعملية OTD ولم يتمكنوا من تسيير عروضهم بطريقة سليمة. في نفس الوقت لم يتحلى المستثمرون باليقظة الكافية تجاه هذه المنتجات الهيكلية التي تتميز بتنقيط جيد، معتدين على الأشخاص المحولين للقرض (الأصلين) والذين يسندونه، في حين أن هذا الأمر لم يحفز هؤلاء على أداء مهامهم على أحسن صورة، ومن ناحية أخرى فقط منح المستثمرين ثقة مبالغاً فيها في إدارة المخاطر المالية وحكم وكالات التنقيط، وكذا قدرات النماذج المالية الحديثة وتنوعها. أدت التصنيفات الممنوحة للمنتجات الهيكلية إلى تعزيز عملية OTD لأن معظم المستثمرين منحها ثقة عمياء دون تقدير جودة الأصول الأساسية. فقد حازت بعض الشرائح على

¹ - يقوم هذا النموذج على فكرة منح القروض (originate) ثم إخراجها من الميزانية وتوزيعها على عدد كبير من المستثمرين في السوق (distribute) وبالتالي توزيع الأخطار بشكل متساوي على كافة المتعاملين.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتنب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
تصنيف¹ AAA من قبل وكالات التصنيف التي نشرت 200 نقطة أساسية مقارنة بمعدل
لا خطر، بعض المستثمرين كانوا على وعي بعدم تجانس التصنيف AAA رغم هذا لم
يدركوا حجم المخاطر التي تتجاوز تلك التي أخذت بعين الاعتبار أثناء التصنيف، في
نفس الوقت التصنيفات لم تعتمد على مقاييس موثوق بها لقياس درجة مخاطر محافظ
الرهون العقارية حيث لم تدرج مخاطر التقلبات، السيولة، السوق والارتباط . على
الرغم من أن OTD له عدة مزايا ويمكن المساهمة في السيولة ويزيد من كفاءة النظام
المالي، فإن الأزمة بينت بوضوح بأنه ينبغي استخدام نموذج OTD. بمزيد من
الاحتياطات. على اعتبار أن وفرة السيولة تشكل مبدأ أساسياً لهذا النموذج فقد
كشفت الأزمة عن صعوبات بالغة ونتائج مدمرة جراء سوء الاستخدام وقلة السيولة
في أسواق رؤوس الأموال.²

1-4- ضعف النظام الرقابي وغياب الشفافية وعدم تماثل المعلومات: ظهر

القطاع البنكي شديد التفاؤل في ظروف اقتصادية ملائمة. فمن الصعوبة إعطاء تحليل
صحيح وحكم حذر في ظل منافسة شديدة لتحقيق أرباح خيالية، فالحاجة لتحقيق
أرباح مهمة في الأجل القصير ساهمت في حدوث الأزمة، هذه الاعتبارات قصيرة النظر
أدت إلى دفع مكافآت سخية للموظفين مع إهمال المخاطر المستقبلية التي ستلحق
بالبنك. هذه الحوافز أدت إلى المجازفة في تضخيم المخاطر وتهديد النظام المالي العالمي
تاركة المؤسسات المالية بموارد غير كافية لامتناع الخسائر عند حدوث الخطر.³

¹ - التصنيف الائتماني عبارة عن رأي متخصص حول الملاءة المالية للطرف المقابل ومدى استعداده
في الوفاء بالديون وAAA يعني أعلى مستويات الجودة (احتمال 2% حالة عدم التسديد).

² - Nout Wellik, op cit.

³ -Nout Wellik, op cit.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناّب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
كما أن البنوك التجارية في معظم الدول تخضع لرقابة دقيقة من طرف البنوك
المركزية في حين تضعف هذه الرقابة أو تنعدم في مؤسسات مالية أخرى مثل بنوك
الاستثمار وصناديق التحوط، وسماسرة الرهون العقاري وغيرها.

2- المشتقات المالية وارتباطها بالأزمة المالية العالمية: لقد مهد للأزمة المالية بيئة

تنظيمية وتشريعية تناسبها، فسوق مشتقات الائتمان كان شبه معدوم في أواخر
تسعينات القرن العشرين، لكنه نما بدرجة عالية بعدما أقر الكونغرس الأمريكي تشريعا
عام 2000 (Commodity Futures Modernization Act). يمنع تنظيم وتقييد أسواق
المشتقات ولهذا السبب لا توصف مشتقات الائتمان في العقود والوثائق القانونية
بالتأمين (insurance)، مع أنها كذلك في الحقيقة، لأنها في هذه الحالة ستخضع لقوانين
التأمين، بل توصف بأنها مقايضة (swaps) لتتمتع بحماية هذا التشريع وسبق في 1999
صدور تشريع آخر (Gramm-Leach-Bliley Act) يسمح للبنوك التجارية بالدخول
في سوق الأوراق المالية والسمسرة، وهكذا أصبح الباب مفتوحا على مصراعيه لأهم
المؤسسات المالية وهي البنوك لتغامر بأخطار الأدوات المالية وهي المشتقات المالية.¹ وقد
تم الاعتراف على نطاق واسع بأن عقود مبادلة التعثر عن السداد CDS لعبت دورا
أساسيا في الانهيار.

2-1- حجم سوق المشتقات المالية: من أهم أسباب الأزمة المالية العالمية هو

نمو الاقتصاد الافتراضي أو الوهمي المتمثل في المشتقات المالية على حساب الاقتصاد
الحقيقي، فالإقتصاد الافتراضي وصل إلى ما يراوح 12 ضعفا و15 ضعفا الإقتصاد
الحقيقي، في أكتوبر 2008، بلغت القيمة التقديرية للتداول غير المنظم خارج البورصة

¹ - سامي السويلم، أسلحة الدمار الشامل. متاح في موقع الدكتور سامي السويلم بالرباط التالي:
تاريخ الاطلاع 2001/12/30.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناوب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
بحوالي أكثر من 600 تريليون دولار في مواجهة اقتصاد حقيقي لا يتعدى 48 تريليون
دولار. و قد بلغ حجم التداول في مبادلة التعثر عن السداد CDS عند نهاية ديسمبر
2007 حوالي 57.894 مليار دولار أمريكي، ووصل في النصف الأول من 2008 إلى
57.325 مليار دولار أمريكي، بينما انخفض في النصف الثاني من 2008 ليصل في
ديسمبر 2008 إلى 41.868 مليار دولار أمريكي.¹

2-2- دور مبادلات التعثر عن السداد في إضعاف سوق الرهن العقاري:

لقد زادت المخاطر الناجمة عن التوريد في سوق CDS، حيث أن توريق قروض الرهن
العقاري تطورت لدمج سندات الرهن العقاري المدعومة البسيطة MBS داخل التزامات
الدين المضمونة CDO المعقدة للغاية. وشكلت التزامات الدين المضمونة هذه لتجميع
أعداد هائلة من سندات الرهن العقاري MBS في شرائح صممت نظريا لتنويع المخاطر
وتقديمها لأولئك الذين يرغبون في الاستثمار في الرهون العقارية عالية المخاطر، وقد
تفاقم الموقف لأنه في غياب التداول لم تكن هناك أسعار للسوق تستخدم كمقياس
مرجعي ولا أية طريقة لتحديد قيمة مختلف شرائح المخاطر، نتيجة لذلك توقفت
صناديق المضاربة عن التداول ولم تعد هناك أسواق للالتزامات المهيكلية المضمونة
بقروض CDO وما يتصل بها من أسواق مشتقات الائتمان. ولم يتمكن مصدرو
CDO من بيع ما لديهم من رصيد وتوقفوا عن إجراء إصدارات جديدة. في ظل غياب
المشتريين مُصدّرو القروض العقارية الثانوية من بيع القروض التي أبرموها الذي جعلهم
في وضعية صعبة. بدورها البنوك قامت بسحب التمويل منهم، فعجز المصدرون عن

¹ - بنك التسويات الدولية، التقرير السنوي 2008. انظر الموقع WWW.BIS.ORG تاريخ الاطلاع

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناوب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
تحمل رصيد القروض المتراكم لديها، وتوقفوا عن منح قروض جديدة. وقدم بعضهم
طلبات للحماية من الإفلاس.¹

3- آثار المشتقات المالية على المؤسسات المالية: تعتبر المشتقات المالية أبرز
أدوات الهندسة المالية، التي وجدت للاستجابة لمتطلبات المستثمرين لتحقيق أهداف
التحوط وإدارة المخاطر، لتتكشف في ما بعد عن الوجه الآخر لها، لتسمى فيما بعد
بأسلحة الدمار الشامل أو القنابل الموقوتة أو أدوات العبث المالي، لما سببته من انهيارات
وإفلاسات لمؤسسات مالية عريقة لعل أشهرها أثناء الأزمة المالية العالمية ما يلي:

3-1- مؤسستاي (فاني مي)² و(فريدي ماك)³ Fannie mae & Freddie mac: المؤسستان تمتلكان ما يقارب 12 تريليون دولار من قروض الإسكان

¹ - جبار محفوظ، نوال بوعكاز، الحدود العملية لمنتجات الهندسة المالية خلال الأزمة المالية العالمية
2008، بحث مقدم في إطار، الملتقى
الدولي الثاني: حول الأزمة الاقتصادية الراهنة وتأثيرها على اقتصاديات شمال أفريقيا، جامعة تبسة
2013، ص 10.

² - أنشئت مؤسسة الرهن القومية الفيدرالية فاني ماي عام 1938 لتقديم القروض مباشرة للراغبين
في الحصول على قروض إسكان، وقد أثبتت هيئة المؤسسة نجاحها إلى حد ما في التقليل من آثار
مخاطر السيولة والسوق، ثم استحدثت في 1968 مؤسسة أخرى عرفت ب جيبي ماي للإشراف على
الرهن العقاري المضمونة من قبل الحكومة، وقامت في نفس الوقت بخوصصة ما تبقى من مؤسسة
فاني ماي في 1970، قامت جيبي ماي بتوريق القروض التي بحوزتها ليسهل تداولها في السوق الثانوية
ليتيم نقل مخاطر السوق إلى المستثمرين الذين يقدمون على شراء هذه الأصول.

³ - في 1970 تم استحداث الشركة الوطنية للرهن العقاري فريدي ماك لغرضين هما: توريق القروض
العقارية التقليدية وتوفير منافسة لهيئة فاني ماي، مع مرور الوقت تقاربت النماذج الاقتصادية
للمؤسستين ووفرت مع تمويل هائلا للقروض العقارية، سواء عن طريق شراء القروض العقارية
المتوافقة والاحتفاظ بها أو تحويل مبالغ كبيرة إلى سندات مضمونة بقروض عقارية.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتنب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
في الولايات المتحدة، سيطرتا على سوق القروض العقارية الأمريكية، إلى غاية 2003
أين دخلت البنوك الاستثمارية المنافسة في هذه السوق، باستحداث أدوات وسائل
تمويل غير مسبقة تمكنها من مد التمويل إلى فئات من الناس ذات ملاءة ائتمانية ضعيفة
وفي نفس الوقت الحصول على أرباح كبيرة، لمواجهة هذه المنافسة الشرسة قامت
المؤسستان بالوقوع في فخ المنتجات السامة التي وضعتها على حافة الإفلاس، ففي 07
سبتمبر 2008 وضعت الخزانة الأمريكية كل من " فاني ماي" و"فريدي ماك" تحت
وصايتها طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة مآليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود
100 مليار دولار، وذلك لأن انهيارهما يعني تكبد الاقتصاد الأمريكي خسائر تعادل
تقريباً الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة.

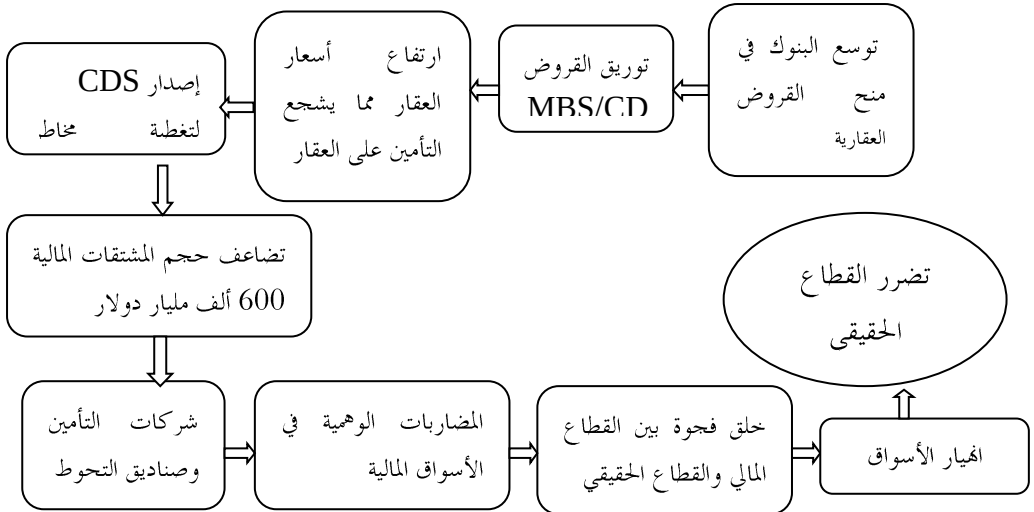
3-2- أزمة بنك بير ستيرن Bear Streans: يعتبر بنك بير ستيرن خامس
أكبر بنك استثماري في وول ستريت أنشأ عام 1923 برأسمال 500 مليار دولار، في
جويلية 2007 أعلن إفلاس صندوقين للتحوط متخصصين في مشتقات القروض
والاستحواذ عليه من قبل J.p morgan¹ في 23 مارس 2008. بمساعدة البنك الفدرالي
الأمريكي بقرض 30 مليار دولار، بمقابل سعر زهيد للغاية 10 دولارات للسهم بعد أن
كان قد عرض 2 دولار للسهم في 17 مارس²، لكن المساهمين رفضوا ذلك بعد أن
كان السهم يساوي 133 دولار، وقد كان إفلاس البنك بسبب الرهون العقارية التي
أنقلت محفظته الاستثمارية.

¹ - أكبر البنوك الأمريكية حالياً تأسس سنة 1799، فاقت قيمته السوقية 145 مليار دولار سنة
2007، وقد كان من المؤسسات القلائل التي استطاعت تجاوز الأزمة.

² - Andrew felton and carmen m.reinhart, the first globale Financial crisis of 21st
Century part II june-december 2008, centre for economic policy research. 2009.
p372.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناوب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة

3-3- أزمة بنك ليمان براذرز **Lehman Brothers**: تأسس بنك ليمان براذرز في عام 1850 ونمى بعد ذلك كواحدة من شركات وول ستريت الاستثمارية العملاقة، وقد بدأ الائتار البطيء للبنك حينما تكشفت أزمة سوق الرهن العقاري في صيف عام 2007، حيث أخذت أسهم البنك في التراجع بشكل مطرد من ذروة بلغت 82 دولارا للسهم. هذه المخاوف استندت إلى حقيقة أنه كان لاعبا رئيسيا في سوق القروض العقارية من الدرجة الثانية Subprime ، وأنه كغيره من المؤسسات المالية واجه المخاطر التي تترتب على الخسائر الكبيرة الناجمة عن الانكشاف على هذا النوع من الإقراض مرتفع المخاطر التي يمكن أن تكون قاتلة، وعندما بدأت الأزمة تتعمق في عام 2007 وأوائل عام 2008 قاوم البنك التوقعات بإفلاسه أكثر من مرة، إلى أن تم الإعلان عن إفلاسه في 15 سبتمبر 2008 بديون تجاوزت عند انهياره 600 مليار دولار، في حين بلغت قيمة عقود مبادلة خسائر الائتمان على ليمان نحو 270 مليار دولار.



الشكل رقم 01: دور المشتقات في إحداث الأزمة المالية العالمية (المصدر:

جبار محفوظ ونوال بوعكاز، مرجع ذكر سابقا، ص17).

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناّب أزمات مالية----- أ. حسيبة سميرة

ثالثاً: الإصلاحات المالية المعاصرة في سوق المشتقات المالية: تعتبر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، أشد أزمة تعرض إليها النظام المالي العالمي في تاريخه، وبهدف اجتناّب أزمات في المستقبل قد تدفع العالم إلى المجهول، يتفق الجميع على ضرورة تطبيق مجموعة من الإجراءات والإصلاحات وقد أكد تقرير مجموعة العشرين على ما يلي:

جميع منتجات المشتقات المالية غير المنظمة (OTC) يجب أن تكون موحدة المعايير متداولة في منصات منظمة (بورصة) أو المنصات الالكترونية حسب الحالة ويتم تصفيّتها من خلال شريك مركزي (CCP¹) وأن كافة المشتقات المالية التي يتم التداول بها خارج الأسواق الرسمية (OTC) يجب الإبلاغ عنها إلى قواعد معلومات مركزية، وتخضع المشتقات المالية التي يتم تسويتها خارج هذه التدابير إلى متطلبات رأس مال حاسمة.

1- أهم الإصلاحات المالية في مجال إعادة تنظيم سوق المشتقات المالية:

في إطار إصلاح النظام المالي العالمي الذي تبنته مجموعة العشرين في مؤتمر بيتسبرغ (Pittsburg) 2009، تعكف العديد من اللجان والمنظمات الدولية على وضع الأطر والمعايير العامة المشتركة تحت إشراف مجلس الاستقرار المالي الذي يقوم بتتبع العملية من خلال رزنامة عمل تمتد إلى غاية 2019، لتكون كل الدول الأعضاء في مجموعة العشرين مستعدة من خلال وضع التشريعات والتنظيمات اللازمة لتطبيق الإرشادات والتدابير المقترحة، ولعل أهم التدابير الموضوعة في هذا المجال مقررات بازل 3 في المجال المصرفي، والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية والبورصات (OICV).

1-1- الإصلاحات وفق مقررات بازل 3 : أدركت لجنة بازل أن وجود قاعدة

صلبة لرأس المال تعتبر شرطاً ضرورياً لوجود قطاع بنكي قوي، لهذا يجب تعزيز

¹ – compensées par des contreparties centrales.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناوب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
مستوى رأس مال لمواجهة أزمات مالية مستقبلية، كما يجب تحسين نوعية وكمية رأس
المال لتكون أعلى من تلك المنصوص عليها في بازل 1 وبازل 2 بغرض تحقيق الاستقرار
المالي في الأجل الطويل .

• المتطلبات الجديدة لرأس المال: تقترح اللجنة ما يلي:

- زيادة 2% إلى 4.5% من متطلبات الحد الأدنى لرأس المال الأساسي¹
- الاحتفاظ بهامش احتياطي من الأسهم العادية للحفاظ على رأس المال (Capital conservation buffer) بنسبة 2.5% من الأصول والتعهدات المصرفية، لمواجهة فترات الضغط المستقبلية، ليصل المجموع إلى 7% في 2017. وبذلك ترتفع نسبة كفاية رأس المال² من 8% إلى 10.5% .
- احتياطي مواجهة التقلبات الدورية Un coussin de sécurité (contracyclique) وقد حددت النسبة ب 2.5% لتكملة هامش الاحتياطي لمواجهة التقلبات الدورية، لتصبح بذلك نسبة الملاءة 13% في جانفي 2019.
- نسبة الاستدانة أو الرفع المالي leverage ratio: أدخلت بازل 3 نسبة جديدة لرأس المال تهدف لوضح حد لتزايد الديون في النظام المصرفي حيث تسمح بقياس حجم التزامات البنك نسبة لحجم ميزانيته. النسبة محددة بـ 3% من الشريحة الأولى³، على أن يتم تحديد النسبة الدنيا ابتداءً من 2018.

¹ - رأس المال المكتتب والأرباح غير الموزعة مضافا إليها أدوات رأس المال غير المشروطة بعوائد وغير المقيدة بتواريخ استحقاق، أي الأدوات القادرة على استيعاب الخسائر فور حدوثها.

² - عدم احتساب رأس مال الشريحة الثالثة في بازل 3.

³ - مجموع عروض البنك (الميزانية وخارج الميزانية) لا يمكن أن تتجاوز 33 مرة رأس المال الشريحة 1 للبنوك.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناح أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
➤ قد وافقت اللجنة على التكوين والمعايرة التاليين لنسبة الاستدانة، والتي
يمكن أن تخدم كأساس للاختبار خلال فترة التشغيل الموازية¹:

✚ بالنسبة للبنود خارج الميزانية، استخدام عوامل تحويل ائتمان موحدة
(CCFs) مع CCFs يساوي 10% للالتزامات بنود خارج الميزانية القابلة لإلغاء بدون
شرط) الخاضعة لمراجعة إضافية لضمان أن الـ CCFs البالغة 10% هي محافظة بشكل
ملائم بالاستناد إلى التجارب السابقة).

✚ بالنسبة لجميع المشتقات (بما فيها مشتقات الائتمان)، تطبق تسوية بازل 2،
زائد قياس بسيط للتعرضات المستقبلية المحتملة المستندة إلى العوامل المعيارية لأسلوب
التعرض الحالي. و هذا يضمن أن جميع المشتقات جرى تحويلها بطريقة متناسقة
لمبلغ "مماثل السند" أو مكافئ.

✚ سوف تحسب نسبة الاستدانة كمعدل على فترة ربع سنوية.

بأخذها جميعا، يمكن لهذه المقاربة أن تؤدي إلى معالجة أقوى لبنود خارج
الميزانية، يمكن لها أيضا أن تقوي معالجة المشتقات نسبة إلى قياس يستند إلى المحاسبة
بشكل بحت.

✚ **خطر ائتمان الطرف المقابل**² (countreparty credit risk): تقوم اللجنة
بالتغييرات التالية على معالجة خطر ائتمان الطرف المقابل، بما فيه مقارنة مماثل مكافئ
السند (Bond equivalent approach) لاحتساب تعديل تقييم الائتمان (Crédit
Valuation Adjustment-CVA).

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، الإصلاح المصرفي ومقررات بازل 3، الدار الجامعية، مصر، 2013،
ص 319.

² - نفس المرجع، ص 318.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناوب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
➤ تغيير مقارنة مماثل السند لتناول التحوط، والتقاط المخاطر، والاستحقاق
الفعلي، والتسجيل مرتين.

✚ إبقاء تعديل ترابط الأصول (Asset Value Correlation adjustment)
لإظهار الخطر الأكبر الداخلي للتعرض لهيئات مالية أخرى ولمساعدة تناول الترابط
البيني (Interconnectedness Issue) ولكن رفع العتبة من 25 مليار دولار إلى 100
مليار.

➤ يجب أن تخضع عمليات التسعير بحسب السوق والضمانات لأطراف مقابلة
مركزية لوزن مخاطر معتدل، على سبيل المثال في مدى 1-3%، بحيث تبقى المصارف
على بينة بأن العمليات للأطراف المقابلة المركزية تلك ليست عديمة الخطر. يمكن لبدائل
أكثر تقدما من مقارنة مماثل السند أن تعتبر كجزء من المراجعة الأساسية لمحفظة الأوراق
المالية بهدف المتاجرة.

✚ اقتراحات المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (OICV): أصدرت
المنظمة (OICV) ثلاث تقارير مهمة تحتوى على توصيات ومعايير لتوفير للمشرعين
التوجيهات الضرورية من أجل احترام التزامات مجموعة العشرين¹ G20. ويمكن
اختصار هذه التدابير فيما يلي:

¹ - تقرير تحت عنوان "apport sur la négociation des dérivés OTC" منشور في فيفري 2011.
تقرير تحت عنوان "International standards for derivatives market intermediary regulation" منشور في جوان 2012.
تقرير يتعلق بـ "الشروط الواجب توفرها من أجل مقاصة إجبارية" منشور في أفريل 2012 تحت
عنوان "Rapport sur les conditions préalables à la compensation obligatoire" موقع بنك
التسويات الدولي www.bis.org ويتضمن 17 توصية من أجل وضع مقاصة إجبارية.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناّب أزمات مالية----- أ. حسيبة سميرة

➤ إيجاد مقاصة مركزية لسوق المشتقات المفاوضة بالتراضي (OTC): إلزام

المتعاملين في أسواق المشتقات المالية على التعامل بوساطة غرفة تعويضات أو مقاصة مركزية، حيث تصبح هي الطرف المقابل لكل عملية فهي البائع بالنسبة للمشتري وهي المشتري بالنسبة للبائع، وبذلك ينخفض خطر الطرف المقابل الذي يعوض بخاطر إفلاس غرفة المقاصة، الذي يمكن أن يكون كبيرا إلا إذا تركّز نشاط المقاصة على جميع عقود CDS، فيصبح من الضروري أن تمتلك هذه الهيئة رأس المال الكافي، لتسيير خطر الطرف المقابل بحذر وذلك بوضع شروط للتعويض أهمها أن تكون العقود مؤمنة بضمانات جيدة. ويهدف هذا الإجراء إلى¹: -تعزيز شفافية الأسواق غير المنظمة (OTC) بتسجيل المعلومات من طرف هذه الهيئة. -اكتساب نظرة عامة عن هذه الأسواق في وقت مبكر لتجنب التجاوزات، مما يزيد من الثقة في المنتجات المالية المشتقة والكيانات التي تستخدمها. -تجنب الفشل الذي يؤدي إلى الإفلاس من جراء المخاطر النظامية من خلال نظام التعويض المعمم.

➤ توحيد عقود المشتقات المالية (OTC)²: يساهم توحيد العقود في شفافية

وسيلة الأسواق فتوحيد نماذج العقود ومجريات العمليات ضروري لتخضع عقود المشتقات لمقاصة مركزية، وتداول في البورصة وعبر المقصورات الالكترونية، وكل المعاملات التي لا تخضع للمقاصة المركزية سوف تخضع لمتطلبات رأس مال أكبر.

¹ -<http://lecercle.lesechos.fr/economie-societe/politique-eco-conjoncture/politique-economique/221169091/peut-on-attendre-régulation-des-produits-dérivés>
تاريخ الاطلاع 2014/01/05

² -Mark Carney, La mise en œuvre complète du programme de réforme lancé par le G20 en vue de renforcer les marchés des produits dérivés de gré à gré, revue de stabilité financière, banque de France, paris, n°17, avril 2013, p11.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتنا ب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة

➤ **تسجيل المعاملات خارج المقصورة (OTC) في الدلائل المركزية (قاعدة معلومات مركزية):** الإبلاغ عن المعاملات التي تتم خارج المقصورة إلى الدلائل المركزية من شأنه أن يزيد في شفافية الأسواق التي تفيد الهيئات الرسمية وكذا متعاملين السوق، كما تضع السلطات في وضع أحسن لمراقبة المخاطر النظامية والتدخل عند ترسبها، بينما المتعاملون لهم أفضلية الإحاطة بالمخاطر وتحديد السعر.

➤ **أهم التشريعات الحديثة لتنظيم سوق المشتقات المالية:** استجابة للالتزامات التي وضعتها مجموعة العشرين في 2009، أصدرت أكبر الدول تشريعات جديدة بهدف إصلاح النظام المالي السائد وذلك بتطبيق جل المعايير الصادرة عن الهيئات المالية العالمية وعلى رأسها مقررات لجنة بازل للإشراف والرقابة المصرفية ومجلس الاستقرار المالي، وأهم التشريعات القانون الأمريكي لإصلاح وول ستريت وحماية المستهلك -Dodd-frank ويقابله من الجانب الأوروبي نظام البنية التحتية للأسواق الأوروبية Emir.

➤ **إصلاح وول ستريت وحماية المستهلك دود-فرانك:** سمي هذا القانون نسبة لواضعيه chris-dodd و barney-frank تمت الموافقة على القانون من قبل الكونغرس الأمريكي في 12 جويلية 2010 ودخل حيز التنفيذ جانفي 2013، ويشمل على أكبر إصلاح للتنظيم المالي للولايات المتحدة الأمريكية منذ سنوات 1930. ويهدف إلى تمكين المنظمين من السيطرة على مساحات كبيرة من التمويل، كانت في ما سبق لا تخضع لأي تنظيم. ويشتمل القانون على مجموعة من التدابير أهمها:- تعزيز صلاحيات البنك المركزي (الاحتياطي الفدرالي).-إنشاء وكالة تابعة لبنك الاحتياطي الفدرالي لحماية المستهلكين للمنتجات المالية- تنفيذ تدابير لإنقاذ المؤسسات المالية الكبيرة "too big to fail"، دون أن يكون ذلك على حساب دافعي الضرائب.-تسجيل

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناوب أزمات مالية----- أ. حسيبة سميرة
صناديق التحوط في لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC)¹. -إنشاء مجلس مراقبة
الاستقرار المالي بهدف: -تحديد المخاطر النظامي التي تؤثر على الاستقرار المالي للولايات
المتحدة الأمريكية والمؤسسات المالية المهمة على مستوى النظام. -تقديم توصيات لمعالجة
المخاطر النظامية بالإشراف على تطوير نظام المراقبة وتعزيز الرقابة على المؤسسات
المالية الكبرى. -تعزيز انضباط السوق.

➤ ينص قانون دود-فرانك على إصلاح شامل في أسواق المشتقات المالية
OTC لمنع الأزمات في المستقبل، من خلال فرض شفافية السوق والمعاملات والحد من
آثار الرفع المالي والمخاطر النظامية، ويتوفر على التعديلات التالية²: -يفرض آلية
التعويض (المقاصة) للمعاملات المالية الأمريكية. -تنظيم موزعين المشتقات المالية
وغيرهم من المتعاملين في السوق. -إلزام البنوك بتجزئة الوظائف ذات المخاطر العالية.

➤ **قانون البنية التحتية للأسواق الأوروبية EMIR:** القانون الأوروبي الجديد
لإصلاح الأسواق المالية الأوروبية نشر في 27 جويلية 2012 من طرف السلطات
الأوروبية، ويدخل حيز التنفيذ نظريا في 17 أوت 2012 في انتظار صدور النصوص من
الدرجة الثانية التي توضح طريقة التطبيق، وبصفة عامة يستجيب هذا القانون
للالزامات التي وضعتها مجموعة العشرين في مؤتمر بيتاسبرغ (Pittsburg) 2009، لتعزيز
شفافية أسواق المشتقات المالية وتخفيض خطر الطرف المقابل الذي تحدته المفاوضات

¹ -http://www.epargnesansfrontiere.org/Articles_c-9-s-89-i-313

تاريخ الاطلاع 2014 /01/05 .

² -Julien bourgeois, David ansell ,Olivier démask ,la réforme financière ;l'approche
américaine, revue banque ,décembre 2010 ,paris, p61.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناوب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
بالتراضي (OTC)، ووضع إطار قانوني متناسق للبنية التحتية للسوق، كضمان لمتانة
النظام، ويشمل العديد من المحاور نذكر منها¹:

➤ **إلزامية تعويض مشتقات OTC الموحدة عبر المقاصة المركزية:** بحيث
يصبح كل مشارك في العملية له علاقة فردية مع غرفة المقاصة بدون معرفة الطرف
المقابل للعملية، ويتم تحديد طرق تسير الهوامش وإدارة الضمانات ليكون تاريخ بداية
2014 الانطلاق الرسمي لتطبيق لمقاصة المشتقات المالية في أوربية.

➤ **واجب تسجيل وإبلاغ معاملات المشتقات المالية OTC بالدلائل
المركزية: référentiels centraux** وتهدف هذه العملية إلى تكوين قاعدة معلومات
مركزية تمكن الهيئات المسؤولة على حماية النظام المالي للاتحاد الأوروبي (ESMA) من
التعرف على مختلف الأطراف الفاعلة في السوق في جميع الأوقات. تنقسم المعلومات
إلى التعريف بأطراف العملية من جهة وخصائص ومعطيات العملية من جهة أخرى
(نوع المشتقة المالية، تاريخ العقد،...).

الخاتمة:

➤ لا تزال المشتقات المالية محل جدل واسع في أوساط الاقتصاديين ورجال
المال بين أهميتها البالغة في الاقتصاد الحديث من جهة وتهديدها بفصم الاقتصاد الحقيقي
عن الاقتصاد المالي من جهة أخرى، وقد تم التأكيد أكثر على مخاطر المشتقات المالية
خلال الأزمة المالية العالمية التي انطلقت في 2007، ولا تزال تداعياتها تعصف
باقتصاديات العالم، حيث كانت هذه المنتجات التي تعبر ثمرة الابتكارات المالية التي
صاحبت ظاهرة عولمة الأسواق المالية، سبباً مباشراً في اندلاع الأزمة بالولايات المتحدة

¹ -règlement européen des infrastructures de marché, synthèse Emir octobre
2012, consulting global capital markets, paris. Pour plus d'information voir
<http://www.capteo.com/>

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناّب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة الأمريكية وانتشارها بسرعة في باقي الأسواق العالمية، لتتحول في ما بعد من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية عالمية، كما بينت الأزمة أن المشتقات المالية كانت سببا في انهيار أكبر المؤسسات المالية العالمية، الأمر الذي جعل عملية إصلاح وإعادة تنظيم المشتقات المالية تطرح بقوة على طاولة اجتماعات مجموعة العشرين وذلك بهدف تحقيق النتائج التالية:

- - محاولة تحقيق الأمن والاستقرار في الأسواق المالية بإخضاع المشتقات المالية النمطية إلى التعويض عن طريق طرف مقابل مركزي CCP.
- - إخضاع المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة (OTC) للمقاصة أو التعويض المركزي يسمح بتخفيض المخاطر وتحسين الشفافية. كما يساهم بشكل فعال في زيادة سيولة السوق ويخفف من المخاطر النظامية.
- الالتزام بمقررات بازل 3 المتعلقة بمتطلبات رأس المال وكذا معايير السيولة الدولية، ونسبة المديونية من شأنه أن يحد من مخاطر الطرف المقابل، ويزيد من انضباط السوق.
- يعتبر القانون الأمريكي لإصلاح وول ستريت وحماية المستهلك والذي يقابله قانون البنية التحتية للأسواق الأوروبية، ثورة في تنظيم الأسواق المالية وأكبر تغيير في صناعة المشتقات المالية منذ تاريخ اختراع المستقبلية المالية.
- رغم صرامة التشريعات الدولية الحديثة ومحاولتها لتطبيق المعايير الدولية خاصة تلك التي تصدرها لجنة بازل للرقابة والإشراف المصرفي، إلا أنها تحتاج إلى دعم عالمي وتطبيق صارم خاصة في ما يتعلق بطريقة التطبيق التي لا بد أن تخضع لمبادئ وقيم أخلاقية، لإجتناّب أزمة مستقبلية.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناأ أزمات مالية----- أ. حسية سميرة

المراجع:

- 1- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 2- عبد المطلب عبد الحميد، الإصلاح المصرفي ومقررات بازل3، الدار الجامعية، مصر، 2013
- 3- هبه محمود الطنطاوي الباز، التطورات الحديثة في الصناعة المصرفية واستراتيجية عمل البنوك في مواجهتها، القصر للطباعة والدعاية والإعلان، مصر، 2006.
- 4- وشاح رزاق، الأزمة المالية الحالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009، ص29.

المقالات والمآلقياآ العلمية:

- 1- الجوزي جميلة، أسباب الأزمة المالية وجذورها، مؤتمر "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 2009.
- 2- بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، المآلقى العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية" جامعة سطيف، أكتوبر. 2009.

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتنب أزمات مالية----- أ. حسية سميرة
3- بباس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل بالمشتقات المالية، الملتقى العلمي
الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية" جامعة سطيف،
أكتوبر. 2009

4- جبار محفوظ، نوال بوعكاز، الحدود العملية لمنتجات الهندسة المالية خلال
الأزمة المالية العالمية 2008، بحث مقدم في إطار، الملتقى الدولي الثاني: حول الأزمة
الاقتصادية الراهنة وتأثيرها على اقتصاديات شمال أفريقيا، جامعة تبسة 2013.

5- جبّاري شوقي وخميلي فريد، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج
الأزمات المالية العالمية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الدولي حول (الأزمة المالية
والاقتصادية العالمية من منظور إسلامي)، عمان، الأردن، 2010.

6- سامي السويلم، أسلحة الدمار الشامل. متاح في موقع الدكتور سامي
السويلم بالرباط التالي: تاريخ الاطلاع 2001/12/30
<http://suwailem.net/NewsDetails/WEAPONS-OF-MASS-12>

7- محمود سحنون، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، المؤتمر
العلمي الحادي عشر بعنوان " الأزمة الاقتصادية المعاصرة، أسبابها، علاجها وتداعياتها "
كلية الشريعة، جامعة جرش، الأردن، ديسمبر 2010.

8- محسن سميرة، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة
ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006،

إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة لإجتناأ أزمات مالية----- أ. حسيبة سميرة

1- Julien bourgeois, David ansell, Olivier démasc, la réforme financière ; l'approche américaine, revue banque, décembre 2010, paris.

2-John c.hull, options, futures, and other derivatives, 8th édition, 2012. p07.

3-Mark Carney, La mise en œuvre complète du programme de réforme lancé par le G20 en vue de renforcer les marchés des produits dérivés de gré à gré, revue de stabilité financière, banque de France, paris, n°17, avril 2013.

4- Nout Wellik, au-delà de la crise :la réponse stratégique du comité de Bâle, revue de la stabilité financière; n°13, banque de France, septembre 2009.

5-Yves Jégoure, Les produits dérivés: outils d'assurance ou instruments dangereux de spéculation, Comprendre les marchés financiers, Cahiers français.

مواقع الانترنت:

- 1- www.bis.org
- 2- http://www.epargnesansfrontiere.org/Articles_c-9-s-89-i-313
- 3- <http://lecercle.lesechos.fr/economie-societe/politique-eco-conjoncture/politique-economique/221169091/peut-on-attendre-regulation-des-produits-derives>.