

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

BADJI MOKHTAR-ANNABA UNIVERSITY
UNIVERSITE BADJI MOKHTAR-ANNABA



جامعة باجي مختار - عنابة

كلية: العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم: العلوم المالية

مخبر المالية الدولية ودراسة الحوكمة والبروز الاقتصادي LFIEGE

أطروحة دكتوراه
مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم

اثر الإبداعات المالية في إحداث الأزمات المالية الدولية
الدروس المستفادة بالنسبة للاقتصاديات الناهضة

الشعبة

بنك وهندسة مالية

للطالب :

زغبيد نسيم لطفي

المؤسسة الجامعية
جامعة باجي مختار عنابة

الرتبة
أستاذ التعليم العالي
أمام أعضاء اللجنة

مدير أطروحة التخرج
بن ثابت علي

جامعة عنابة	رئيسا	أستاذ التعليم العالي	منصوري عبد الله
جامعة عنابة	مقررا	أستاذ التعليم العالي	بن ثابت علي
جامعة عنابة	عضوا	أستاذة محاضرة - أ -	خياري زهية
جامعة قسنطينة 2	عضوا	أستاذة محاضرة - أ -	صندرة سايبني
جامعة قالمة	عضوا	أستاذ محاضر - أ -	بوعزيز ناصر
جامعة تبسة	عضوا	أستاذة محاضرة - أ -	بهلول لطيفة

السنة الجامعية: 2018/2017

التصريح

أنا الباحث ز غبيد نسيم لطفي، أصرح بشرفي أن أطروحة الدكتوراه المعنونة كالتالي:
« اثر الابدعات المالية في إحداث الأزمات المالية الدولية الدروس المستفادة بالنسبة للاقتصاديات
الناهضة»، والمقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم هي عمل أكاديمي خاص وغير مقدم
لا جزء منه ولا كله لأي مؤسسة علمية أخرى بهدف
نيل شهادة أكاديمية أو غير ذلك.

الباحث: ز غبيد نسيم لطفي

الإمضاء

ملخص

يتمثل جوهر الإبداع المالي في عمليات الهندسة المالية والمنتجات المشتقة، وخاصة المشتقات المالية وقد صممت هذه المنتجات أصلا في سياق اقتصادي ومالي متحول ، يتسم بعدم اليقين و اشتداد المنافسة كما استخدمت هذه الأساليب والتقنيات أساسا لتطوير الصناعة المالية من خلال ابتكار آليات تمكنها من إدارة فعالة لمخاطر الأصول ولكنها، انحرفت عن هدفها الأصلي لتكون من التقنيات والأدوات المولدة للمخاطر مما يضعف عمله توازن السوق، حيث وجد الإبداع المالي نفسه في صميم أزمة الرهن العقاري والأزمة اليونانية من خلال إنشاء وتطوير المنتجات المالية المعقدة والتي تتميز بالضبابية مثل عقود cdo و cds .

وقد أبرزت الأزمة المالية والاقتصادية التي تلتها الحاجة إلى إصلاح النظام المالي الدولي حتى لا تتكرر أزمة مثل الأزمة الحالية مرة أخرى من خلال إصلاح عميق للهندسة المالية الدولية و في مواجهة هذا الوضع الحرج أثبتت الصناعة المالية الإسلامية مقاومتها لأزمة 2008 مما لفتت الانتباه، إلى اعتبارها بديلا محتملا للنظام الحالي من أجل بناء نظام مالي دولي أكثر استقرارا وأقل عرضة للآزمات، كما سنتناول أيضا الآثار المحتملة لهذه الابداعات على الاقتصاد الجزائري لإيجاد حلول في السياق الحالي.

الكلمات الدالة: الإبداع المالي، الهندسة المالية، الهندسة المالية الإسلامية، أزمة الرهن العقاري، الأزمة اليونانية، إصلاح النظام المالي الدولي ، الاقتصاد الجزائري.

Résumé

Au cœur de l'innovation financière, on trouve des opérations d'ingénierie financière de produits dérivés et en particulier de dérivés de crédit ceux-ci ont été conçus à l'origine dans un contexte économique et financier mutant, caractérisé par l'incertitude et l'intensification de la concurrence, ces méthodes et techniques étaient surtout mises en œuvre pour développer la finance par le biais de mécanismes innovants capables de gérer au mieux les risques des actifs, mais elles se sont trouvées déviées de leur but initial pour être au contraire des techniques et des instruments générateurs de risques, fragilisant le processus de l'équilibre des marchés ainsi l'innovation financière s'est retrouvée au cœur de la crise des subprime, et la crise grecque par la création et le développement de produits financiers structurés complexes et opaques comme les cdo et les cds .

La crise financière puis économique qui a suivi a mis en évidence, la nécessité d'une réforme du système financier international afin qu'une crise comme celle qui est en cours ne se reproduise plus, par une réforme profonde de l'architecture financière internationale et face à cette situation critique, la finance islamique s'est démarquée par sa résistance à la crise de 2008, ce qui a attiré l'attention de la considérer comme une solution de remplacement potentielle au système actuel

Afin de pouvoir construire un système financier international plus stable et moins vulnérable aux crises, et nous examinerons aussi les nombreuses conséquences éventuelles de ces innovations sur l'économie algérienne pour trouver des solutions au contexte actuelle.

Mots clé: innovation financière, ingénierie financière, ingénierie financière islamique, crise des subprime, crise grecque, réforme du système financier international, économie algérienne.

Abstract

Within the core of financial innovation financial engineering operations exists for derivatives and in particular credit derivatives. These were originally conceived in a mutually economic and financial context, characterized by ambiguity and the intensification of competition. Various methods and techniques were mainly used to develop finance through innovative mechanisms that could properly manage the risks of assets. However, Those Methods and techniques have deviated from their original purpose to be unlike techniques and instruments generating risks, undermining the process of market which equilibrium financial innovation found itself at the heart of the subprime crisis, and the Greek crisis throughout the creation and development of complex and solid structured financial products such as cdo and cds.

The ensuing financial and economic crisis has highlighted the need for reform within the international financial system so that a crisis like the one in hand does not happen again by a profound radical change of the international financial architecture and face In this critical situation. Islamic finance stood out by its resistance to the 2008 crisis, which drew attention to its considerable potential as an alternative to the current system. The later is seen as a means to build a more stable and less crisis-prone international financial system and as well as a way to examine the many potential consequences of these innovations on the Algerian economy to find solutions in the current context.

Key words: financial innovation, financial engineering, Islamic financial engineering, subprime crisis, Greek crisis, reform of the international financial system, Algerian economy.

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين أطال الله من عمرهما

إلى روح خالتي الغالية لكحل كريمة

إلى أخواتي

إلى أساتذتي

إلى أصدقائي وزملائي

أهدي ثمرة هذا العمل

شكر وتقدير

نحمد ونشكر الله الواحد الأحد الذي أنعم علينا بنعمة العلم والعقل، وأمدنا

بالعزيمة والإرادة لإتمام هذا العمل.

وأتقدم بالشكر الجزيل لأستاذنا المشرف، الأستاذ الدكتور بن تايث علي

الذي بتوجيهاته ونصائحه القيمة كان هذا العمل بصورته الحالية.

وأشكر الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على تخصيصهم جزءاً من

وقتهم لقراءة وتقييم هذا البحث.

كما لا يفوتنا أن نشكر جميع من كان لنا عوناً ومدد لنا يد المساعدة خلال

جميع مراحل انجاز هذا العمل.

« وَمَا أُوتِيتُمْ مِنَ الْعِلْمِ إِلَّا قَلِيلاً »

صدق الله العظيم

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
25	إبرام وتصفية صفقة البيع على المكشوف	01
38	أنواع المشتقات المالية	02
44	أطراف عملية التوريق.	03
47	إجراءات عملية التوريق	04
52	تقسيمات المنتجات الائتمانية المهيكلية لشرائح	05
55	مبدأ عمل عقود Credit Default Swap	06
71	الإصدار السنوي لقروض الرهن العقاري الموجهة للعائلات الأمريكية 1997-2007	07
73	عدد الأفراد المتخلفين عن السداد لأكثر من 90 يوم	08
74	معدل عجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري	09
76	أهم معدلات الفائدة في البنوك المركزية	10
78	اللجوء المتزايد لتقنية الرفع المالي	11
83	حجم إصدار التوريق في أوروبا وفي الولايات المتحدة	12
85	حجم إصدار عقود CDO	13
90	حجم إصدار عقود CDS	14
92	حجم تداول المشتقات المالية	15
93	تدهور التصنيف الائتماني للمنتجات المالية الناتجة عن توريق القروض العقارية	16
101	مراحل أزمة الرهن العقاري 2007	17
104	أزمة السيولة ما بين البنوك	18
110	سياسة تخفيض معدلات الفائدة من قبل البنوك المركزية	19
113	تطور نسبة الدين العمومي إلى الناتج المحلي الإجمالي في اليونان	20

116	مراحل الأزمة المالية اليونانية	21
121	النتائج المترتبة عن سياسات التقشف في اليونان	22
123	مصادر صندوق الاستقرار المالي الأوروبي FESF	23
137	اليونان و دائئوها في جوان 2015	24
139	مخاطر خروج اليونان من منطقة اليورو	25
174	نموذجين للوساطة المالية	26
222	تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وقطاع المحروقات 2019-2009	27
223	تطور مختلف الأرصدة الخارجية	28
224	تطور حجم موارد صندوق ضبط الموارد	29
225	تطور حجم احتياطات الصرف و المديونية الخارجية	30
230	خريطة استثمارات احتياطات الجزائر في البنوك العالمية	31
234	فوائد و منافع صندوق استثمار للجزائر	32
237	مصادر تمويل صندوق ضبط الموارد	33
239	تقلص موارد صندوق ضبط الموارد	34
242	الدور الجديدة لصندوق ضبط الموارد	35
255	مقترح للهيئات الداعمة للمؤسسات المالية الإسلامية في الجزائر	36
268	مقترح لصكوك الإجارة في الجزائر	37
270	مقترح لصكوك الاستصناع في الجزائر	38

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
30	حالات الخيار المربح والخسارة و المتكافئ في تاريخ التنفيذ	01
31	مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع	02
35	أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة	03
48	الفرق بين نموذجي القروض التقليدية والقروض المورقة	04
58	مقارنة بين الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية	05
60	مقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات	06
66	مقارنة بين عمليات التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي	07
99	المتعاملين بالتزامات الدين المضمونة CDO	08
130	تأثير عملية Le rééchelonnement على مدة 3 سنوات	09
140	تطور أسعار النفط خلال الفترة أوت 2014 - أوت 2015	10
164	متطلبات رأس المال ورأس مال التحوط وفق مقررات بازل III	11
168	مراحل التحول إلى نظام بازل III	12
210	تطور التجارة الخارجية في الجزائر 2005-2013	13
212	تطور معدلات النمو للاقتصاد الجزائري 2001-2012	14
219	تطور احتياطات الصرف الجزائرية 2003-2013	15
231	عوائد احتياطات الصرف 2008-2015	16
244	النظام المصرفي الجزائري	17

قائمة المختصرات والرموز

المختصر	معنى المختصر
ABCP	Asset-backed commercial paper
ABS	Asset-Backed Securities
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
AIG	American International Group
BCE	Banque centrale européenne
CBO	Collateralized Bond Obligation
CBOE	Chicago Board Options Exchange
CCP	Central Counterparty
CCS	Comité de Conformité à la Sharia
CDO	collateralized debt obligation
CDS	credit default swap
CLO	Collateralized Loan Obligation
CLS BANK	Continuous Linked Settlement Bank
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
CMO	Collateralized Mortgage Obligation
DJIMI	Dow Jones Islamic Market Index
DTCC	DTCC: The Depository Trust & Clearing Corporation
ELA	Emergency liquidity assistance
EMIR	European market infrastructure regulation
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FED	Réserve fédérale

FESF	Fonds européen de stabilité financière
FINRA	National Association of Securities Dealers
FSAP	Financial Sector Assessment Program
IFSB	Islamic Financial Services Board
LCR	liquidity coverage ratio
LTCM	Long Term Capital Management
LTRO	Long Term Refinancing Operations
MBS	Mortgage–Backed Securities
MES	mécanisme européen de stabilité
NSFR	net stable funding ratio
OATI	Obligations Assimilables au Trésor indexées sur l'inflation
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OTC	Over the counter
PF	Private Funds
RMBS	Residential Mortgage Backed securities
SIV	Structured Investment Vehicle
SPV	Special Purpose Vehicle
TARP	Troubled assets relief program
TBTF	To Big To Fail
TLTRO	Targeted longer–term refinancing operations
TTF	Taxe sur les transactions financières
ZIRP	Zero Interest Rate Policy

جدول المحتويات

المكونات	الصفحة
التصريح	أ
ملخص باللغة العربية	ب
ملخص باللغة الفرنسية	ت
ملخص باللغة الانجليزية	ث
الإهداء	ج
شكر وتقدير	ح
قائمة الأشكال	خ
قائمة الجداول	ذ
قائمة المختصرات والرموز	س
جدول المحتويات	س
مقدمة	02 إلى 08
الفصل الأول: الإبداع المالي ،الهندسة المالية التقليدية، الهندسة المالية الإسلامية	10 إلى 67
تمهيد	10
المبحث الأول : مفاهيم حول الإبداع المالي	11
المطلب الأول: مفهوم الإبداع المالي و أنواعه	11
1-مفهوم الإبداع المالي	11
2-أنواع الإبداعات المالية	12
المطلب الثاني: خصائص الإبداعات المالية وأهميتها	12
1- خصائص الإبداعات المالية	12
2-أهمية الإبداعات المالية	13
المطلب الثالث :دوافع و مبررات الإبداعات المالية	13

14	1- القيود التنظيمية و الضرائب
14	2- عدم تنظر المعلومات
14	3- ظهور مخاطر جديدة كمخاطر الصرف
15	4-زيادة خطر التقلب المتزايد لأسعار الفائدة
15	5- تكنولوجيا المعلومات والاتصالات
15	6-تغيير في الإطار القانوني لتمويل المعاشات التقاعدية
16	7-ما الذي يجعل الإبداع المالي نجاح ومعتد من قبل أكبر عدد؟
17	8-الإبداعات المالية و الصناعة البنكية
17	المطلب الرابع: مخاطر الإبداع المالي
18	المبحث الثاني: الهندسة المالية أدوات و تقنيات
18	المطلب الأول : مفهوم ونشأة الهندسة المالية
19	1-مفهوم الهندسة المالية
19	2-نشأة وظهور الهندسة المالية
21	المطلب الثاني: أهداف الهندسة المالية
21	1- التحوط Hedging
22	2-المضاربة spéculation
22	3-المراجعة Arbitrage
23	4-خلق المنافسة المالية
23	المطلب الثالث: عمليات الهندسة المالية
23	1-البيع على المكشوف
25	2-الشراء الهامشي
26	المطلب الرابع: المشتقات المالية كأداة من أدوات الهندسة المالية
27	1-ماهية المشتقات المالية

27	2- تعريف المشتقات المالية
27	3- أهمية عقود المشتقات
29	4- أنواع المشتقات المالية
39	5- مخاطر استخدام المشتقات المالية
41	المبحث الثالث: تقنيات و منتجات الإبداع المالي
41	المطلب الأول : التوريق من تقنيات الإبداع مالي
41	1- مفهوم تقنية التوريق
41	2- أهمية تقنية التوريق
43	3- أطراف عملية التوريق
44	4- ميكانيزمات التوريق
48	المطلب الثاني: الفرق بين القروض التقليدية والقروض المورقة
48	المطلب الثالث: أنواع المنتجات المورقة
48	1- الأوراق المالية المضمونة بأصول ABS
49	2- الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري MBS
49	3- سند مستند إلى رهن عقاري CMO
49	4- التزامات الدين المضمونة CDO
54	5- مبادلة مخاطر الائتمان CDS
55	المبحث الرابع: الهندسة المالية الإسلامية
55	المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية
55	1- تعريف الهندسة المالية الإسلامية
55	2- خصائص الهندسة المالية الإسلامية
56	3- أسباب ظهور الهندسة المالية الإسلامية
57	المطلب الثاني: أهمية الهندسة المالية الإسلامية

58	المطلب الثالث: الفرق بين الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية
58	المطلب الرابع: منتجات الهندسة المالية الإسلامية
58	1- الصكوك الإسلامية
65	2- الفرق بين التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي
67	خلاصة الفصل الأول
69 إلى 144	الفصل الثاني: من أزمة قروض الرهن العقاري 2007 إلى الأزمة النفطية 2015
69	تمهيد:
70	المبحث الأول: أزمة قروض الرهن العقاري
70	المطلب الأول: فقاعة قروض الرهن العقاري ودورها في الأزمة
70	1- ماهية قروض الرهن العقاري عالية المخاطر
70	2- الانحراف عن المقاييس المعمول بها عند منح القروض العقارية
73	3- انفجار في فقاعة أسعار العقارات
74	المطلب الثاني : أسباب الأزمة الرهن العقاري
74	1- انفجار فقاعة شركات الانترنت والتكنولوجيا في عام 2000
75	2- السياسة النقدية التوسعية
77	3- اللجوء المفرط للتقنية الرفع المالي l'effet de levier
79	4- دور الإبداعات المالية في اندلاع الأزمة المالية
92	5- الدور السلبي للوكالات التقييم
95	6- دور الواحات الضريبية
97	7- دور صناديق التحوط في الأزمة المالية
99	8- نظام الأجور و العلاوات و المكافآت كأحد المحفزات على المبالغة في المخاطرة
102	المطلب الثاني : تفسير هل هي أزمة ثقة أو أزمة سيولة
105	المطلب الثالث : انعكاسات أزمة الرهن العقاري

105	1- أثار الأزمة على أسواق رأس المال
105	2- إفلاس العديد من البنوك و الشركات بسبب أزمة السيولة و تأمين معظمها
106	3-انخفاض التجارة الدولية
107	4-الركود الاقتصادي
107	5-انخفاض أسعار البترول
108	6- تنامي معدلات البطالة
108	المطلب الرابع : آليات علاج الأزمة المالية
108	1- الخطة الأمريكية
109	2- تخفيض معدل الفائدة
111	3- تأمين البنوك
111	المبحث الثاني: الأزمة المالية اليونانية 2010-2015
111	المطلب الأول: أسباب الأزمة اليونانية
111	1- تزييف الحسابات
113	2-معدل النمو الضعيف
113	3- ارتفاع معادلات إعادة التمويل
114	4-ارتفاع النفقات العامة وانخفضت عائدات الضرائب
114	5-دور الابداعات المالية
115	6-الدور السلبي لوكالات التصنيف
116	7-تدهور الحساب الجاري
117	المطلب الثاني: أثار أزمة اليونان
118	المطلب الثالث: آليات علاج الأزمة اليونانية
118	1- حزمة الإنقاذ الأولى (مايو 2010 - يونيو 2011)
118	2- حزمة الإنقاذ الثانية (فبراير 2012)

119	3- حزمة الإنقاذ الثالثة (أغسطس 2015)
122	المطلب الرابع: الحلول المقترحة لحل الأزمة اليونانية
122	1- إنشاء صندوق الاستقرار المالي الأوروبي FESF
123	2- إنشاء آلية الاستقرار الأوروبي MES
124	3- السندات الأوروبية المشتركة Eurobonds
125	4- دور البنك المركزي الأوروبي
127	5- برامج ضخ السيولة لتجنب أزمة الائتمان
128	6- هيكل الديون السيادية
130	7- تحويل الديون إلى استثمارات
132	8- تكثيف مكافحة ضد التهرب الضريبي
132	9- الرفع من تنافسية الاقتصاد اليوناني
133	المطلب الخامس: سيناريوهات خروج اليونان من اليورو GREXIT
134	1- الخطوات الفنية لتطبيق GREXIT
135	2- مخاطر GREXIT
139	المبحث الثالث: الأزمة النفطية 2015
140	المطلب الأول : أسباب الأزمة النفطية
140	1- زيادة العرض وانخفاض الطلب العالمي على النفط
140	2- تزايد إنتاج النفط الصخري
141	3- ارتفاع سعر صرف الدولار
141	4- الانكماش في الطلب العالمي
141	5- انخفاض النمو الاقتصادي العالمي
142	المطلب الثاني: آثار تراجع أسعار النفط العالمية
144	خلاصة الفصل الثاني
146 إلى 207	الفصل الثالث: أهم الاقتراحات الرامية إلى إصلاح النظام المالي أعقاب الأزمات المالية
146	تمهيد

147	المبحث الأول: نحو نظام مالي دولي أكثر استقرار
147	المطلب الأول: إصلاح وكالات التقييم
148	المطلب الثاني: مراقبة صناديق الاستثمار
149	المطلب الثالث: الحد من جاذبية و دور الواحات الضريبية
150	المطلب الرابع: تنظيم صناديق التحوط
153	المطلب الخامس: إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية
153	1-التوريق
155	2- المشتقات المالية
162	المبحث الثاني: نحو نظام مصرفي أكثر صلاية
162	المطلب الأول: اتفاقية بازل III
162	1-مفهوم اتفاقية بازل III
163	2- الإصلاحات الواردة في اتفاقية بازل III
167	3- مراحل تنفيذ مقررات بازل III
169	4-تأثير مقررات لجنة بازل III على النظام المصرفي
170	المطلب الثاني: الرقابة و الإشراف على النظام المصرفي الموازي <i>shadow banking</i>
170	1-مفهوم النظام المصرفي الموازي
172	2-مراقبة نظام الظل المصرفي
174	المطلب الثالث: الفصل بين أنشطة البنوك و الأسواق المالية بواسطة <i>Glass-Steagall Act</i>
177	المطلب الرابع: تنظيم عمل البنوك المؤثرة على النظام المالي
177	1-مفهوم المؤسسات ذات الأهمية النظامية
178	2-مراقبة و تنظيم عمل البنوك المؤثرة على النظام المالي
181	المطلب الخامس:المراقبة عن طريق اختبارات الضغط المالي <i>stress test</i>
181	1- مفهوم اختبارات اختبارات الضغط المالي

182	2- مبادئ اختبارات الضغط المالي
184	المطلب السادس: إصلاح نظام الأرباح الممنوحة للمسؤولين البنكيين لتجنب الأزمات
184	المطلب السابع : دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي
185	1- مسؤولية البنوك المركزية عن سلامة الجهاز المصرفي
185	2- دور البنك المركزي كمقرض أخير للنظام المالي
187	3- مسؤولية البنك المركزي عن سلامة نظام المدفوعات والتسوية والمقاصة
188	4- مسؤولية البنك المركزي عن تطوير نماذج رياضية لتحديد قدرة النظام المالي
190	المبحث الثالث: إعادة هندسة النظام المالي العالمي
190	المطلب الأول: الدور الجديد صندوق النقد الدولي بعد الأزمة المالية العالمية
191	1- تفعيل الرقابة المالية للصندوق
192	2- زيادة الموارد المالية والتسهيلات التي يقدمها للصندوق
193	3- إصلاح نظام الإقراض
194	المطلب الثاني: توجيه المستثمرين نحو الاستثمار على المدى الطويل
194	المطلب الثالث :الرسم على المعاملات النقدية الدولية <i>TAX Tobin</i>
198	المطلب الرابع :إيجاد نظام احتياطي نقدي دولي جديد
199	المبحث الرابع: دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات
199	المطلب الأول :التصكيك الإسلامي كبديل عن التوريق التقليدي
199	1- منع المضاربات في الصكوك أو الحد منها
199	2-منع المتاجرة في الديون
200	3- منع التعامل بالفائدة بصورتها الظاهرة والباطنة
200	4- أن تمثل الصكوك موجودات حقيقية ذات صلة بالاقتصاد الحقيقي
201	5- التعامل مع المخاطر على نحو رشيد
201	6- عدم إصدار صكوك سيادية ذات ارتباط بأمن الدولة أو الملكية العامة

202	المطلب الثاني :ضرورة إنشاء وتطوير مشتقات مالية إسلامية
202	1- عقد السلم والبيع المؤجل
203	2- عقد الاستصناع وعقد الإجار
204	3- خيار الشرط وبيع العربون
205	المطلب الثالث: وكالات التصنيف الإسلامية كبديل شرعي
207	خلاصة الفصل الثالث
209 الى 277	الفصل الرابع : الدروس المستخلصة بالنسبة للاقتصاد الجزائري أعقاب الأزمات المالية
209	تمهيد
210	المبحث الأول : تأثير الأزمات المالية على الاقتصاد الجزائري
210	المطلب الأول: تأثير أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد الجزائري
210	1- الأثر على التوازنات الاقتصادية الكلية
219	المطلب الثاني: تداعيات أزمة اليورو على الاقتصاد الجزائري
221	المطلب الثالث: انعكاسات الأزمة البترولية الحالية على الاقتصاد الجزائري
221	1- على الناتج المحلي الإجمالي
222	2- عجز قياسي في الموازين الاقتصادية
223	3-انخفاض موارد صندوق ضبط الموارد
224	4-انخفاض احتياطات الصرف
225	المطلب الرابع : إجراءات مواجهة الأزمات في الجزائر
225	1- إجراءات مواجهة أزمة الرهن العقاري
227	2-إجراءات مواجهة الأزمة النفطية
228	المبحث الثاني: التسيير الأمثل لاحتياطات الصرف
228	المطلب الأول:آلية بنك الجزائر في تسيير احتياطات الصرف و عوائدها
232	المطلب الثاني:إنشاء صندوق سيادي كخيار إستراتيجي استثماري

232	1-إنشاء صندوق استثماري للجزائر لتحويل المدخرات إلى استثمار
233	2-الأهداف الإستراتيجية والفوائد لإنشاء صندوق وطني للاستثمار
234	3- ضرورة تبني الحوكمة في تسيير صناديق الاستثمار
235	المطلب الثالث :صندوق ضبط الموارد كأداة لترشيد مدخرات النفط والخروج من الأزمة الراهنة
236	1- مفهوم صندوق ضبط الموارد
236	2- مصادر تمويل الصندوق
237	3- أهمية الصندوق
237	4- دور الصندوق في الخروج من الأزمة
240	5- تحويل صندوق ضبط الموارد إلى صندوق استثماري
242	المطلب الرابع: رؤية مستقبلية لاحتياجات الصرف
243	المبحث الثالث : استشراف الخدمات المالية الإسلامية في الجزائر
243	المطلب الأول: واقع البنوك الإسلامية في الجزائر
246	المطلب الثاني :عوائق الصرفية الإسلامية في الجزائر
249	المطلب الثالث:أفاق الصرفية الإسلامية في الجزائر
249	1-تقنين العمل المالي الإسلامي
250	2-تنظيم علاقة البنوك الإسلامية مع بنك الجزائر
251	3-دور الملجأ الأخير للإقراض
252	4-التدريب والتثقيف الشرعي للعاملين بالمصارف الإسلامية
255	المطلب الرابع:النوافذ الإسلامية و دورها في تطبيق الصيرفة الإسلامية في الجزائر
255	1- مفهوم النوافذ الإسلامية
256	2- الآثار الاقتصادية الناتجة عن فتح نوافذ تمويل إسلامي في البنوك الجزائرية
258	المبحث الرابع : استشراف إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري

258	المطلب الأول: دور الصكوك الإسلامية في معالجة مشاكل الاقتصاد الجزائري
260	المطلب الثاني: التحديات التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر
261	المطلب الثالث: إصدار الصكوك في الجزائر على ضوء تجربة المغرب
262	1- وضع الإطار التشريعي والقانوني الذي ينظم إصدار وتداول الصكوك الإسلامية
266	2- إنشاء مجلس المطابقة للشريعة وهيئة الرقابة الشرعية
267	3- إنشاء على مستوى بورصة الجزائر مقصورة مخصصة لتداول الصكوك
267	4- مستشار الهيئة الشرعية
267	5- قانون الضرائب
268	المطلب الرابع: هيكلية الصكوك المقترحة لتمويل الاقتصاد الجزائري
268	1- صكوك الإجارة
269	2- صكوك الاستصناع
271	3- صكوك السلم
272	المطلب الخامس: إنشاء سوق مالي إسلامي جزائري
273	1- أساليب التحول
273	2- متطلبات (مراحل) تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية
275	3- إنشاء مؤشر مالي إسلامي
277	خلاصة الفصل الرابع
279	خاتمة عامة
288	المراجع

المقدمة العامة

تمهيد

ساهمت قوى المنافسة الشديدة بين المصارف والمؤسسات المالية في أسواق المال العالمية خلال العقدين الماضيين من ناحية ، وتطور وسائل الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات من ناحية ثانية والتطورات المتسارعة الحاصلة في مجال تمويل الشركات والتمويل المصرفي وتمويل الاستثمارات من ناحية ثالثة، في لعب دور هام على صعيد تحديد الابداعات في الحقل المالي مما أدى إلى ولادة عالم جديد يركز على مفهوم الهندسة المالية وقد مكنت هذه الهندسة المالية القائمة على منتجات وأدوات وخدمات مالية مستحدثه التي تشكل المشتقات جوهرها ، من تلبية حاجات المقرضين والمقترضين على حد سواء في الأسواق المالية، من مصادر التمويل المتنوعة وزيادة السيولة في هذه الأسواق ورفع كفاءة عملها وتعزيز فرص المصارف غير أن المنتجات المالية لعمليات الهندسة المالية، التي كان الهدف منها تطوير الصناعة المالية من خلال ابتكار آليات تمكنها من إدارة فعالة لمخاطر أصولها، قد تحولت إلى آلية لإنتاج الخطر ونقله وتعويمه ومضاعفة آثار الأزمات ، وتفاقم حدتها حيث وجدت الابداعات المالية نفسها في صميم الأزمة 2008 نظرا لطبيعتها المعقدة وافتقادها للشفافية كما استعملت هذه الابداعات كذلك بشكل مكثف من قبل المضاربين في أزمة الديون السيادية اليونانية سنة 2010 مما جعل هذه الأزمة تتسع لتشمل دول أخرى في الاتحاد الأوروبي ،و أعطت بالتالي لهذه الأزمة طابعا نظاميا لتتجاوز تأثيراتها حدود النظام المالي لتصل إلى الاقتصاد الحقيقي الأمر الذي ولد الحاجة إلى إصلاح النظام المالي العالمي و إعادة صياغة معالمه أعقاب الأزمات المالية العالمية ، و كذا البحث في إيجاد قواعد و آليات من أجل استقرار الأنظمة المالية المحلية، بهدف تحقيق الاستقرار المالي العالمي في إطار مؤسسي فعال وبعد التفافم الكبير لازمة المالية العالمية، وما رافقها من انعكاسات سلبية على اقتصاديات جميع الدول دون استثناء بدأ التفكير مليا في البحث عن البدائل الكفيلة بتخطي هذه الآثار، باعتبارها وليدة النظام الرأسمالي خاصة مما يستوجب طرح آليات جديدة و تجد الهندسة المالية الإسلامية نفسها متوجة كبديل، بما يتوفر لديها من آليات و منتجات من شأنها كبح جماح القروض عالية المخاطر، و التصدي لعمليات التوريق المولدة للربا دون غيره ومواجهة صناديق الاستثمارات العقارية وهيمنة الفوائد وكذلك دورها في توفير كل من الإجراءات الاحترازية لمنع وتجنب وقوع الأزمات المالية والاقتصادية .

وفي ظل هذه التحولات فان الدول النامية و خاصة الجزائر تجتاز مرحلة تاريخية حاسمة من مراحل حياتها يتوجب عليها فيها أن تقوم بحشد جميع قدراتها وإمكاناتها المادية والبشرية وتوجيهها لإصلاح واقعها النقدي والمالي ، و استخلاص الدروس من الأزمات لإصلاح النظام المالي و جعله أكثر مرونة

في مواجهات الأزمات المالية من خلال تبني منتجات الهندسة الإسلامية التي انتبت دورها في معالجة الأزمات المالية و كذلك إدراج صيرفة إسلامية قادرة على تحقيق النمو و إنشاء صندوق سيادي يساهم في استثمار احتياطات الصرف الجزائرية إدراكا من انه لا مكان للاقتصاديات المنطوية على نفسها في عالم الأزمات.

1- إشكالية البحث

من خلال التقديم والتحليل الذي سبق تبرز إشكالية بحثنا كما يلي:

هل أسهمت الابداعات المالية في تعزيز الصناعة المالية التقليدية أم أنها كانت سببا في إنتاج الأزمات المالية ونقلها وعولمتها؟

2- الأسئلة الفرعية:

- من أجل التدقيق والإحاطة بالسؤال الرئيسي، تم صياغة الأسئلة الفرعية التالية:
- ما هو مفهوم كل من الإبداع المالي، الهندسة المالية التقليدية، الهندسة المالية الإسلامية؟
 - ما هي الأسباب التي كنت وراء حدوث الأزمات المالية العالمية وما هي تداعياتها، خاصة أزمة الرهن العقاري و الأزمة اليونانية و الأزمة النفطية ؟
 - ما هي الآليات و الأنظمة التي تسمح بإيجاد نطاق من الاستقرار المالي العالمي و الحفاظ عليه في أعقاب الأزمات المالية العالمية؟
 - ما هي أهم الدروس المستفادة بالنسبة للاقتصاد الجزائري أعقاب الأزمات المالية العالمية؟

3- فرضيات البحث:

- على ضوء ما تقدم يمكن صياغة الفرضيات التالية:
- الفرضية الأولى:** الهندسة المالية هي ابتكار لحلول ومنتجات وأدوات مالية، بهدف التحوط من المخاطر وتقليل التكاليف.
- الفرضية الثانية:** الابداعات المالية هي من أشهر ما ابتكرته الهندسة المالية لإدارة المخاطر غير أن الإسراف في التعامل بها أصبح هو الخطر بعينه مما زاد من حدة الأزمات المالية للنظام الرأسمالي.
- الفرضية الثالثة:** بعد توالي الأزمات المالية والاضطرابات في الأسواق وتزايد الصدمات، والتأكد حتميا من عدم مقدرة النظام المالي على مقاومتها، أصبح من الضروري جدا، اعتماد إصلاحات تهدف إلى خفض تكاليف الأزمات المالية، وتحد من التقلبات الدورية.

الفرضية الرابعة: التحديات التي تواجه الجزائر في الصناعة المالية الإسلامية و إنشاء صندوق سيادي لتسيير الأمثل لاحتياجات الصرف للخروج من تداعيات الأزمة المالية .

4- أهمية البحث:

تكمن أهمية اختيار هذا الموضوع من خلال قياس مدى الترابط بين منتجات الهندسة المالية والأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي، والحاجة لمعايير إسلامية حاكمة لعمليات الإبداع المالي وأهميتها في التوازن والاستقرار المالي والاقتصادي و دراسة التجارب العالمية في الهندسة المالية وتقييم دورها في صناعة مشتقات الصناعة المالية للاستفادة من نجاحاتها وعدم تكرار أخطائها .

5 - أهداف البحث:

يهدف البحث إلى تحقيق لمجموعة من الغايات ذلك من خلال:

- تقييم كفاءة منتجات الهندسة المالية و جدوى الإبداعات التي تميزت بها الصناعة المالية الحديثة.
- التعريف بخصوصية المنتجات وطبيعة الإبداعات المتعلقة بصناعة المالية الإسلامية.
- رصد الآثار والنتائج الواقعة والمتوقعة لـ أزمة الرهن العقاري و الأزمة اليونانية .
- التتويه بخطورة الأزمات المالية العالمية وأثرها المباشر على اقتصاديات دول العالم .
- تبصير الدارسين والباحثين بعيوب النظام الرأسمالي في إدارة الاقتصاد العالمي باعتبار هذه الأزمات نتيجة حتمية لهذا النظام.
- طرح الحل الإسلامي البديل لضبط الحياة الاقتصادية من خلال بيان مقدرة الهندسة المالية الإسلامية في مواجهة الأزمة المالية الحالية والأزمات المستقبلية.
- طرح الحل بالنسبة للاقتصاد الجزائري من خلال تبني مجموعة من الإصلاحات لمواجهة الأزمة المالية الحالية والأزمات المستقبلية.

6 - منهج البحث:

للإجابة على إشكالية البحث واختبار فرضياتها، سيتم الاعتماد على المناهج العلمية متناسبة مع الموضوع حيث اعتمدنا في هذا البحث على المنهج الوصفي التحليلي نظرا لكونه يتماشى مع هذه الدراسة من خلال تحليل مجموعة من الجداول و البيانات، الواردة فيها بما يساعد على تكوين نتائج دقيقة تسمح ببناء قاعدة متينة للانطلاق في البحث عن الأسباب و الحلول و العلاجات المناسبة للخروج من الأزمة وتوضيح العناصر المرتبطة بالهندسة المالية التقليدية و الهندسة المالية الإسلامية و تبيان مختلف الطرق و الأساليب المستعملة لتحقيق الاستقرار المالي ، بالإضافة إلى ذلك استعملنا المنهج التاريخي في سرد

الجوانب المتعلقة بتطور أنواع الأزمات المالية ، ووصولاً إلى أزمة الرهن العقاري والأزمة اليونانية ، كما استعملنا منهج دراسة الحالة من خلال الإشارة إلى حالة الاقتصاد الجزائري على وجه الخصوص .

7- الدراسات السابقة:

يمكن حصر أهم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع البحث في:

دراسة المناسيع رابح أمين، (2010 - 2011): الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007 ، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3 .

هدفت هذه الدراسة إلى التطرق لصناعة الهندسة المالية وتحديد أهميتها من خلال إبراز دور أدواتها في إدارة المخاطر المالية و محاولة وضع تصنيف خاص لأهم الأزمات المالية السابقة حسب دور وتأثير الهندسة المالية عليها و تسليط الضوء على أزمة الرهن العقاري الأمريكي ومحاولة تحديد جوهرها، ومن ثم مدى إمكانية انتقال عدواها إلى باقي اقتصاديات العالم و الكشف بنوع من التفصيل عن واقع وحقيقة تقنية توريق قروض الرهن العقاري والتي أدى التلاعب في آليتها إلى حدوث إحدى أكبر الأزمات المالية منذ أزمة 1929 .

دراسة بن نعمون حمادو، (2009): طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية، ملتقى حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة فرحات عباس .

هدفت هذه الدراسة لتوضيح مدى هشاشة النظام المالي والمصرفي العالمي ، خاصة وان هذا الأخير تعرض طيلة الثلاث عقود السابقة إلى سلسلة من الأزمات والهزات كان السبب المشترك في وقوعها ؛ التحرير المالي المفرط وغياب القوانين الصارمة مما شجع المؤسسات المالية ، وخاصة البنوك، على اتخاذ المضاربة في الأسواق المالية أسلوب عمل ، ساعدها في ذلك الانتشار الكبير الذي عرفته المستجندات المالية وعلى رأسها المشتقات المالية، التي صارت تلعب دوراً سلبياً من خلال خلق حالة عدم استقرار Hedge Funds يضاف إلى ذلك ظهور مؤسسات جديدة كصناديق التحوط في الأسواق المالية نتيجة طبيعتها المضاربة.

دراسة شوقي جباري، (2009): دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، مقال علمي متاح على الموقع iefpedia.com ، جامعة العربي بن مهيدي ، أم البواقي ، الجزائر .

هدفت هذه الدراسة لتوضيح أن العالم يعيش لحد الآن على وقع أزمة مالية عالمية بدأت شراراتها في عقر دار الملهم والمتربع على عرش الرأسمالية الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 2007م، بسبب التوسع

في الائتمان خاصة العقاري، أين لعبت المشتقات المالية دوراً في خلق المزيد من فرص منح الائتمان، وتوسعت البنوك في نظام التوريد وتحويل القروض إلى أسهم وسندات تباع في أسواق مالية، قائمة على المالية الافتراضية المرتبطة بالمجازفات المستقبلية، كل هذه الأمور دفعت إلى اندلاع الأزمة خلال سبتمبر 2008م في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى؛ من بنوك وشركات تأمين وشركات التمويل العقاري وصناديق استثمار، وشملت تداعياتها أسواق المال والبورصات العالمية في صورة انخفاضات حادة متوالية للمؤشرات بها، وامتدت تأثيراتها إلى جميع أنحاء العالم وإلى جوانب الاقتصاد في صورة ركود بدأ يُخيم على حركة الأسواق، وانخفاضات في معدل النمو.

دراسة سامي بن إبراهيم السويلم (2009): التحوط في التمويل الإسلامي، بحث منشور من طرف المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب : البنك الإسلامي للتنمية ؛ جدة ، السعودية 1428 هـ 2007 يهدف البحث إلى تطوير أدوات إسلامية لإدارة المخاطر وفقاً لمبادئ الاقتصاد الإسلامي؛ حيث تناول سبعة فصول وكان الفصل السادس يتحدث عن الهندسة المالية الإسلامية أما الفصل السابع والأخت تعرض فيو إلى أساليب تطوير المنتجات من منظور إسلامي، كما احتوى البحث على المخاطر المتصلة بالعقود الإسلامية المعروفة (المضاربة، البيع الآجل والسلم) .

8 - صعوبات البحث:

يمكن حصر صعوبات البحث فيما يلي:

- شاسعة الموضوع و تشعبه مما يصعب الإمام بجميع جوانبه .
- قلة الدراسات السابقة التي عالجت موضوع الابدعات المالية.
- مازال الموضوع محل الدراسة يعرف تطورات جديدة في كل لحظة ما يصعب الوصول إلى نتائج نهائية.
- تضارب الإحصائيات و المعطيات الواردة في هذا المجال .

9 - هيكل البحث:

لتحقيق أهداف البحث، والإجابة عن الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية التي أثارناها فيما سبق، واختبار مدى صحة الفرضيات المقدمة وتحليلها، ارتأينا تقسيم البحث إلى أربعة فصول، حاولنا من خلالها الإمام بجل جوانب البحث، والحرص على الحفاظ على الترابط والتسلسل بين الأفكار حيث جاءت خطة البحث كالآتي:

مقدمة عامة حول موضوع البحث، إذ اشتملت على كل من الإشكالية الرئيسية للبحث، التساؤلات الفرعية وفرضيات البحث.

الفصل الأول بعنوان الإبداع المالي، الهندسة المالية التقليدية، الهندسة المالية الإسلامية.

تم التطرق في الفصل الأول إلى مختلف الجوانب النظرية الممهدة للموضوع بدء بمفهوم الابداعات المالية وعلاقتها بالهندسة المالية لإجلاء الغموض وتوضيح التباين بين هذين المفهومين المتلازمين ثم تشعبنا في مختلف آفاق الهندسة المالية وأبعادها مروراً بفلسفتها و مجالاتها وصولاً إلى الواقع والتحديات التي تواجهها ثم ختمنا الفصل بالتعرف على أهم منتجات الهندسة المالية والمتمثلة في المشتقات المالية و التوريق إضافة إلى دراسة الهندسة المالية الإسلامية وغيرها من المنتجات.

أما الفصل الثاني فجاء بعنوان من أزمة القروض الرهن العقاري 2007 إلى الأزمة النفطية 2015.

وقد خصص هذا الفصل لدراسة طبيعة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة العقاري وآليات التوريق في هذه السوق كجزء من الهندسة المالية، والبحث في جذور أزمة الرهن العقاري وكيف كان دور الدولة في علاج أزمة الرهن العقاري قبل أن تتطور إلى أزمة مالية عالمية كما تناول أزمة الديون السيادية اليونانية وصولاً إلى الأزمة النفطية 2015.

أما الفصل الثالث الذي جاء بعنوان أهم الاقتراحات الرامية إلى إصلاح النظام المالي أعقاب الأزمات المالية.

وقد تم على مستوى هذا الفصل تناول إصلاح النظام المالي العالمي تم تخصيصه لعرض مجموعة من القواعد التي تساهم في استقرار الأنظمة المالية المحلية، من خلال تعزيز الأطر التنظيمية، و الإشارة إلى دور البنوك المركزية في هذا المجال، و كذا تعزيز الرقابة على الأسواق المالية، كما تطرقنا إلى استعراض أهم الإصلاحات الحديثة التي قام بها صندوق النقد الدولي في أعقاب الأزمة المالية العالمية، و التغييرات المطلوبة في صندوق النقد الدولي في مرحلة ما بعد الأزمة، بالإضافة إلى ضرورة إعادة هندسة النظام المالي العالمي من خلال إيجاد نظام احتياطي نقدي دولي جديد و إشراك القطاع الخاص في منع حدوث الأزمات و حلها، و كذا إصلاح الحوكمة المالية العالمية.

أما الفصل الرابع الذي جاء بعنوان الدروس المستخلصة بالنسبة للاقتصاد الجزائري أعقاب الأزمات المالية.

تم تخصيصه لدراسة الانعكاسات التجارية والمالية والنقدية للأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري. حيث أن الاقتصاد الجزائري كغيره من الاقتصاديات النامية تأثر نسبياً بالأزمة المالية

والاقتصادية لعام 2008 و 2015 مما يستوجب استخلاص الدروس لإصلاح النظام المالي و جعله أكثر مرونة في مواجهات الأزمات المالية من خلال تبني منتجات الهندسة الإسلامية التي اتبنت دورها في معالجة الأزمات المالية و كذلك إدراج صيرفة إسلامية قادرة على تحقيق النمو و إنشاء صندوق سيادي يساهم في استثمار احتياطات الصرف الجزائرية .

خاتمة تضمنت النتائج التي خلص بها البحث واختبار فرضيات الدراسة، هذا بالإضافة إلى مجموعة من الاقتراحات وبعض المواضيع المقترحة كآفاق للبحث.

الفصل الأول

الإبداع المالي ، الهندسة المالية التقليدية ،
الهندسة المالية الإسلامية .

تمهيد:

جاءت الهندسة المالية لتبحث عن منتجات وأدوات مالية مبتكرة تناسب التغير المستمر في الأسواق المالية والهيئة التي تنشط فيها المؤسسات الاستثمارية حيث أوجدت العديد من المنتجات التي تهدف إلى تحقيق أعلى العوائد بأدنى المخاطر وأقل التكاليف، وكان من أبرز منتجات الهندسة المالية ما يعرفه بالمشتقات المالية وعمليات التوريق المالي التي صممت في جوهرها لإدارة المخاطر وتقديم استراتيجيات مبنية على مبدأ نقل المخاطرة لأطراف أخرى، وقد عرفت هذه الأدوات رواجاً كبيراً خاصة في ظل ظهور أنواع جديدة من المؤسسات المالية كبنوك الاستثمار وصناديق التحوط تزامناً مع إنشاء أسواق منظمة لتداول هذه الأدوات كانت أولها بورصة شيكاغو للعقود المستقبلية، حيث بدأ التعامل في هذه المشتقات أوائل السبعينات وتساعد خلل الثمانينات والتسعينات، ويعود ذلك إلى تزايد رغبة البنوك والمؤسسات المالية في تنويع نشاطاتها وخدماتها المالية والخروج من إطار الوساطة المصرفية المالية التقليدية لتوسيع هامش أرباحها، كما تلعب الهندسة المالية الإسلامية دوراً بارزاً في توفير التمويل اللازم للاستثمار وتنشيطه وكذلك الحاجة الماسة في الواقع العملي لوجود أدوات مالية مضبوطة بالشريعة الإسلامية و ذات كفاءة عالية و قادرة على مواجهة الأزمات وسوف نحاول من خلال هذا الفصل إعطاء إطار عام حول الإبداع المالي و الهندسة المالية التقليدية و الهندسة المالية الإسلامية.

المبحث الأول : مفاهيم حول الإبداع المالي

عملت البحوث في مجال الاقتصاد والمالية على تعريف دور الإبداع المالي حيث أن جزء من هذه الأبحاث تدل على أن الإبداع المالي له دور فعال في تمويل الاقتصاد و تحقيق النمو الاقتصادي على المدى الطويل غير أن بحوث أخرى سلطت الضوء على الآثار السلبية للإبداع المالي من خلال ظهور مخاطر جديدة و التي لم يتم التحكم فيها من قبل المشتريين للأصول المالية، ولذلك ينبغي عدم التوقف في التعامل في الإبداعات المالية و لكن تجنب الآثار السلبية الخاصة بها ومع ذلك، ينبغي الإشارة إلى أن التنمية الاقتصادية تعتمد على النظام المالي هذا الأخير المجبر على الابتكار باستمرار من أجل التماشي مع المتطلبات الاقتصادية الجديدة لتحفيز النمو حيث ابتدأ من سنوات 80 أصبح الإبداع المالي ضروري من أجل السماح للقطاع المالي لتلبية طلب الأعوان الاقتصاديين و كذلك الأسواق نظرا لتغيرات في بيئة الاقتصاد الكلي .

المطلب الأول: مفهوم الإبداع المالي و أنواعه

1- مفهوم الإبداع المالي:

يمكن تعريف الإبداع المالي على أنه مجموعة الإجراءات المعلوماتية والهيكلية والتقنية و التي يهدف البنك من خلالها إلى تخفيض التكاليف من خلال آلية العمليات المصرفية، و تخفيض تكلفة جمع المعلومات و الادخار من جانب الأعوان الاقتصاديين وكذلك الحد من المخاطر المرتبطة بتخصيص الموارد *Frame et White* . (2002).

إن الإبداع المالي يؤدي ليس فقط بالبنوك إلى تحسين المنتجات المالية الموجودة من قبل و لكن إلى خلق منتجات جديدة لتلبية بصفة مثلى متطلبات الأعوان الاقتصاديين و احتياجات السوق والقيود القانونية والمؤسسية و في الأخير الاستجابة ، للتغيرات في بيئة الاقتصاد الكلي كما يلعب الإبداع المالي دورا رئيسيا في تعزيز رأس المال الاستثماري و زيادة سيولة السوق و تحويل المخاطر و بتالي فهو حلقة أساسية في عملية النمو الاقتصادي أو على حد تعبير *Van Horne* (1985) حجر الزاوية في النظام المالي، كما يعتبر الإبداع المالي المحفز الذي يدفع النظام المالي لتحسين أداء القطاع الحقيقي *Merton* (1992) .

و في هذا الصدد الإبداع المالي هو خلق منتجات مالية جديدة أو تحسين المنتجات الحالية والتي قد تتوافق مع تنفيذ نظم جديدة للدفع مثل البطاقات الإلكترونية و خلق و توزيع النقد عن طريق الارتكاز على تكنولوجيا الإعلام و الاتصال *NTIC* و الخدمات المصرفية عبر الإنترنت وكمثال على ذلك فإنه يمكن، الإشارة إلى أن الإبداعات المالية في سوق الرهن العقاري في السنوات الأخيرة كانت عامل نمو قوي مسجل في الولايات المتحدة (2004) *Brender et Pisani* حيث تغير النظام المالي الأمريكي بشكل كبير مع طفرة التوريق من خلال ربط تكلفة

الائتمان العقاري بشكل وثيق مع أسواق السندات حيث سمح التوريق تخفيف آثار الصدمات المتتالية و تعزيز النمو عبر الطلب للعائلات.

2-أنواع الإبداعات المالية: لقد صنفت الإبداعات المالية إلى مايلي :

نظام الدفع: أجهزة الصراف الآلي، والخدمات المصرفية الإلكترونية ، والمدفوعات الإلكترونية، الخ.
إدارة عمليات الخزينة: تقنية إدارة النقدية والحسابات الجارية مع حساب العائد على الأصل بأسعار السوق، حسابات الإقراض و الادخار، مبادلات الفائدة swaps d'intérêt ... الخ.
العمليات المالية والائتمانية: قروض بسعر فائدة متغير متوسطة الأجل، والقروض العقارية ذات المعدلات العائمة، والأوامر، والخيارات والعقود الآجلة وتمويل رأس المال الخطر والتأجير.
هيكل السوق والمنظمات المؤسسية: تنظيم الأسواق الثانوية لتداول أدوات جديدة، وأسواق القروض العقارية للحصول على الملكية من قبل بنوك الودائع، ودخول مؤسسات الرهن العقاري إلى الأسواق المالية.
الأسواق المالية الدولية: من خلال التداول الكبير للأسهم⁽¹⁾.

كما قام Silber (1983) بالبحث في مجال الإبداعات المالية بين عامي 1970 - 1982 أما بعده Finnerty et Emery (2002) ، فقد أحصوا تقريبا 80 من الإبداعات المالية الجديدة و التي صنفها إلى 4 فئات وهي: ديون الإبداعات المالية، الأصول البورصية ، السندات قابلة للتحويل و الأسهم العادية⁽²⁾ .

المطلب الثاني: خصائص الإبداعات المالية وأهميتها

1- خصائص الإبداعات المالية :

✓ إن الإبداعات المالية تسمح بنقل عوائد رأس المال، تسمح بتحقيق عائدات في المستقبل تسمح بالتفاوض على ديون عادة غير قابل للتداول كما تحل مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المقرضين والمقترضين كما تسمح بإدارة المخاطر ،واستنتاج المعلومات المتعلقة بالأسعار في الأسواق المالية على سبيل المثال التنبؤ بحالات الإفلاس من خلال عقود CDS كما تقوم بتحويل الأصول المختلفة إلى أصول⁽³⁾.
✓ الإبداع المالي يمكن أن يشير إلى أدوات مالية تكون جديدة تماما كما يمكن أن يكون كمرجع إلى أدوات مالية تم تطويرها لتحسين سيولتها ،كما يمكن أن يكون بديلا أو مكملا للأدوات المالية التقليدية لتسهيل

⁽¹⁾ W.Frame and S. White, (2002): Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk Little Action? , Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper, N°12, P 1.

⁽²⁾ W. Silber , (2002): The Process of Financial Innovation, American Economic Review, Vol 73, N°2, P 5.

⁽³⁾ Patrick ARTUS, (2012): Innovation financière ses apports et ses dangers, Document de travail: recherche économique Natixis, N °10 , P 4.

شروط تمويل الأعمال التجارية، و في كثير من الأحيان الإبداعات المالية لا يمكن تصنيفها في قطاعات السوق التقليدية وكثيرا ما تستخدم الإبداعات المالية كحماية ضد تقلبات السوق وكأداة تحوط. ✓ يمكن أن تأخذ الإبداعات المالية شكل الأدوات المعقدة التي تتطوي على خصائص مختلفة من أدوات بسيطة، كما يمكن أن تأخذ الإبداعات المالية شكل عمليات جديدة وتقنيات واستراتيجيات تشمل هذه الأدوات الجديدة (1).

2- أهمية الإبداعات المالية :

- تسمح الإبداعات المالية بتحقيق أفضل تخصيص وتوزيع المخاطر بين المتعاملين الماليين من خلال الأسواق المشتقة والتوريق، والتحوط من مخاطر السوق والائتمان ومخاطر سعر الفائدة والعملات الأجنبية بالإضافة إلى تقييم الخطر و تحسين السيولة و يعتبر التوريق أفضل مثال على ذلك وزيادة المعروض من الائتمان، وهذا يعني التوسع في الوصول إلى أسواق الائتمان وزيادة قدرة الإقراض و الاقتراض للمتعاملين . -الزيادة في عرض رأس المال وتعزيز مرونة الهيكل الرأسمالي للشركات، وهذا ما تسمح به تلك الأوراق المالية قابلة للتحويل، التأمين من خلال التحوط ضد حدوث المخاطر في مقابل دفع قسط التأمين وهذا هو الهدف من CDS وتوسيع مصادر تمويل المؤسسات المالية، وهذه هي وظيفة المنتجات من السندات المختلفة (2).

- تجميع الأصول مما يسمح بحل مشكلة عدم تماثل المعلومات كما تسمح بتوجيه الأموال نحو المشاريع الأكثر فعالية كما تسمح بتمويل بسهولة أكبر المشاريع ذات المخاطر الكبيرة كما تقدم معلومات عن المشاريع الاستثمارية مما يحسن من عملية تخصيص رأس المال ، و تحقق الإبداعات المالية قدرا أكبر من المرونة في هيكل تمويل الأعمال التجارية حيث يمكن للمؤسسات على نحو أكثر سهولة من مواجهة الدورات، والحد من التقلبات الاقتصادية وعموما، الإبداع المالي يعزز النمو الطويل الأجل مما يسمح للوسطاء الماليين بتطوير طرق جديدة لتمويل التكنولوجيات الجديدة (3).

المطلب الثالث: دوافع و مبررات الإبداعات المالية

من أهم العوامل الأساسية التي يغزي لها ظهور الإبداع المالي يكمن في الطريقة التي تغيرات فيها الأسواق المالية منذ عام 1960 التي شهدت استقرار أسعار الفائدة المنخفضة و الصدمات التي تعرض لها النظام الاقتصادي وعدم استقرار الأسعار في الأسواق المالية، هذه البيئة الغير المستقرة نددت بضرورة التخلي عن

(1) Frame, W. S and White, L. J, (2009): Technological Change, Financial Innovation, and Diffusion in Banking Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta , Working Paper N° 10, P 6.

(2) Llewellyn, D. T, (2009): Financial Innovation and the Economics of Banking and the Financial System, Cheltenham, Edward Elgar, P 4.

(3) Patrick Artus, (2012): Op.Cit, P 4.

الأدوات التقليدية و انتهاج أدوات حديثة تتلاءم مع احتياجات العصر وقادرة على وضع حد للمشاكل المالية من بينها نذكر مايلي :

1- القيود التنظيمية و الضرائب:

(1983) Silber يوضح أن السبب الرئيسي للإبداع المالي تجاوز القواعد التنظيمية البنكية من أجل التحرر من القيود التي تفرضها السلطات العمومية على الوسطاء الماليين حيث يهدف الإبداع المالي إلى الحد من القيود المالية التي يمكن أن تكون إما داخلية أو خارجية، التي تواجه الشركات و قد تم اختراع مصادر جديدة لتعبئة واستخدام الأموال وذلك لأن التغيرات الخارجية في البيئة المالية تحفز البحث عن سياسات جديدة لاستغلال رؤوس الأموال بقدر تطوير منتجات مالية جديدة سيكون مكلف و بتالي الإبداع المالي هو كنتيجة حتمية لارتفاع التكاليف الخاصة بالقيود التنظيمية.

أما بالنسبة لـ (1988) Abraham و (1988) Bhatt الإبداع المالي ضروري لتحقيق النمو لأنه تم استخدامه لاحتواء انفجار التكاليف في القطاع المالي ومن ثم توفير فرص جديدة لتحقيق أرباح في بيئة تتميز بارتفاع القيود التنظيمية و تنوع طلبات الزبائن مع انخفاض في هوامش الوساطة المالية، نظرا لتفاقم المنافسة البنكية و ينشأ الإبداع المالي من المنافسة على أكبر حصة في السوق الأمر الذي يؤدي إلى تحسين وظائف النظام المالي وفقا لـ (1988) Bodie و (2001) Merton كما وضح (2002) Frame et White أن تطبيق السياسة الضريبية بشدة من شأنه أن يحفز الإبداع المالي.

2- عدم تنظر المعلومات:

(1989) Ross يوضح أن الإبداع المالي يسمح بتخفيض مشكلة عدم تنظر المعلومات من خلال خلق منتجات مالية تسمح بالوصول إلي المعلومات مما يسمح بخفض تكاليف الوكالة، كما توصل (1995) Chen أن الإبداع المالي يلعب دورا مهما في تخفيض تكاليف المعاملات كما أن دورها في مجال إدارة المخاطر يتمثل في إمكانية تنويع المخاطر مما يسمح بالاستثمار في مشاريع جد خطرة مع إمكانية تحويل الخطر وتحقيق أرباح⁽¹⁾.

3- ظهور مخاطر جديدة كمخاطر الصرف :

في بداية 1970 و مع نهاية اتفاقيات بريتون وودز أدى خطر تقلبات العملة بالنسبة لبعضها البعض، إلى ظهور خطر سعر الصرف بالنسبة للمؤسسات والمؤسسات المالية الذي أصبح الهاجس بالنسبة لهم كيفية تسيير هذا الخطر بمعنى تخفيض أو القضاء على تأثير تذبذب معدلات الصرف على التدفقات المالية، حيث بعد

(1) finnerty. J, emery. D, (2009): Corporate Securities Innovations : An Update, Journal of Applied finance, Vol 12, (Spring/Summer), P 21-22.

التخلي عن نظام الصرف الثابت، ظهرت العقود الآجلة والخيارات الأولى المتداولة في سوق شيكاغو لخيارات الصرف *CBOE* في أبريل 1973 لتلبية هذه الحاجة.

4-زيادة خطر التقلب المتزايد لأسعار الفائدة:

بعد التغييرات في سلوك السياسة النقدية للولايات المتحدة في أواخر سنوات السبعينات ارتفعت تقلبات أسعار الفائدة بشكل ملحوظ مما أدى إلى ظهور مبادلات أسعار الفائدة و الخيارات ⁽¹⁾.

5- تكنولوجيا المعلومات والاتصالات:

قد شجعت تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على تطوير أدوات مالية وتقنيات جديدة سمحت للوسطاء الماليين بتجاوز القواعد التنظيمية من أجل التحرر من القيود التي تفرضها السلطات العمومية، و كمثل على ذلك أجهزة الصرف الآلي والتوريق، والذي سمح بتجاوز القيود الجغرافية من خلال السندات التقليدية للمصدر بشأن احتجاز الائتمان في نموذج *Originate-To-Hold* أي تقديم القروض والاحتفاظ بها ، في ميزانيتها إلى تاريخ الاستحقاق إلى النموذج الجديد *Originate-To-Distribute* الذي يقوم على فكرة منح القروض ثم بعد ذلك التنازل عنها لجهة أخرى.

6-تغيير في الإطار القانوني لتمويل المعاشات التقاعدية:

يعتمد تمويل المعاشات التقاعدية إلى حد كبير على نظام الاشتراكات المتأنية من عوائد الأصول و التي تسمح بدفع الفوائد أي المعاشات للمتقاعدين و بإتباع قانون إصلاح المعاشات التقاعدية فان كل شخص سيقدم اشتراكات ، و التي يتم استثمارها في صندوق التقاعد في الأسواق المالية سواء في السندات أو الأسهم و التي تتراكم في شكل فوائد والتي سيتم تحويلها إلى معاش للمتقاعدين ، غير أن التضخم يلعب دورا حيويا لأنه يقلل من قيمة هذه الاستثمارات و بتالي من قيمة المعاشات و في مثل هذا النظام، الموظفين والمستثمرين يطالبون بالتغطية ضد مخاطر التضخم على المدى الطويل لضمان الحفاظ على القوة الشرائية لمعاشاتهم وقت التقاعد حيث أن المنتجات التي تتماشى وفق التضخم مثل *OATI* ستكون مناسبة لهذه التغييرات، و بتالي تحليل الأصول المالية على أساس الثلاثية (المردودية ، الخطر ، تاريخ الاستحقاق) حيث يطلب المدخرون مميزات معينة وليس أصول مالية في حد ذاتها، وعلى هذا الأساس فان عملية الطلب من طرف المستهلكين هي من تشجع عملية الإبداع المالي.

⁽¹⁾ François Longin, Les innovations financières, Disponible sur le site, http://www.unipef.org/sites/unipef/files/PCM/2003/2003_01_ch02.pdf , P3 ,consulté le 10/10/2016,10h53.

7- ما الذي يجعل الإبداع المالي نجاح ومعتد من قبل أكبر عدد؟:

1-7 كما أشرنا سابقا لا بد على الإبداع المالي خلق منتجات مالية تتوافق مع رغبات الزبائن مثل قروض بسعر فائدة متغير، والمنتجات المهيكلية والمنتجات التي تتماشى وفق التضخم و حسب كل هذه المنتجات تختلف طريقة إدارة المخاطر و تسييرها في حالة القروض بسعر فائدة متغير حيث كانت البنوك تقدم قروض بسعر فائدة ثابت و بما أن البنوك تمول نفسها في السوق النقدية على المدى القصير، فقد كانت معرضة لمخاطر أسعار الفائدة و في حالة ارتفاع أسعار الفائدة فإن الفرق بين معدل الفائدة على القروض و معدل إعادة التمويل يؤدي إلى تخفيض هامش الربح بالنسبة للبنك و بعد زيادة في مستوى أسعار الفائدة وتقلبها في السنوات 1980 انخفضت أرباح البنوك، و بالتالي فالقروض بسعر فائدة متغيرة المرتبطة بأسعار الفائدة في السوق النقدية سوف تسمح للبنوك بضمان هامش الربح أما بالنسبة للأفراد معدل الفائدة الثابت على القروض مرتفع عن معدل الفائدة المتغير و عن طريق الاقتراض بسعر فائدة متغير، وبالتالي حصول الأفراد على قرض بتكلفة أقل ولكن على الاستعداد لتحمل مخاطر معدل أعلى في المستقبل حتى لو كان هذا الخطر محدود بشروط مثل حد المعدل مثل (الحد الأقصى) أو إمكانية تحويل القروض ذات معدل الفائدة المتغير إلى قروض ذات معدل الفائدة الثابت هذا الإبداع يسمح للبنوك بضمان أرباحهم و الأفراد بالحد من تكاليف تمويلهم مع مخاطر محدودة .

2-7 إن المنتجات المهيكلية تضمن رأس المال بالإضافة إلى تنشيط الأسواق المالية و في حالة انخفاض مردودية الأسواق فإن العملاء يضمنون استرجاع أموالهم لكن مع مردودية معدومة وبالتالي أقل من ذلك التوظيف بدون مخاطر مثل الحسابات الآجلة، و في حالة وجود أسواق صاعدة سوف يحصل العملاء على عوائد مرتفعة وأعلى من التوظيف بدون مخاطر ولكن أقل من ذلك الاستثمار في الأسواق المالية مثل محفظة الأوراق المالية أو صناديق الاستثمار، و بالتالي المنتجات المهيكلية تعمل كوسيط من جهة أكثر كفاءة ولكن أكثر خطورة من التوظيف بدون مخاطر ومن جهة أخرى أقل خطورة و أقل كفاءة من الاستثمارات في الأسواق المالية هذا النوع من المنتجات موجه إلى العملاء الذين لديهم رغبة كبيرة في تحمل المخاطر، و الذين لديهم استعداد في تحمل الخسائر في الأسواق المالية و لكن ليس لديهم رغبة كبيرة في تحمل المخاطر من أجل التخلي عن جزء من العوائد في حالة هبوط الأسواق من أجل الحصول على أكبر عوائد في حالة الارتفاع .

3-7 إن المنتجات المهيكلية وسيلة لخلق تركيبات جديدة من المميزات التي توفر للمستهلكين منتجات تتماشى مع رغباتهم حيث أن أصل نجاح هذا النوع من المنتجات يتمثل في سلوك الأسواق حيث بعد الانهيار البورصي فإن هذه المنتجات تمثل ضمان و تساهم في انتعاش الأسواق مما يسمح للمدخرين العودة في الأسواق⁽¹⁾ .

⁽¹⁾ François Longin , Op.cit , P 14-16.

8-الإبداعات المالية و الصناعة البنكية :

إن الإبداع المالي يحمل في جوهرة فكرة و في نفس الوقت تنفيذ هذه الفكرة حيث أن البنوك تقدم خدمات عبر عدة مصلحات منها مصلحة التسويق و التي مهمتها مراقبة و تتبع منتجات المنافسين التي تعكس بالفعل بعض احتياجات العملاء و لكن في الأساس هم في خدمة العملاء من خلال الاستماع ،و التعرف على احتياجاتهم المتزايدة من أجل خلق منتجات تتماشى مع رغباتهم و على مستوى خلق المنتجات يوجد بعدين مهمين تحديد سعر المنتج و الإدارة الداخلية للأخطار المرتبطة بالمنتجات و بالنسبة للمنتجات المعقدة فمن ضروري استخدام نماذج رياضية معقدة و لهذا، فإن البنوك تتوفر على مصالح قادرة على تطوير مثل هذه النماذج و هناك العديد من المحاور تستطيع البنوك من خلالها تحقيق أفضل توقع وفهم للاحتياجات العملاء و وضع نماذج لتقييم وإدارة المخاطر الخاصة بالمنتجات المعروضة ،و على مستوى التوزيع تحقيق أداء كبير في تسويق هذه المنتجات من خلال شرح خصائصها حيث أن إدخال منتجات جديدة لا يخلو من مخاطر جديدة، سواء في مرحلة الإنتاج أو في مرحلة التوزيع و على مستوى البنوك فإن هذه النماذج و التي من المفترض مهمتها إدارة المخاطر المرتبطة بالمنتجات يمكن أن تولد مخاطر جديدة، و لتحكم في مثل هذه الأخطار يجب على البنوك تبني كيان لتحقيق من صحة هذه النماذج، أما بالنسبة للعملاء فإن المنتجات المعروضة يمكن أن لا تتطابق مع توقعاتهم أو يسودها الغموض حيث أن المخاطر التي يتحملها العملاء يمكن أن تتحول إلى مخاطر تجارية للبنك كخطر السمعة أو خطر خسارة مالية نتيجة تعويض الزبائن أو ما هو أسوأ رحيل العملاء و للتحكم في مثل هذه المخاطر، فمن المهم معرفة احتياجات العملاء و لهذا الغرض تستخدم البنوك الاستبيانات مع شرح الخصائص الخاصة بالمنتجات للعملاء ⁽¹⁾ .

المطلب الرابع :مخاطر الإبداع المالي

1-على الرغم من الدور الإيجابي للإبداع المالي فقد أدى إلى زيادة المخاطرة، كما فشل في تخصيص المخاطر على نحو أفضل فلقد قاد فعلا إلى الإفراط في الاستثمارات ذات المخاطر المرتفعة وبالتالي ظهور المخاطر النظامية وأزمات السيولة بسبب تصفية هذه الاستثمارات،و حسب Mayer (1986) فالإبداع المالي يزيد من إصدار الأوراق المالية ذات الجودة المنخفضة من قبل الشركات ذات الوضعية المالية الهشة كما تجعل من أسعار الأصول أكثر تقلبا كما يقدم وضعية وهمية عن السيولة أو غير واضحة بالنسبة للنظام المالي كما يركز الأخطار في بعض المؤسسات المالية.

⁽¹⁾ François Longin, , Idem, P 17-16.

2- يشجع مشاركة البنوك التجارية في الأنشطة الاستثمارية المالية التي تؤدي إلى تدهور نوعية محفظة البنك كما يزيد من الخبرة الخاطئة في تسعير الأدوات المالية الجديدة كما يحد من إمكانية السلطة المالية من مراقبة النظام المالي وضمان ملاءة المؤسسات المالية، بالإضافة إلى أن الإبداع المالي يشجع على إنشاء شركات وهمية و المؤسسات المالية المتخصصة في التبييض⁽¹⁾.

3- الإبداع المالي يولد الخطر الأخلاقي و التي يسمح من حيث المبدأ حماية المستثمرين مما يقلل من الحافز لجمع المعلومات أو تجنب الاستثمارات المحفوفة بالمخاطر العالية.

4- يؤدي الإبداع المالي إلى عدم التقييم الصحيح للمخاطر لنقص الخبرة على مستوى المخاطر المرتبطة بالمنتجات المالية الجديدة ومن ثم هناك الإفراط في المخاطرة والإفراط في الاستثمار في الأدوات المالية الجديدة و بالتالي الزيادات المفرطة في الائتمان وأسعار الأصول، وعندما يكتشف المستوى الحقيقي للخطر يتم التخلص من هذه الأصول بعمليات بيع كبيرة بالسوق و بالتالي حدوث الأزمة المالية .

5- يخلق الإبداع المالي العديد من الأصول المالية التي تلقي رواجاً كبيراً لدى المستثمرين حيث يتعرض المستثمرون للمخاطر دون المبالاة بها و لا تأخذ بعين الاعتبار و في حالة عدم تحققها ستؤدي إلى تحقيق عوائد مما يؤدي إلى زيادة إصدار هذه الأصول و بالتالي ظهور الأخطار المخفية و بتالي العودة إلى الأصول التقليدية و ظهور أزمة جديدة⁽²⁾.

المبحث الثاني: الهندسة المالية أدوات و تقنيات

المطلب الأول : مفهوم ونشأة الهندسة المالية

أصبحت التقلبات في الأسعار بما فيها أسعار السلع و أسعار الفائدة و أسعار العملات و أسعار الأسهم و السندات أحد الظواهر التي اتسمت بها الاقتصاديات المعاصرة ، و قد شكلت التقلبات الكبيرة و غير المتوقعة خطراً كبيراً على مؤسسات الأعمال إذ هدد وجودها و عرضها للإفلاس لذلك نشطت المؤسسات في تطوير و ابتكار أدوات مالية تمكنها من إدارة هذه المخاطر أو التحوط منها ، وهذا النشاط أي الابتكار و التطوير للأدوات و العمليات التمويلية هو ما يعرف بالهندسة المالية .

(1) Mayer .C, (1986): Financial Innovation : Curse or Blessing ?, Oxford Review of Economic Policy, Vol N° 2, P 19.

(2) Patrick Artus, (2012): Op.Cit, P 4.

1- مفهوم الهندسة المالية :

تعرف الهندسة المالية بأنها تصميم وتطوير أدوات وآليات مالية مبتكرة ، وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل حيث التعريف السابق يتضمن ثلاث أنواع من الأنشطة هي كالتالي (1) :

✓ ابتكار أدوات مالية جديدة مثل عقود المشتقات المالية.

✓ ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التداول الإلكتروني .

✓ ابتكار حلول جديدة للإدارة المالية التمويلية ، مثل إدارة السيولة أو الالتزامات ، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع .

2-نشأة وظهور الهندسة المالية:

إن نشأة الهندسة المالية قد جاءت في بيئة اقتصادية عالمية عمتها المخاطر المالية وحالات عدم التأكد والتغيرات المستمرة في مختلف القيم الاقتصادية الجزئية والكلية، وكذلك الاعتمادية التقليدية على الاقتصاد المنحصر في حدود التبادل التجاري فقط عوض الاستثمار المالي الدولي الذي يلعب دورا هاما في إدارة التنمية بجانب الموارد الوطنية ففي ظل هذه الظروف ظهرت الحاجة للانتقال إلى اقتصاد مالي متطور يخلق مصادر استثمارية جديدة ويخدم مصالح الأفراد والمؤسسات والدول ويعزز التكتلات الاقتصادية و من العوامل التي ساهمت في نشأة الهندسة المالية مايلي (2) :

1-2 الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل :

قامت الوسائط المالية (من بنوك ، شركات تأمين ، شركات استثمار ، وسماسرة...) لتسهيل تحويل الأموال من وحدات الفوائض النقدية لوحدة العجز المالي ، و يمكن القول بأن هذه المهمة كان من الممكن للأفراد القيام بها بأنفسهم ، على الأقل نظريا من دون الحاجة لوجود هذه المؤسسات والوسائط المالية ولكن أصبح من المسلم به الآن أن قيام الأفراد بهذا العمل يؤدي لشيء كثير من عدم الفعالية وقلة في الكفاءة المدركة وعلى الرغم من ذلك فإن ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسير على هذه الوسائط المالية بصورتها التقليدية ومهامها القديمة من إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموما ، ولذلك ظهرت الحاجة للابتكار ولابتداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات .

(1) سمير رضوان عبد الحميد حسن، (2005): المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة المخاطر ، دار النشر للجامعات ، مصر ، ص 90-91 .

(2) فريد النجار،(1999): البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ، ص 236-237 .

2-2 تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض :

ظهور شبكات الاتصال بالذات ساعد على تحويل الأسواق العالمية المنفصلة إلى سوق مالي كبير ، تنعدم فيه الحواجز الزمنية والمكانية ونظر لأن هناك احتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات فقد أصبح من السهل تصميم الاحتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذا السوق العالمي الكبير، وبالطبع كلما زاد عدد المشاركين في هذه الأسواق كلما تمكن مبتكرو ومصممو الأوراق والأدوات المالية ، من العمل بصورة اقتصادية مقبولة أي أنهم يجدون مساحة واسعة للحركة وكلما صمموا أو ابتكروا أداة جديدة وجدوا من يطلبها .

2-3 زيادة المخاطر و الحاجة إلى إدارتها :

أصبحت التقلبات في أسعار السلع و أسعار الفائدة و أسعار العملات و أسعار الأسهم و السندات خاصة بعد التوجه العالمي لتعويم أسعار الصرف و كذلك رفع الحواجز أمام تدفقات رأس المال ، و التحول الاقتصادي من اقتصاديات تركز على العمالة إلى اقتصاديات كثيفة المعرفة ، كل هذا أدى إلى التقلبات الكبيرة و غير المتوقعة في المحيط الاقتصادي العالمي ، مما شكل خطرا كبيرا على مؤسسات الأعمال إذ هدد وجودها و ترتب على ذلك بالتبعية ضرورة إنتاج منتجات مالية جديدة و تطوير قدرات عالية للسيطرة على المخاطر المالية ، و أدى ذلك إلى تداول المنتجات و الأدوات المالية الجديدة في الأسواق للأوراق النقدية و في أسواق رأس المال و كذلك الأسواق الجديدة (1) .

2-4 محاولة الاستفادة من النظام المالي :

لقد حاول الكثير من الاقتصاديين دراسة و فهم كيفية تأثير النقائص المختلفة الموجودة في النظام المالي أو التغيرات المرتبطة به كعجزه مثلا عن القيام بأحد الوظائف المشار إليها سابقا أو الإخفاقات المصاحبة له نتيجة عدم تناظر المعلومات ، في تشجيع تطور الهندسة المالية من خلال الابتكار المالي ، حيث تؤدي تلك النقائص إلى عدم قدرة الأعوان الاقتصاديين على الاستفادة من النظام المالي بالطريقة التي يرغبون فيها ، و بشكل كفاء و هو ما يدفعهم إلى التفكير في تطوير أدوات أو آليات جديدة للوصول إلى حلول مثلى لمشاكلهم التمويلية ، أو لاستغلال الفرص الاستثمارية و انهيارات أسواق الأوراق المالية العالمية المتتالية دفعت المستثمرين للبحث عن حماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات المالية.

(1) فريد النجار ، (1999): المرجع سبق ذكره ، ص 224 .

5-2 المنافسة الشرسة فيما بين المؤسسات المالية والمصرفية دفع هذه المؤسسات إلى استنفار دوائر البحث والابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل والقفز فوق القيود التي تفرضها السياسات النقدية .

ونتيجة للأسباب السابقة بدأت تزداد منتجات الهندسة المالية ، فحدثت في البورصات تغيرات جذرية انعكست بالإيجاب على كفاءة هذه البورصات وتطور الفكر التمويلي والاستثماري لدى إدارات المشاريع.

المطلب الثاني: أهداف الهندسة المالية

تسعى الهندسة المالية إلى قيام المؤسسات المالية برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية و من أهم أهدافها مايلي :

1-التحوط Hedging : ويقصد به التقليل من المخاطر التي يمكن أن تحدث، أو الاحتماء من خطر تقلبات الأسعار، سواء كانت أسعار المواد الأولية أو البضائع، أسعار صرف العملات، أو أسعار الأوراق المالية، وذلك من خلال مجموعة من المنتجات المالية التي جاءت بها الهندسة المالية إن الهدف الأساسي من عملية التحوط هو إدارة المخاطر والتحكم فيها، ويكون ذلك من خلال استخدام مجموعة من الأساليب التي تتركز في مجملها على التنويع في الأصول المالية أو نقل المخاطر إلى أطراف أخرى من خلال الاستثمار في منتجات مبتكرة لهذا الغرض أو عن طريق اجتناب هذه المخاطر كلية كما هو معمول به في التأمين، و للتحوط من مختلف المخاطر التي قد تواجه المستثمرين هناك إستراتيجيتين⁽¹⁾:

1-1 إستراتيجية التحوط باستخدام مركز قصير Short hedge : حيث تسمح هذه الإستراتيجية للمستثمر بأن يبيع أصلا ماليا أو سلعة وفق عقد ينفذ مستقبلا، فيتجنب مخاطر انخفاض الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز قصير في السوق المستقبلي، ويحقق بذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل أثناء تنفيذ السعر المنخفض وسعر البيع المتفق عليه في العقد، و يعتبر البيع على المكشوف مثالا على ذلك، حيث يقوم من خلاله المستثمر الذي يتوقع عملية بيع انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية معينة، بافتراض تلك الأوراق من السمسار، في الوقت الحاضر على أن يقوم بشرائها عند انخفاض قيمتها ثم تسليمها للمقرض في الوقت المتفق عليه، وبالتالي يستفيد المستثمر من قيمة الفرق بين ثمن بيع الورقة المالية و ثمن شرائها.

2-1 إستراتيجية التحوط باستخدام مركز طويل long hedge : حيث تسمح هذه الإستراتيجية للمستثمر بأن يشتري أصلا ماليا أو سلعة وفق عقد ينفذ مستقبلا، فيتجنب مخاطر ارتفاع الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز

(1) سمير رضوان عبد الحميد حسن، (2005): المرجع سبق ذكره، ص 321-322.

طويل في السوق المستقبلي، ويحقق بذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل أثناء التنفيذ (السعر المرتفع) وسعر البيع المتفق عليه في العقد (السعر المنخفض).

2- المضاربة *spéculation* :

على غرار المتحويين الذين يريدون أن يتفادوا التعرض للتقلبات والتحركات السعرية الخاصة بأصل معين فإن المضاربين يرغبون في اتخاذ مركز في السوق وهم إما يراهنون على أن السعر سيرتفع أو أنه سينخفض⁽¹⁾. و تعرف المضاربة على أنها بيع أو شراء لا بغرض الاستثمار، ولكن للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، إذ ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية وبين القيمة الحقيقية من الناحية الأخرى، ويختلف المضاربون باختلاف توقعاتهم بشأن أسعار الأصول المالية المتداولة، فنجد المضارب على الصعود *bullish* وهو المضارب الذي يعتقد أن الأسعار تأخذ اتجاهها تصاعدياً، فيقوم بشراء أوراق مالية في الوقت الحاضر على أن يبيعها بسعر مرتفع مستقبلاً محققاً ربحاً من الفرق بين السعرين؛ أما المضارب على الهبوط *bearish* فهو الذي يعتقد أن الأسعار تتجه نحو الانخفاض، فيقوم ببيع الأوراق المالية في الحاضر على أمل شرائها بسعر أقل في المستقبل⁽²⁾.

وبما أن معرفة المتعاملين بفروق الأسعار أمر تقديري، يدخل في عدم التيقن والمجازفة والمخاطرة فإنه يتم استخدام أدوات الهندسة المالية من خلال استخدام العقود المشتقة في المضاربة عن طريق محاولة استغلال التقلبات السوقية المتوقعة في الأسعار ومعدلات الصرف والفائدة، والتأثير المرتبط بذلك على بعض الأصول أو الالتزامات بما يسمح بتحقيق مكاسب نتيجة حدوث زيادات سعرية في قيمة عقود المشتقات المرتبطة بتلك الأصول أو الالتزامات⁽³⁾.

3- المراجعة *Arbitrage* :

تعتبر المراجعة من بين العمليات التي تمكن بعض المستثمرين من الحصول على أرباح لا يمكن لأي كان أن يحصل عليها، وذلك بسبب عدم توازن في السوق حيث يقوم المستثمر بشراء السلعة ذات السعر المنخفض في سوق ثم يبيعها في سوق آخر تكون فيه هذه السلعة مرتفعة الثمن، وهو بذلك يستفيد من الفرق بين السعرين، وهذه العملية كفيلة بإرجاع السوق إلى حالة التوازن بسبب حدوث ارتفاع في الأسعار المنخفضة وانخفاض الأسعار المرتفعة، وتهدف الهندسة المالية من خلال إستراتيجية المراجعة إلى ابتكار فرص مراجعة خالية من المخاطر في ظل سوق تتميز بعدم الكفاءة بمعنى وجود تباين في الأسعار بين مختلف الأسواق، وبرغم ما

(1) طارق عبد العال حماد، (2005): المشتقات المالية المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة، الدار الجامعية، مصر، ص30.

(2) السيد متولي عبد القادر، (2010): الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، ص 194.

(3) أحمد صلاح عطية، (2003): مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، ص 222.

يكتنف هذه العملية من مخاطر إلا أنها تعتبر فرصة لزيادة معدلات العائد المتوقعة وتخفيض تكلفة التمويل إلى مستوى معين من المخاطرة (1).

4-خلق المنافسة المالية:

يقصد بالمنافسة المالية قدرة الشركة على استخدام الأموال بكفاءة فائقة تجعلها تتفوق على المنافسين من خلال اختيار أفضل المصادر التمويلية وأحسن تشغيل لفرص الاستثمار المتاحة فالقرار المثالي للتمويل (الاقتراض ورأس المال بأي حقوق الملكية) والقرار المثالي للاستثمار (قصير وطويل الأجل) يعني القدرة على التنافس ويؤدي الفشل المالي والاختلال في الهياكل التمويلية والإفلاس والتعثر المالي وخسائر الشركات إلى انهيار المشروعات والخروج من الأسواق بسبب عدم الاهتمام بالقدرة على مواجهة المنافسة المالية بالتالي فإن الهندسة المالية دفعت الشركات إلى الاهتمام بالمنافسة المالية في إدارة الأصول المتغيرة والثابتة والخصوم طويلة الأجل وقصيرة الأجل لزيادة القوة المالية وتحسين المركز المالي بصفة دورية ودائمة (2).

المطلب الثالث: عمليات الهندسة المالية

1-البيع على المكشوف: إن الأصل في المعاملات أن تشتري الورقة المالية أولاً ثم تباع فيما بعد وهو السلوك المتوقع من المستثمر، الذي يشتري الورقة على أمل أن ترتفع قيمتها السوقية فيما بعد وتتحقق بعض الأرباح غير أن هناك نمط آخر من المعاملات يقوم بها المضاربون و فيه تباع الورقة أولاً ثم تشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية، عن القيمة التي سبق أن بيعت بها و كما يبدو أن هذا النوع من المعاملات مرهون بتوقع البائع انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة وأهم ما يميز هذا النوع من المعاملات أن عملية البيع قد تتم في الوقت، الذي لا يملك فيه البائع الورقة محل الصفقة، لذا يمكن أن نطلق عليه جواز البيع على المكشوف الذي يقوم على فكرة الرفع المالي أيضاً (3).

أهم ما يميز هذا النوع من المعاملات، أنه يتم وقت لا يملك فيه المستثمر الأوراق المالية محل الصفقة مثال على ذلك الأسهم العادية، ولكن من أين له أن يحصل على تلك الأسهم لكي يبيعها على المكشوف، فهو يلجأ إلى السمسار ليقترضها منه، وبالتحديد من مخزون الأسهم المسجلة باسمه، كما يمكن أن يقترضها السمسار لحساب العميل من أحد تجار الأوراق المالية، أما حصيلة بيع الأسهم فتودع لدى مقرض الأسهم، على اعتبارها رهن مقابل الأسهم المقترضة وعادة ما يكون قرض البيع على المكشوف، أي اقتراض الأسهم محل الصفقة قابل للاستدعاء من أي من الطرفين في أية لحظة بيديها رغبته في ذلك، وإذا ما كانت الرغبة من طرف

(1) سمير رضوان عبد الحميد حسن، (2005): المرجع سبق ذكره، ص 95-96.

(2) فريد النجار، (1999): المرجع سبق ذكره، ص 224.

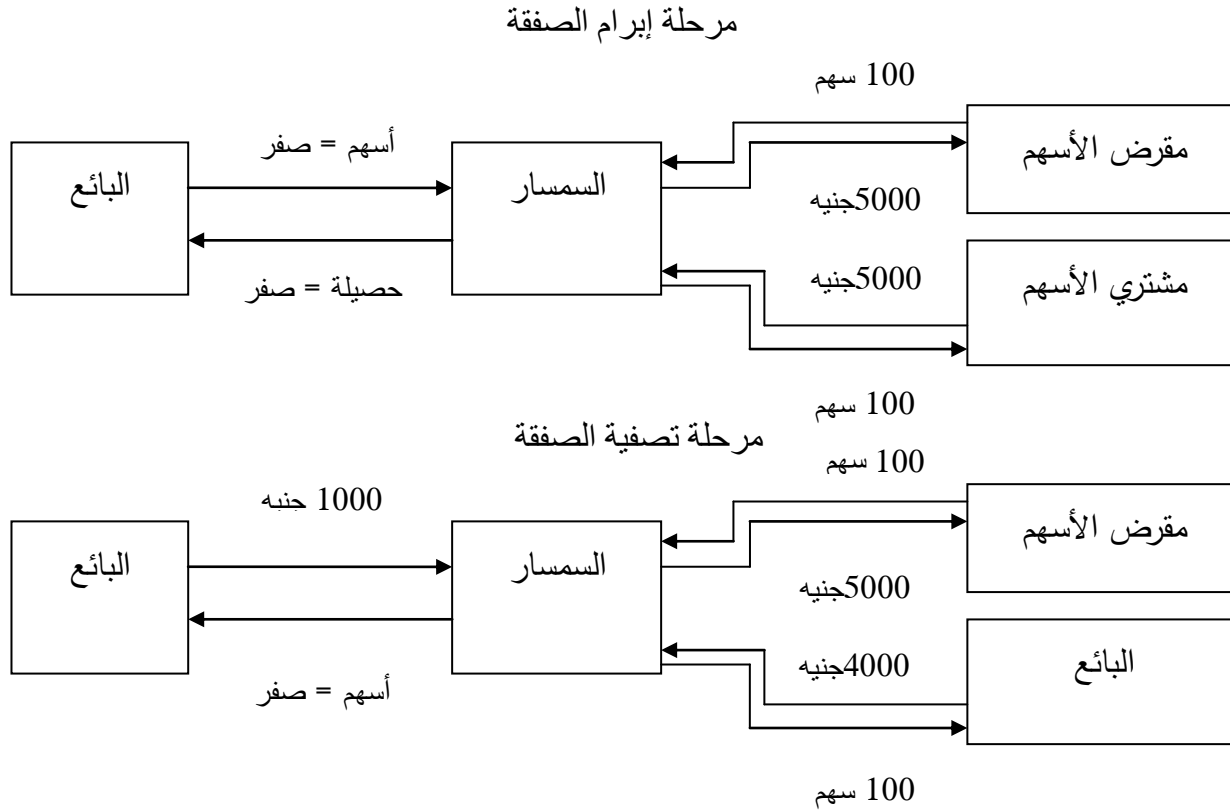
(3) منير إبراهيم هندي، (1999): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص 114.

المقرض يصبح لزاماً على المقرض رد الأسهم إما بشرائها من السوق ، أو باقتراضها من شخص آخر وذلك في خلال 24 ساعة، وعادة ما يلعب السمسار دوراً في هذا الشأن، إذ يقوم بنفسه بالبحث عن طرف آخر يقترض منه ذات الأسهم لحساب العميل.

وإذا ما تحققت توقعات المستثمر، وانخفضت أسعار الأسهم محل الصفقة حينئذ يمكن للعميل إقفال حسابه لدى السمسار، ويتم ذلك بإصدار أمر للسمسار لشراء الأسهم من السوق و بالسعر السائد، وتسليمها للمقرض سواء كان السمسار نفسه أو شخص آخر على أن يحصل البائع على قيمة الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء الذي يمثل عائداً خالصاً له وذلك بعد دفع عمولة السمسرة بالطبع، ويوضح الشكل التالي ملخص إجراءات صفقة البيع على المكشوف على فرض أن الصفقة تتضمن 100 سهم يبيعت على المكشوف بسعر 50 جنيه للسهم وأعيد شراؤها عندما انخفض سعر السهم إلى 40 جنيه ، و بشراء الأسهم يمكن حينئذ إرجاعها إلى مقرضها والحصول على قيمة الرهن 5000 جنيه الذي يطرح منه قيمة شراء الأسهم 4000 جنيه لتنتهي العملية بربح إجمالي قدره 1000 جنيه ⁽¹⁾ .

(1) منير إبراهيم هندي ، (2002): المرجع سبق ذكره ، ص151 .

الشكل رقم (01): إبرام وتصفية صفقة البيع على المكشوف



المصدر: منير إبراهيم هندي ، (2002): الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسية المالية باستخدام التوريق والمشتقات ، الجزء الأول ، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص 152 .

من خلال الشكل استطاع المستثمر أن يحقق أرباحاً دون استثمار يذكر، فكل ما يستثمره هو هامش مبدئي يودعه لدى السمسار، ويتعرض المستثمر للمخاطر ولكنها مخاطر ترتبط بصفقة واحدة وعلى سهم واحد، في حين أن المضارب يبرم العديد من الصفقات على أسهم متنوعة، أي أنه يتعامل في محفظة من عمليات البيع على المكشوف ، والتوزيع من شأنه دائماً أن يقلل من حجم المخاطر يضاف إلى ذلك إلى أنه إذا ما أدرك أن سعر السهم في إحدى الصفقات قد ذهب في اتجاه مغاير لتوقعاته أي ارتفاع سعره بعد عملية البيع على المكشوف حينئذ يمكنها إقفال مركزه، أي شراء السهم من السوق وإعادته إلى المقرض والمقرض يدخل في تلك الصفقات رغم أنه لا يحصل على عائد محدد مقابل القرض الذي قدمه، لأنه يستبدل الأوراق المالية بأموال سائلة، تتمثل في قيمة الرهن الذي يمكن استثماره وتحقيق عائد من وراء كل ذلك، في الوقت الذي يستطيع فيه استدعاء الأسهم خلال 24 ساعة من طلبها أما حقه في التصويت فليس له قيمة، فالمقرض إما سمسار أو تاجر يشتري الأوراق المالية بهدف إعادة بيعها و ليس بهدف الاستثمار الطويل .

2-الشراء الهامشي : يقصد بالشراء الهامشي التمويل النقدي الجزئي للمشتريات أي سداد جزء من قيمة أمر الشراء نقداً، بينما يسدد الباقي بقرض بضمان الأوراق محل الصفقة، لذا يطلق عليه بالشراء الهامشي *Margin*

Bugin و تمثل قيمة المدفوعات النقدية هامش مبدئي *Initial Marginal* حيث يفتح العميل حسابا للهامش لدى بيت السمسرة، وبمقتضى اتفاق خاص يقوم السمسار بالحصول على قرض من البنك لتغطية الفرق بين قيمة الصفقة وبين القيمة المدفوعة كهامش، على أن توضع الأوراق محل الصفقة كرهن لسداد قيمة القرض، كما يتم تسجيل الأوراق المشتراة باسم بيت السمسرة، وليس باسم العميل الذي أبرمت الصفقة لصالحه هذا وعادة ما يحدد البنك المركزي نسبة الهامش، ويجوز لإدارة السوق زيادتها كما يمكن لبيت السمسرة أن يطلب نسبة تفوق النسبة التي حددتها إدارة السوق وكما يبدو، فإن القيمة النقدية التي يدفعها العميل المتمثلة في هامش مبدئي هي في حقيقة أمرها هامش أمان للسمسار، فلو أن قيمة الصفقة 1000 جنيه بينما دفع منها 600 جنيه نقدا فإن هذا يعني هامش أمان معدله 60% بمعنى أنه إذا انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية محل القضية بتلك النسبة، يضل السمسار قادرا على استرداد قيمة القرض 400 جنيه من حصيلة بيع الأوراق التي تحت يده والمسجلة باسمه، ويطلق على هذا النوع من القروض بالقروض التي يمكن استدعاؤها *Call Laon* على أساس أن البنك يمكنه المطالبة باسترداد قيمة القروض في أي وقت يشاء هذا ويدفع السمسار للبنك معدل فائدة يساوي تقريبا معدل الفائدة فيما بين البنوك، أما سعر الفائدة الذي يدفعه العميل للسمسار فيزيد عن سعر الفائدة الذي يحصل عليه البنك بما يتراوح بين 5% و 6% بمتوسط قدره 1% و تمثل هذه الزيادة عائدا إضافيا للسمسار.

وبالتالي فالشراء الهامشي يتيح الفرصة للمستثمر أن يغتنم فرصة ملائمة لسعر الورقة المالية، وذلك بشراء كمية منها تزيد عن موارده الذاتية، بحيث يحدث هذا بفضل القرض الذي يحصل عليه المستثمر تدعيما لموارده المالية، وذلك بدلا من استعمال الموارد الذاتية لشراء قدر أقل من الأسهم المعنية ثم الحصول على القرض بضمانها في وقت لاحق واستخدام حصيلته في شراء المزيد منها كما أن الشراء الهامشي هو أداة لضبط حركة السوق، ويمكن لإدارة السوق أن ترفع من نسبة الهامش نظرا لارتفاع مستويات الأسعار وزيادة المضاربة، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض المستخدمة، في تمويل الشراء النقدي الجزئي لتضعف سيولة السوق بما يضع حدا للمضاربة والعكس يمكن زيادة نسبة الهامش في حالة ركود في السوق (1).

المطلب الرابع: المشتقات المالية كأداة من أدوات الهندسة المالية

لم تكن الأدوات المالية التقليدية التي يجري التعامل بها في أسواق الأوراق المالية نهاية المطاف في عالم التمويل والاستثمار، فثمة أدوات مالية جديدة قدمها الفكر الرأسمالي المعاصر كانت ثورة في صيغ وأساليب التعامل في تلك الأسواق، التي تمثل حلولا إبداعية لمشاكل التمويل والتحوط في بيئة تزدد فيها المخاطر وعدم

(1) منير إبراهيم هندي، (1999): المرجع سبق ذكره، ص 109-110.

اليقين ، هذا ما يستدعي تسليط الأضواء على هذه المنتجات وما يسترعي انتباهنا اليوم هو تلك المشتقات التي تتبوأ الصدارة إذ تعد أهم منتجات الهندسة المالية ، لما تساهم به من خلال قدرتها على تغطية وإدارة المخاطر والمراجعة بين الأسواق وأخيرا المضاربة.

1- ماهية المشتقات المالية :

يمكن فهم مدلول المشتقات المالية في ضوء مقارنتها بمدلول الأدوات المالية الأصلية ، والتي تشمل مختلف الأدوات التي تدرج في صلب الميزانية إذ يترتب على اقتنائها حدوث تدفق نقدي ، يتخذ صورة مدفوعات نقدية يسددها من يرغب في تملكها أو حيازتها يقابلها مقبوضات نقدية يحصل عليها من يبيعها أو يصدرها كما يتم إطفائها عادة إما عند بيعها أو لدى انتهاء أجلها ، ومن الأمثلة عليها الأسهم والسندات وغيرها من أدوات الدين أو أدوات الملكية .

على خلاف ذلك فإن المشتقات المالية هي من أدوات خارج الميزانية كذلك هي ليست أصولا مالية وليست أصولا عينية ، بل هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها تمثل ترتيبات بين طرفين أحدها البائع والآخر مشتري ، ويترتب عليها حقا لطرف والتزاما على طرف (1) .

2- تعريف المشتقات المالية :

المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة ، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية ، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد *L'actif sous-jacent* 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 ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسواق وأخيرا المضاربة (2) ، ويتم تداول عقود المشتقات في أسواق تسمى أسواق المشتقات ، أسواق المشتقات هذه إما أن تكون أسواقا منظمة أو غير منظمة .

Les marchés de gré a gré

3- أهمية عقود المشتقات :

لم يكن ظهور عقود المشتقات وليد صدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة بل كان وليد الحاجة و تتمثل الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات فيما يلي :

(1) محمد مطر وفايز نيم ، (2005): إدارة المحافظة الاستثمارية ، دار وائل للنشر، الأردن ، ص 62 .

(2) سمير رضوان عبد الحميد حسن، (2005): المرجع سبق ذكره، ص23.

1-3التغطية ضد المخاطر :

إذ يتم استخدام هذه الأدوات بغرض تقليل مخاطر الاستثمار ، فمن يشتري عاجلا في السوق الحاضرة ويبيع أجلا في أسواق العقود المستقبلية أو الاختيارات فهو يلجأ لذلك بهدف تعظيم حجم المخاطرة حيث إذا حدث وإن انخفضت أسعار السلع، أو الأدوات المشتراة في السوق الحاضرة وذلك يعني بالضرورة على الجانب الآخر انخفاض الثمن في أسواق العقود المستقبلية ، ومن هنا يصبح بوسع المستثمر إعادة شراء العقد بثمن أقل يحقق بذلك كسبا يعوضه ولو بقدر أقل من الخسارة في السوق الحاضرة ، وبالتالي يصل المستثمرون إلى تحقيق رغبتهم في أسواق المشتقات والتمثلة في تقليل المخاطر من تحويلها إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطرة .

2-3 أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر :

من أبرز وظائف عقود المشتقات أنها تقوم بتزويد المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم لذا تعتبر أداة جيدة لاستكشاف السعر، بمعنى التطلع على المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم .

3-3 إتاحة فرص استثمارية للمضاربين :

يعد دخول المضارب كطرف عند إبرام عقود المشتقات ليس بهدف تأمين تملك الأصل ولكن بهدف تحقيق الربح على اعتبار أساسي هو أن تأمين تلك العقود يهم من يرغب في شراء الأصل بغرض الاستخدام وتجدر الإشارة إلى أن سعي المضارب لتحقيق الربح بدخوله طرفا في العقد يمثل خدمة اجتماعية وإن كان لا يقصدها ، ذلك لأنه الطرف الذي تنتقل إليه المخاطر التي لا ترغب فيها الأطراف الأخرى ، أي الأطراف التي تمتلك الأصل الطرف البائع ، أو ترغب في امتلاكه مستقبلا الطرف المشتري يعمل على إزالة عدم التأكد لدى الطرف الآخر وبما يتيح له فرصة أكبر لتركيز جهوده في أمور أخرى⁽¹⁾.

4-3 تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد :

يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل في الأسواق الحاضرة فتكلفة المعاملات تجعل السوق أكثر كفاءة بما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل ، كما يساهم التعامل بالعقود على تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه ، وذلك بزيادة حجم التداول عليه بسبب أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة وتقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل في السوق الحاضر⁽²⁾ .

(1) منير إبراهيم هندي ، (2002): المرجع سبق ذكره ، ص 20-21 .

(2) سمير رضوان عبد الحميد حسن، (2005): المرجع سبق ذكره، ص 73 .

4-أنواع المشتقات المالية :

تتعدد المشتقات المالية وتشتمل على:

✓ العقود الآجلة *forwards*.

✓ العقود المستقبلية *futures*.

✓ العقود المبادلة *swaps*.

✓ عقود الخيارات *options* و تعد من أكثر أنواع المشتقات تداولاً في الأسواق المالية .

1-4 عقود الخيارات *options* :

تعتبر الخيارات من بين أدوات الاستثمار الحديثة في الأسواق المالية ، ونقصد بها عقود تعطي لحاملها حق الاختيار وليس الالتزام في شراء أو بيع أصل مالي محدد خلال فترة معينة ونظراً لأن مشتري هذا الخيار له الحق في تنفيذه من عدمه فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق محرر الاختيار مكافأة غير قابلة للرد (تسمى ثمن الخيار) تدفع عند التعاقد ولا تعتبر جزءاً من قيمة العقد ⁽¹⁾ .

و يمكن تصنيف عقود الخيارات لعدة تصنيفات كالتالي:

-الخيار الأمريكي : هو الخيار الذي قد ينفذ في أي وقت خلال الفترة الممتدة من تاريخ إبرام العقد حتى تاريخ انتهاء فترة صلاحية العقد .

-الخيار الأوروبي : هو عقد الخيار الذي يمارس فقط في تاريخ انتهاء العقد أو تنفيذه .

-الخيار المغطى : هو الخيار الذي يكون فيه المحرر أو كاتب الخيار بائع الخيار ، مالكا في محفظته للأوراق المالية محل الخيار فالمحرر في هذه العقود يكون قادراً على الوفاء بالتزاماته إذا ما طُلب بتنفيذ الاتفاق وتسليم الأوراق المالية محل التعاقد إذا كان خيار شراء ، أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته إذا ما طلب منه تنفيذ العقد في حالة خيار البيع ، وهذا الخيار يحظى بقبول واسع جداً بين المستثمرين لكونه أدنى مخاطرة من عقود الخيار غير المغطاة .

-الخيار الغير المغطى : هو الخيار الذي لا يكون فيه المحرر أو بائع الخيار ، مالكا في محفظته للأوراق المالية محل الخيار فهذه العقود تعتبر إستراتيجية للمضاربة غير المحدودة ، فيقع محرري هذه العقود فريسة لمن قام بشراء هذه العقود في حالة عجز البائعين عن الوفاء بالتزاماتهم .
و يتم في العادة تقسيم عقود الخيارات إلى قسمين رئيسيين هما ⁽²⁾ :

⁽¹⁾ Boissonnade Jacques, (1997): Les Options Exotique Concept Et Applications , édition Eska ,Paris , P 13 .

⁽²⁾ شعبان محمد إسلام البروراي ، (2002): بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة نقدية تحليلية ، دار الفكر ، دمشق ، سوريا ، ص 226 .

1-1-4 خيار الشراء *call option* :

هو عقد يعطي مشتريه الحق في شراء عدد معين من الأوراق المالية بسعر محدد خلال فترة محددة و يلزم بائعه ببيع تلك الأوراق المالية، عند طلب المشتري خلال الفترة المتفق عليها و بالسعر المتفق عليه أيضا و يتجه إلى شراء خيار الشراء أولئك الذين يتوقعون ارتفاع الأسعار .

إن شراء هذا النوع من الخيارات يضمن الحق للمستثمر بشراء الأصل الأساسي (مثلا سهم) بسعر محدد و ثابت هو سعر التنفيذ مهما ارتفع سعر السهم السوقي، أما إذا كان سعر السهم في تاريخ استحقاق الخيار أدنى من سعر التنفيذ فإن المستثمر لن ينفذ خياره، وكل ما سيخسره هو سعر الخيار أو العلاوة التي دفعها في بداية العقد.

2-1-4 خيار البيع *Put option* :

هو عقد يعطي صاحبه حق بيع أوراق مالية معينة بسعر محدد و خلال فترة محددة ، و يلزم مشتريه بشراء تلك الأوراق بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة ، مقابل استلام مبلغ محدد من البائع و يميل إلى شراء خيار البيع أولئك الذين يتوقعون انخفاض الأسعار .

يؤدي خيار البيع دورا مشابها لبوليصة التأمين، بمعنى أن وثيقة التأمين لن يكون لها معنى إلا إذا حدث الضرر المؤمن منه، و هكذا بالنسبة لخيار البيع، حيث تزيد قيمته كلما انخفض سعر السهم لأنه يتيح لحامل الخيار بيع السهم بسعر التنفيذ، رغم انخفاض السعر السوقي للسهم و هو الضرر المتوقع، أما إذا لم ينخفض سعر السهم، فإن كل ما سيخسره حامل الخيار هو سعر الخيار أو العلاوة المدفوعة في بداية العقد ⁽¹⁾ .

الجدول رقم (01): حالات الخيار المربح والخسارة و المتكافئ في تاريخ التنفيذ

البيان	عقود خيار الشراء	عقود خيار البيع
الخيار المربح	سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ
الخيار الخاسر	سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ
الخيار المتكافئ	سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ

المصدر: محمود محمد الداغر، (2005): الأسواق المالية مؤسسات -أوراق-بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق، الأردن، ص128.

⁽¹⁾ أسعد حميد عبيد العلي، (2005): استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر، الكرك، الأردن، ص58.

خيار الشراء يكون مربح في حالة سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ المتفق عليه، على عكسه خيار البيع الذي يكون خاسر في هذه الحالة.

خيار الشراء يكون خاسر في حالة سعر السوق أقل من سعر التنفيذ، على عكسه خيار البيع الذي يكون مربح في هذه الحالة.

وعندما يكون سعر السوق متساوي مع سعر التنفيذ فإن كلا الخيارين (الشراء والبيع) لا يكونان لا في حالة ربح ولا في حالة خسارة.

الجدول رقم (02): مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع

البيان	خيار الشراء	خيار البيع
مشتري الخيار	حق شراء أصل في تاريخ التنفيذ	حق بيع أسهم في تاريخ التنفيذ
	ملزم بدفع مكافأة للحصول على الخيار	ملزم بدفع مكافأة للحصول على الخيار
	تتحقق أرباحه من ارتفاع القيمة السوقية	تتحقق أرباحه من انخفاض القيمة السوقية
	الخسارة محددة بمقدار المكافأة	الخسارة محددة بمقدار المكافأة
بائع الخيار	ملزم ببيع أصل في تاريخ التنفيذ	ملزم بشراء أصل في تاريخ التنفيذ
	له الحق في الحصول على المكافأة	له الحق في الحصول على المكافأة
	تتحقق أرباحه من انخفاض القيمة السوقية	تتحقق أرباحه من ارتفاع القيمة السوقية
	الربح محدد بمقدار المكافأة	الربح محدد بمقدار المكافأة

المصدر: عبد الغفار حنفي، (2000): الاستثمار في الأوراق المالية أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 190.

2-4 العقود المستقبلية Futures :

هي عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي

يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته (1) .

ويقوم مشتري وبائع العقد المستقبلي بالاتفاق على سعر العقد المعني من خلال مزاد تنافسي يتم في البورصة ويكون سعر المزاد أكثر شفافية ، إن الهامش بين أفضل سعر للشراء وأفضل سعر للبيع عادة ما يكون ضيقاً لمعظم المستقبلات المالية ، يستثنى من ذلك مستقبلات العملة وتتغير الأسعار عادة وفقاً لعوامل العرض والطلب، ويستطيع أي شخص التعامل بالمستقبلات وذلك من خلال أحد السماسرة تجار المستقبلات بالعمولة والذي يكون في العادة أحد أعضاء بورصة المستقبلات ومع ذلك فإن معظم التعامل بالمستقبلات المالية يتم بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة (2) .

1-2-4 خصائص العقود المستقبلية: تتميز العقود المستقبلية بعدة خصائص يمكن ذكرها فيما يلي:

- نمطية شروط التعاقد، فلا تتباين العقود من عقد لآخر ولا تخضع لرغبة المتعاقدين كما هو الحال في العقود الآجلة من حيث حجم العقد ومدته وصفاته أو جودته.

- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي أي المشتري والبائع يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً يسمى *MARGIN* تتراوح قيمته عادة بين 5 و 15 % من القيمة الإجمالية للعقد، ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثم أثر ذلك على رصيد كل منها في سجلاته ومما هو جدير بالذكر أنه لا سبيل للتعامل في سوق العقود المستقبلية إلا من خلال بيوت السمسرة (3).

- تنطوي على مخاطر ائتمان قليلة مقارنة بالعقود الآجلة ، وهي كذلك أكثر سيولة من العقود الآجلة فأي طرف إذا رغب في تصفية موقفه في أي يوم يستطيع أن يدخل في مركز عكس مركزه الأصلي فإذا كان قد دخل كمشتري في العقد يستطيع، أن يصفى مركزه بالدخول كبائع في عقد مماثل والعكس صحيح (4) .

- لا يقبل المتعاقدون عليها بغرض الحصول على الأصل محل التعاقد، بل إن هذا المقصد يكاد يتضاءل لدرجة العدم، حيث يجري استخدام هذه العقود لأغراض المضاربة أو نقل المخاطرة أو لمجرد المراهنة على محض اتجاهات الأسعار أما من كان مقصده الحصول على الأصل محل التعاقد، فإما أن لا يلجأ إلى السوق

(1) منير إبراهيم هندي، (1994): الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، البحرين ، ص323.

(2) بلعزوز بن علي، (2009-2010): استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية ، مجلة الباحث، العدد 07 ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، ص339.

(3) فيصل بلحسن وهدة عبو، (2007): مخاطر المشتقات المالية ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/11/%B1.pdf> ، ص 05 تاريخ الإطلاع: 17h30.2017/05/23.

(4) طارق عبد العال حماد ، (2001): المشتقات المالية المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر، ص114 .

الحاضرة إن كانت حاجته إلى هذا الأصل عاجلة أو إلى السوق غير الرسمية لإنشاء عقد آجل إن كان راغبا في الحصول على هذا الأصل في وقت لاحق، حيث يتوفر في هذه السوق عنصرا الإلزام والالتزام أي إلزام البائع بتسليم العقود التي عليه للمشتري والتزام المشتري بسداد الثمن المقابل للأصل محل التعاقد⁽¹⁾.

2-2-4 أنواع العقود المستقبلية:

1-2-2-4 العقود المستقبلية على سعر الفائدة:

هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي يتم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.

2-2-2-4 العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:

هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محدد مسبقا، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد⁽²⁾.

3-2-2-4 العقود المستقبلية على الصرف:

يعتبر سعر الصرف متغيرا هاما في التعاملات الأجنبية، حيث يتعرض كل من المصدر والمستورد لمخاطر التغير في سعر الصرف هذه المخاطر يمكن تغطيتها من خلال الدخول في سوق العقود المستقبلية للصرف الأجنبي، ويعتبر سوق الصرف الدولية التابعة لبورصة شيكاغو من أكبر الأسواق للتعاملات المستقبلية على الصرف الأجنبي، وتتداول في السوق العقود النمطية والتي تمت تسويتها وفقا لأسعار السوق بالإضافة إلى المعايير والقواعد التي تسمح للمتعاملين بالدخول في مراكز طويلة أو قصيرة.

4-2-2-4 العقود المستقبلية على السلع:

القواعد التي تحكم العقود المستقبلية على السلع متشابهة مع القواعد التي تم عرضها سابقا، وذلك بالنسبة للسلع الممكن تخزينها فقط إلا أن هناك اختلافا واحدا، وهو أن تكلفة الاحتفاظ بالسلعة عادة ما يكون أكبر من تكلفة الاحتفاظ بالأصل المالي فبالإضافة إلى تكاليف الفائدة مثل الأصول المالية هناك تكاليف التخزين والتأمين⁽³⁾.

(1) سمير رضوان عبد الحميد حسن، (2005): المرجع سبق ذكره، ص 217.

(2) فيصل بلحسن وهدة عيو، (2007): المرجع سبق ذكره، ص 05.

(3) محمد الحناوي ونهال فريد مصطفى والسيدة عبد الفتاح إسماعيل والسيد الصيفي، (2007): الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، ص 267-274.

3-4 العقود الآجلة *forward* :

العقد الآجل هو اتفاقية ثنائية بين مشتري وبائع الأصل محل التعاقد، وسعر التسوية، وتاريخ التسوية، من المسائل التي يتم التفاوض بشأنها وتكون محل اتفاق بين المتعاقدين وفي تاريخ التسوية، يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد والمشتري بتسليم الثمن المتفق عليه مسبقاً⁽¹⁾ .

1-3-4 خصائص العقود الآجلة: تتميز العقود الآجلة بالخصائص الموالية:

- المرونة وهذا يعني أن كلا من البائع و المشتري يتفاوضان على شروط العقد ، لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف و ابتداع أي شروط يرونها لأي سلعة .
- لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى ، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصاً آخر يحل محله و يقبل أن يتم بيع العقد له .
- يتحدد الربح و الخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد و سعر التنفيذ الذي تم تضمينه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين .
- تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد و لا توجد مدفوعات عند بداية العقد و كذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد⁽²⁾ .

(1) سمير رضوان عبد الحميد حسن، (2005): المرجع سبق ذكره، ص 208 .

(2) طارق عبد العال حماد ، (2001): المرجع سبق ذكره، ص 16 .

الجدول رقم (03): أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

وجه الاختلاف	العقود المستقبلية	العقود الآجلة
نوع العقد	- عقود غير شخصية - عقود نمطية موحدة من حيث قيمتها وتواريخ التسليم	- عقود شخصية - عقود غير نمطية تحدد شروطها باتفاق وتراضي الطرفين
وجود سوق	تتيح وجود سوق ثانوي	عدم وجود سوق ثانوي لها، حيث يتم تداولها في السوق غير المنظمة
تحقق الأرباح	تتيح للمضاربين فرصة تحقيق الأرباح يتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار يتحقق الربح أو الخسارة يوميا عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار	لا تتيح الفرصة للمضاربين في تحقيق الربح يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد يتحقق الربح والخسارة في تاريخ التسليم
تسوية العقد	تتم تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق	تتم تسوية العقد في تاريخ الاستحقاق

المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، (2008): الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، عمان، ص 83.

4-4 عقود المبادلة Swaps:

هي التزام تعاقد بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين، مقابل تدفق أو أصل آخر بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق⁽¹⁾.

4-4-1 أنواع عقود المبادلة : تتنوع عقود المبادلة تبعا لأنواع الأصول المالية محل التبادل:

4-4-1-1 مبادلات العملة Currencies swap:

قد يحدث أن تقتض إحدى المنشآت بعملة ما مع أنها قد تكون في حاجة إلى عملة غيرها، هنا تستعمل عقود مبادلة العملة ويمكن تعريفها على أنها اتفاق قانوني يتألف من عنصرين على الأقل من العناصر أدناه⁽²⁾ :

⁽¹⁾ عادل محمد رزق، (2004): الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، ص117.

⁽²⁾ برايان كويل، (2005): مبادلة العملات، الطبعة الأولى، دار الفاروق، القاهرة، مصر، ص 1.

-الترتيب لشراء أو بيع مقدار محدد من إحدى العملات مقابل عملة أخرى بسعر متفق عليه والذي عادة ما يكون سعر الصرف الحاضر، وفي تاريخ متفق عليه أيضا.

-ترتيب متزامن لإعادة تبادل مقدار العملة نفسه، عادة بسعر الصرف نفسه في تاريخ متفق عليه في الأجل المتوسط إلى الأجل الطويل.

-تسوية سداد تكاليف الفائدة بين الطرفين طوال فترة عملية المبادلة، حيث يتم السداد إما على فترات منتظمة أو بعملية سداد واحدة في تاريخ الاستحقاق.

2-1-4 مبادلات أسعار الفائدة *Interest swap* :

يعرف عقد مبادلات أسعار الفائدة على أنه اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد على فترات منتظمة حيث يعتمد مقدار هذه المدفوعات على قيمة العقد المتفق عليه المدفوعات التي يدفعها كل طرف دوريا عبارة عن معدل الفائدة المتفق عليه مضروبا في قيمة العقد، والمبالغ التي تتبادل بين الطرفين في معظم عقود المبادلات هي صافي مدفوعات الفائدة وليست قيمة العقد، والطرف الذي يوافق على أن يدفع للطرف الآخر مدفوعات فائدة ثابتة في تواريخ محددة على مدار فترة العقد، يسمى الطرف الأول دافع معدل الفائدة الثابت والطرف الآخر يسمى دافع معدل الفائدة المتغير وهو الذي يوافق على أن يدفع للطرف الأول مدفوعات فائدة متغيرة وفقا لمعدل مرجعي (1).

3-1-4 مبادلات سلعية *commdity swap* :

عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد ويتم سداد الثمن فورا، وبيعها له في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضا.

4-1-4 مبادلات الأسهم *Equity Swap* :

هي الاتفاق على المبادلة في تاريخ لاحق لمعدل عائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر، ومن أمثلة ذلك الاتفاق على أن يدفع المستثمر لطرف آخر في تاريخ لاحق سعر الليبور، لعملة معينة على مبلغ معين متفق عليه مقابل حصوله على معدل العائد على أسهم بنفس القيمة في بورصة ما، مقاسا على أساس معدل الزيادة في الرقم القياسي للمؤشر الخاص بأسعار الأسهم.

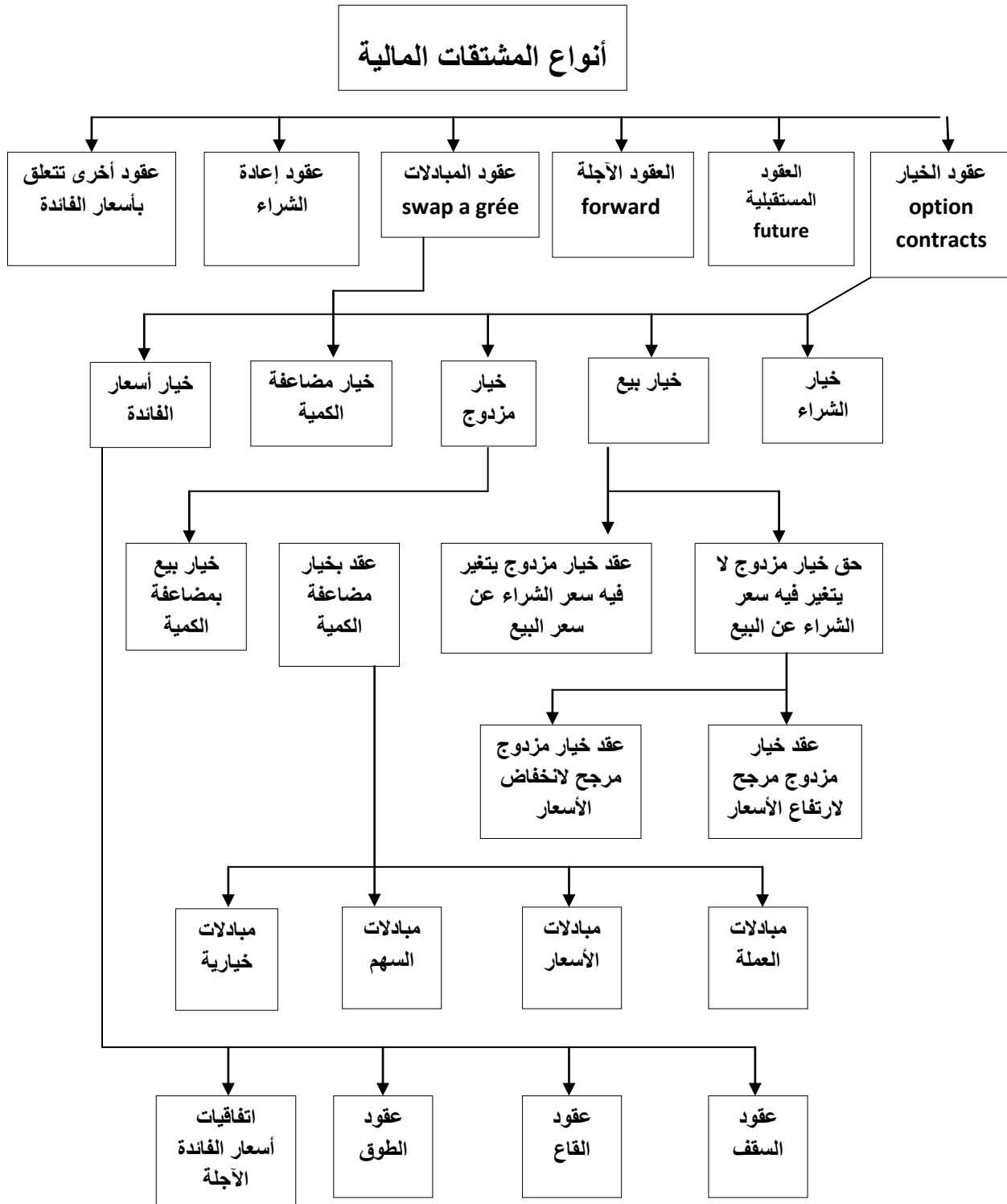
(1) محمد الحناوي ونهال فريد مصطفى والسيدة عبد الفتاح إسماعيل والسيد الصيفي، (2007): المرجع سبق ذكره، ص 281.

5-1-4-4 مبادلات خيارية *swaption* :

هي عقد بين طرفين يمنح للمشتري الحق وليس التزاما عليه للدخول في مبادلة معينة في المستقبل بشروط المبادلة التي تم الاتفاق عليها وبموجب هذا العقد فإن على المشتري لعقد المبادلة الخيارية أن يدفع إلى البائع تعويضا يسمى ثمن الخيار أي علاوة، ويجري استخدام هذه العقود من قبل المؤسسات التي تشعر بالقلق من أية تغيرات مستقبلية في سعر الفائدة في غير صالحها وكذا من قبل مديري مخاطر أسعار الفائدة، ذلك أن المنشآت التي تقترب بسعر معوم عرضة دائما لارتفاع أسعار الفائدة، وقد تلجأ إلى شراء عقد الحد الأقصى للفائدة أو ما يسمى بالسقف لتقليل حجم المخاطر إلى أقل حد ممكن وعند تحديد ثمن الخيار يؤخذ في الاعتبار طول مدة الخيار وسعر التعاقد وكذلك مدى تقلب أسعار الفائدة محل التعاقد ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ سمير رضوان عبد الحميد حسن، (2005): المرجع سبق ذكره، ص 268-272.

الشكل رقم (02): أنواع المشتقات المالية



المصدر: سمير رضوان عبد الحميد حسن، (2005): المرجع سبق ذكره، ص 143.

5- مخاطر استخدام المشتقات المالية:

بعد التعرف على أهم الفوائد التي يمكن تحقيقها في حالة استعمال المشتقات المالية، فإن في المقابل قد يترتب على التعامل بالأدوات المشتقة مخاطر كبيرة، والسبب في ذلك يعود إلى حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل، والدليل على ذلك ما تعرضت له بعض المنشآت المالية والمصرفية لحالات الخسائر والإفلاس، وتتمثل المخاطر التي يمكن أن تواجهها أدوات المشتقات أساساً في:

1-5 مخاطر الائتمان:

ترتبط هذه المخاطرة بالخسائر الاقتصادية التي سيتكبدها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف الآخر في العقد في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها في العقد، ويعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر انتشاراً في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصات المنظمة، الأمر الذي يقتضي اهتمام المتعاملين في البورصات الغير المنظمة بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها.

2-5 مخاطر السوق:

تنشأ مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات من السلوك السعري لأسعار الأصول محل التعاقد أي التقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات ويعزو السبب في هذا إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، وأيضاً نقص السيولة الذي يؤدي إلى تدهور أسعار الأصول وصعوبة إبرام عقود جديدة حيث قد يتعذر على حاملي عقود المشتقات تعديل مراكزهم، لتحقيق التغطية الكافية أمام استمرار انخفاض أسعار الأصول و الجدير بالذكر أن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد ضراوة وذلك في حالة وجود محتكرين في تلك السوق، حيث يقوم هؤلاء المحتكرين بعمليات شراء وبيع على نطاق كبير مما يؤدي إلى تقلب أسعار الأصول بشكل حاد، ومما يؤثر بدرجة كبيرة على توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، بالإضافة إلى ذلك فإن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد خطورة في ظل ترابط الأسواق المالية بدرجة أكبر، مما يؤدي إلى سهولة انتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى، ومن ثم فإن المتعاملين في مجال عقود المشتقات يكونوا في حاجة ماسة إلى تحديد عناصر هذه المخاطر وفهم كيفية تفاعلها مع بعضها البعض، وبالتالي فإن تقدير مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات إنما يعتمد على التقييم المرتبط بالسوق، وأيضاً على الأدوات التي تستخدم كوقاية من هذه المخاطر⁽¹⁾.

(1) فيصل بلحسن وهدة عبو، (2007): المرجع سبق ذكره، ص 09.

3-5 مخاطر التشغيل:

وهي تلك المخاطر التي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات وفشل المديرين وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية، وضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات والتعامل معه⁽¹⁾ وتنشأ المخاطر التشغيلية من خلال عمليات التسوية والمقاصة نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية والإخفاق في إجراء عمليات التسوية والمقاصة بكفاءة عالية، الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في السوق لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش⁽²⁾.

4-5 مخاطر التسوية:

تتمثل مظاهر مخاطر التسوية في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنياً، فقد يتعرض أحد الأطراف للخسارة إذا كان السعر الذي باع به مرتفعاً مع رفض الطرف الآخر بالسداد في التاريخ المحدد للتسوية كما قد تكون قيمة الأصل محل التعاقد عرضة لتقلبات الأسعار، وبالتالي قد تنخفض هذه القيمة في حالة عدم توافق ميعاد تسليم الأصل مع ميعاد استلام ما يقابله نقداً يوم التسوية⁽³⁾.

5-5 مخاطر الإحلال:

أما مخاطر الإحلال فلا تتعلق بإخفاق أحد الأطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الالتزام مطلقاً، وهو الأمر الذي يضطر معه الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته قبل الغير مع تحمله لخسائر جسيمة والتي تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر السوق للأوراق المتعاقد عليها.

6-5 مخاطر السيولة:

وهي المخاطرة التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الالتزامات من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات أكثر صعوبة وعلى الرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق المشتقات المالية، ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب وغيرها من العوامل، مما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسهيل مراكزها بسرعة⁽⁴⁾.

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، (2008) : المرجع سبق ذكره، ص 121 .

(2) سمير رضوان عبد الحميد حسن، (2005): المرجع سبق ذكره، ص 332 .

(3) فيصل بلحسن وهدة عبو، (2007): المرجع سبق ذكره، ص 09.

(4) هاشم فوزي دباس العبادي، (2008) : المرجع سبق ذكره، ص 122 .

المبحث الثالث: تقنيات و منتجات الإبداع المالي

المطلب الأول : التوريق من تقنيات الإبداع مالي

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

1- مفهوم تقنية التوريق :

هي عبارة عن عملية مالية تسمح بتحويل قروض مصرفية غير سائلة عادة إلى أوراق يسهل تداولها في الأسواق عن طريق كيان مستقل قانونيا من نوع خاص، وفي غالب الأحيان فإن البنك الذي يصدر القروض يتركها لشركات تسمى الوسيلة ذات الغرض الخاص *SPV* تتولى تمويل هذا الكسب بإصدار أوراق في الأسواق المالية والمستثمرون الذين يشترون هذه الأوراق يتلقون مقابل ذلك الدخول، أي الفوائد وتسديد المبلغ الأساسي الناتجة عن القروض، ويسمح التوريق للبنوك بأن تحول مخاطر القروض والتقليل من مخاطر الائتمان والسيولة بالنسبة للمؤسسات التي قدمت القروض بتداولها في السوق الثانوية ⁽¹⁾ .

2- أهمية تقنية التوريق :

1-2 بالنسبة للبنوك :

تستعمل تقنية التوريق بهدف تجاوز عجز البنوك التجارية عن تدبير الأموال اللازمة للإقراض في أوقات الأزمات النقدية ثم يأتي التوريق كحل امثل للدائنين عندما يتقاعس المدين عن الوفاء و يصبح الدين مشكوك فيه أو معدوما ، حيث يقوم الدائن بتوريق هذا الدين و بيعه طلبا للسيولة و يتفادى بذلك تكوين المخصصات له في الميزانية كما يمكنه استخدام السيولة الناجمة عن بيع الدين أو توريقه في إعادة الإقراض و بتالي تحقيق المزيد من الأرباح ، كما تسعى البنوك من خلاله إلى تخفيض رأس المال المطلوب من طرف الجهات الرقابية لمواجهة المخاطر التي تواجهها عبر أصول ميزانيتها و الحصول وراء ذلك على موارد مالية بسعر مغري و كذلك إدارة أحسن لميزانية البنك بتخفيض متطلبات رأس المال و ذلك بإخراج الأصول التي تعتبر غير إستراتيجية من الميزانية ليتم تركيز البنوك على الأصول الإستراتيجية ، و منها القروض العقارية و تحمل مخاطرها كما

⁽¹⁾ أحمد مهدي بلوافي، (2009) : أزمة عقار...أم أزمة نظام ، بحث منشور في كتاب :حوار الأربعاء، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، ص

يسمح للبنوك بتحويل مخاطرها إلى جهة أخرى ويرفع من مردودية الأموال الخاصة ويساعد على إدارة أفضل لمعدل الملاءة و رفعه (1) .

2-2 بالنسبة للمؤسسات:

يعتبر التوريق ثروة في مجال تلبية احتياجات المقترضين من الأفراد و الشركات حيث يربط المقترضين بأسواق رأس المال مباشرة متخطيا بذلك ما يسمى بالوساطة المالية التي كانت تمثل تكلفة زائدة على مصروفات القرض كما يؤدي إلى رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها ، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى ، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية كما يعتبر أداة تمويلية جد تنافسية بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، حيث أن تكلفة التوريق بالنسبة لها تتراوح ما بين 3,3% و 5% وهي أقل بكثير من تكلفة الاقتراض المصرفي .

2-3 التوريق و فعالية السياسة النقدية:

إن استعمال التوريق من شأنه أن يؤثر على السياسات النقدية من خلال تأثيره على الكتلة النقدية حيث تقلل المنتجات المالية الحديثة لتسيير مخاطر القروض ،من حجم الكتلة النقدية كون هذه الأدوات تعتبر وسائل إعادة تمويل حالها حال أسواق رأس المال أو سوق النقد، كما يؤثر التوريق على أسعار الفائدة حيث أن الأدوات المالية الحديثة لتسيير مخاطر القروض من شأنها أن توفر وسائل جديدة للتمويل، وبالتالي تدخل في المنافسة مع وسائل التمويل الأخرى مما يؤثر على أسعار الفائدة بالانخفاض .

2-4 التوريق مصدر تمويل وفاعل:

يوفر التوريق مصادر تمويلية بديلة وفاعلة إذ يمنح وسائل نفاذ لأسواق رأس المال، ويملك الوسائل سيكون من الممكن زيادة مصادر التمويل مع تقليل مخاطر الائتمان فكثير من المستثمرين يفضلون شراء أوراق مالية عالية التصنيف حتى من دون المعرفة التامة للأصول التي تمثلها .

2-5 التوريق أكثر جاذبية من القرض التقليدي:

ولعل السبب وراء ذلك يعود إلا أن أصول محل التوريق سوف تحصل على درجة تصنيف أو استثمار أفضل من الأصول المملوكة بشكل مباشر للمؤسسة المنشئة، كما أن نسبة الفائدة التي تدفع في عملية التوريق ستكون منخفضة بدرجة كبيرة إذا ما قورنت بالنسبة المفروضة على الأصول المملوكة للمؤسسة المنشئة في القرض التقليدي.

(1) Beltas Abed el kader , (2007): La Titrisation Instrument Efficace Pour La Gestion Du Risque Du Crédit , édition Légende , Alger, P 14-15 .

6-2 التوريق يعيد تخصيص المخاطر وتنويعها :

يعمل التوريق على إعادة تخصيص المخاطر أو تقسيم وتنويع المخاطر ، فالتوريق سيمكن المؤسسة المنشئة من تحويل مخاطر الائتمان المتعددة لعدة أصول إلى خطر ائتماني واحد.

7-2 التوريق وسيلة لتحسين السيولة:

فالمؤسسة المنشئة ستحول أصولها غير القابلة للتسييل إلى أوراق مالية عالية القيمة قابلة للتسييل والتنقيط من قبل مؤسسات التصنيف الأمر الذي سينجم عنه تحسين السيولة في محفظتها الاستثمارية ⁽¹⁾ .

3- أطراف عملية التوريق:

عملية التوريق تستند إلى ثلاثة أطراف هم ⁽²⁾ :

1-3 المحيل أو الممول أو الدائن الأصلي :

هي المؤسسة المالية من بنك، شركة تمويل، شركة تأمين أو غيرها المسؤولة عن منح التمويل اللازم لطلاب التمويل للأغراض الاستثمارية أو الاستهلاكية كإقامة مشروع، أو شراء عقار أو سيارة أو بطاقة ائتمان أو غيرها مع تقديمهم الضمانات اللازمة لذلك وعليه فإن الطرف الأصلي لهذه القروض هو المؤسسة المالية المتخصصة في تمويل القروض أي المحيل أو الممول أو الدائن الأصلي والذي يتولى تجميع ديونه المتجانسة في محفظة استثمارية ويحيلها إلى شركة التوريق أما المدين طالب التمويل فلا يعد طرفا في عملية التوريق لأنه لا يتوقف تحويل القرض إلى المكتتبين الجدد على موافقته، وبالتالي فإنه لا يتحمل شيئا من تكاليف عملية التوريق.

2-3 المحال إليه أو شركة التوريق :

وهي الشركة المتخصصة في شراء الديون والمسئولة عن توريقها وإدارة تداولها في السوق الثانوية، ويتحقق ذلك بالطرق الثلاثة التالية:

شراء الدين وفوائده: حيث تشتريها بأقل من سعرها الأصلي لتحقيق عائد يتمثل في الفرق بين السعيرين وتقتصر مهمة المصدر الأصلي للقرض، على خدمة العلاقة بين الشركة والملاك الجدد للدين أي المكتتبين وتسمى هذه الطريقة *Pass-Throughs* .

شراء الفوائد فقط: بحيث يقبض الدائن الأصلي مقدما مبلغ فوائد الدين المتفق عليه ولكن بضمن أقل وتسمى *Pay-Throughs* .

⁽¹⁾ احمد عبد الرحمان الملحم و محو احمد الكندري ، (2004) : عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية وعمليات التوريق ، مجلس النشر العلمي ، جامعة الكويت ، ص147 .

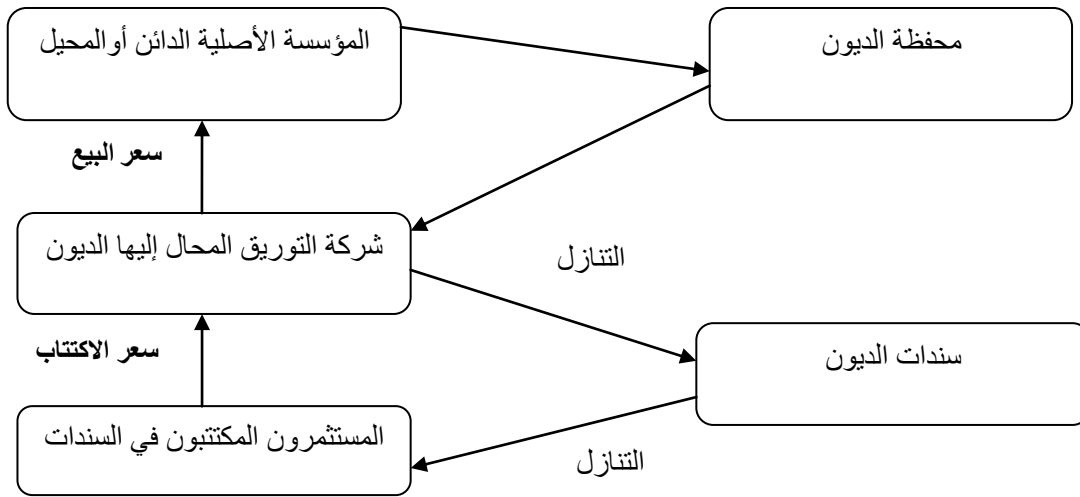
⁽²⁾ Beltas Abed el kader , (2007): Op. Cit, P19.

إدارة الدين: إذ يقتصر دور شركة التوريق على توريق الديون بإصدار سندات مضمونة بتلك الديون وضماناتها وبيعها مقابل عمولة وتسمى *Mortgage Baked*.

المستثمرون المكتتبون :

ويتمثلون من بنوك وصناديق تأمينات ومعاشات ومؤسسات الاستثمار وغيرهم من الذين يرغبون في الاكتتاب في سندات الديون محل التوريق ليحلوا محل الدائن الأصلي كدائنين جدد، وعادة ما يكثر عددهم حتى تتوزع مخاطر الائتمان على عدد أكبر من الدائنين، ويتم توزيع التدفقات النقدية أي الفوائد المترتبة على تلك الديون على المستثمرين كل بحسب نسبة ملكيته في تلك الصكوك⁽¹⁾ والشكل التالي يوضح أطراف عملية التوريق:

الشكل رقم (03): أطراف عملية التوريق.



Source : Beltas Abed el kader , (2007): Op. Cit, P20.

4- ميكانيزمات التوريق:

التوريق عملية مالية جد متطورة وفي بعض الأحيان معقدة تستعمل في تحويل القروض العقارية ، غير قابلة للسيولة في الحين ، إلى أوراق مالية ذات سيولة عالية تباع وتشتري في السوق المالية لذلك فان عملية التوريق المبسطة تتطلب أربعة متعاملين لكي تتم العملية :

- ✓ الزبون
- ✓ المصرف
- ✓ مؤسسة التوريق
- ✓ مؤسسة التسيير

⁽¹⁾ صبري عبد العزيز إبراهيم، (2009) : التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول : الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، المنعقد يومي 1-2 أبريل، كلية الحقوق بجامعة المنصورة، ص4-5.

وعملية التوريق تجمع في طياتها ثلاث مفاهيم رئيسية ، هذه المفاهيم تتمثل في :

1- تجميع عددا كبيرا من القروض العقارية في محفظة مالية .

2- اعتبار أن مخاطر المحفظة المالية منفصلة عن المكانة المالية التي يوجد عليها الكيان الذي أصدر القروض العقارية (البنك) .

3- إمكانية إعادة تصنيف القروض التي تتضمنها المحفظة العقارية إلى مشتقات كل حسب مستوى المخاطرة المنوطة إليها .

فيما يخص المفهوم الأول ، هو قدرة المؤسسات المالية على منح قروض مدعومة بمرهونات عقارية من الدرجة الأولى أو منح قروض إلى الخواص سواء كان ذلك في إطار شراء سكن أو بطاقات ائتمان أو شراء سيارات... الخ بعدها يقوم نفس البنك بجمع هذه القروض في شكل محفظة مالية وبيعها لمؤسسات مختصة في التوريق (شركات الوسيلة ذات الغرض الخاص SPV) ، هذه الأخيرة تقوم بدورها بإصدار سندات أو أوراق مالية في السوق بهدف تمويل هذه المحفظة المالية ، وهذه العملية تسمح للمؤسسة المالية بإدارة ميزانيتها (الموجودات/الالتزامات) بحكمة و مردودية أعلى فأغلب المؤسسات المالية التي لجأت إلى استعمال تقنية التوريق كان هدفها هو التقليل من احتياجات زيادة رأس المال القانوني لتغطية حجم أعمالها كما تسمح له بتحويل مخاطر المحفظة العقارية إلى طرف ثالث و إخراج القروض المعنية من الموجودات المالية للبنك مع البقاء على إدارة القروض مقابل عمولة يتفق عليها مع المؤسسة المورقة بهذه الطريقة يتمكن البنك من رفع قدرته المالية في منح قروض عقارية جديدة .

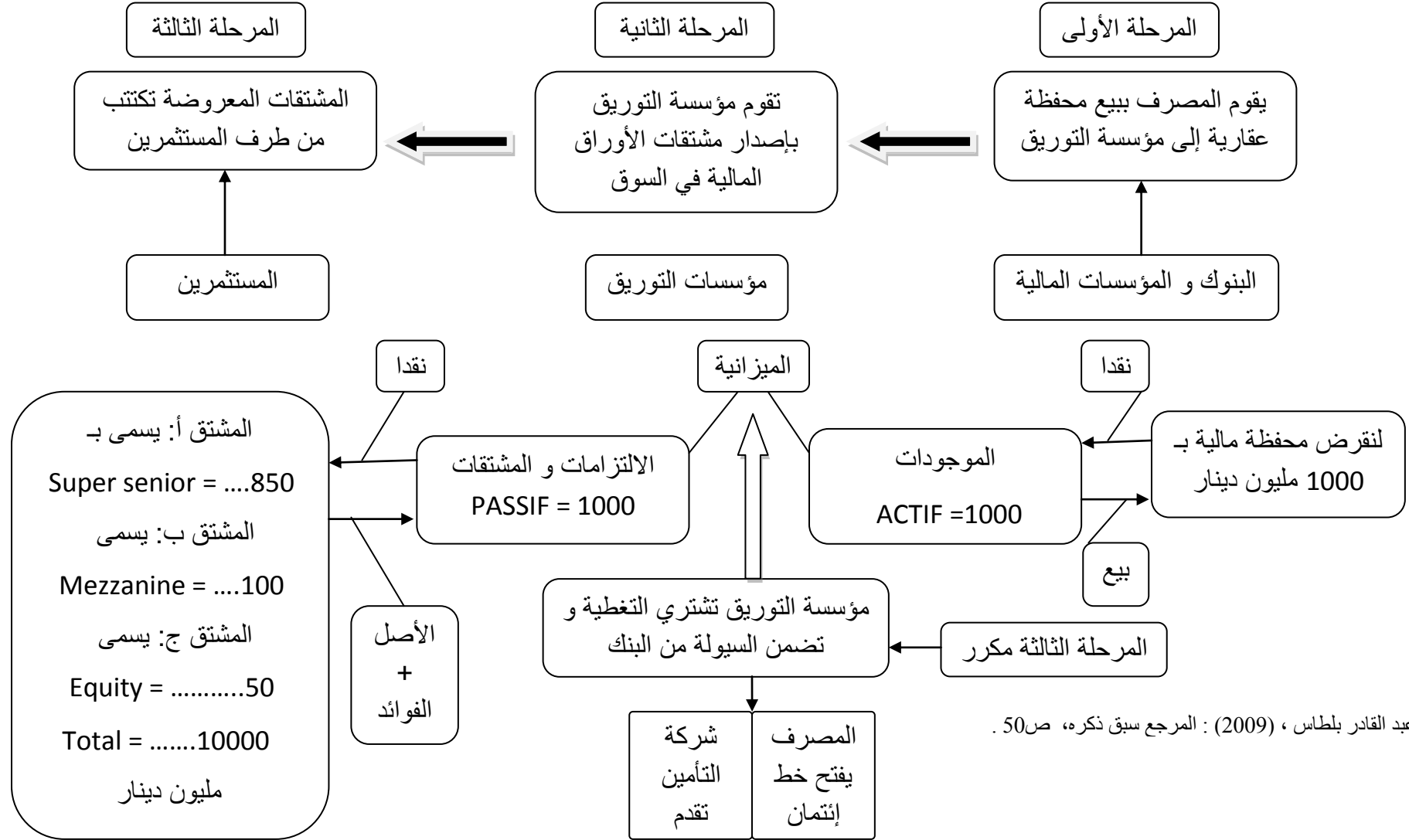
أما فيما يخص المفهوم الثاني ، فإن من إحدى المبادئ الرئيسية لعمليات التوريق هي إمكانية شراء الأوراق المالية التي يتم إصدارها في السوق المالية ، والمدعومة بمرهونات عقارية من طرف المستثمرين بحيث أن هذه الأوراق تكون مضمونة بقيمة الموجودات التي تدعمها وليس بمدى نجاعة ومصداقية المؤسسات التي تصدر هذه الأوراق في السوق ، بمعنى أن نوعية الأوراق المالية وليس قدرة المؤسسة المصدرة للقروض هي التي تحدد حجم المخاطرة التي يتقبلها المستثمرون عند شراء هذه الأوراق فمؤسسة ما ، قد يكون مصرف أو مؤسسة اقتصادية أخرى ، يمكنها أن تكون في وضعية مالية متعثرة ، ولكن إذا كان لديها محفظة عقارية جيدة باستطاعتها بيع هذه المحفظة والحصول على الأموال بعد عملية التوريق والعكس صحيح ، فالمؤسسة التي لها وضعية مالية جيدة بينما المحفظة المالية العقارية التي لديها ليست جيدة في هذه الحالة لا يمكنها بيع هذه المحفظة ولا يمكن لعملية التوريق أن تتم فالمستثمرون في هذه القروض يقومون بتحليل التصنيفات المقترحة من

مؤسسات التصنيف ثم يشترون ما يرونه مناسباً ، وبالمقابل يحصلون على فوائد دورية بالإضافة إلى قيمة الأصل سواء بصفة دورية أو عند الاستحقاق .

أما المفهوم الثالث ، فهو يتعلق بإنشاء مؤسسة تقوم بتسيير المحفظة العقارية التي تدعم الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق ، وكذلك اشتقاق مكونات المحفظة المالية ، واستخراج ثلاثة أصناف على الأقل كل صنف يتضمن مخاطر محدودة ومدروسة مسبقاً فالمشتقة العليا تعتبر مؤمنة من المخاطر المالية و تصنف عادة بدرجة AAA ، و يأتي بعد ذلك المشتقة الوسطى *Mezzanine* التي تحتوى درجة خطورة مرتفعة و تصنف BBB أما المشتقات السفلى *Equity* فهي تعتبر ذات خطورة أعلى ، و تتطلب مردودية أعلى و يتم تحديد مستوى هذه الخطورة من قبل مؤسسات مختصة وتعرق بكيانات التصنيف ⁽¹⁾ .

⁽¹⁾ عبد القادر بلطاس ، (2009) : تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة sup-prime ، دار النشر ليجند ، الجزائر، ص 38- 39 .

الشكل رقم (04): إجراءات عملية التوريق



المطلب الثاني: الفرق بين القروض التقليدية والقروض المورقة

نلاحظ تغيرا جذريا في نموذج القروض مقارنة بالنموذج المعياري للقروض المصرفي التقليدي حيث أن المصارف وجدت في التوريق الطريقة الأمثل لأجل التهرب من الإطار القانوني المفروض على الأصول داخل ميزانياتها وتمثلت نتيجة هذا التغير من دون احتياطات وقائية في توسع القدرة على منح القروض مع التقليل في تقييم الخطر المحيط بعمل المصارف .

الجدول رقم (04): الفرق بين نمودجي القروض التقليدية والقروض المورقة

القرض التقليدي	القرض المورق
إصدار القرض و الموافقة على تحمل الخطر	إصدار القرض و ثم بيعه (أو الاحتفاظ به لكن مع بيع الخطر)
ربح المقرض دالة متزايدة للخطر المتحمل	ربح المقرض دالة متزايدة لحجم القروض المباعة
الحرص على تقييم ملاءة المقرض	الحث على منح القروض مقابل ضمانات مثل الزيادة المتوقعة في قيمة السلعة
انخفاض عدم تناظر المعلومات نتيجة لتقارب المقرض والمقرض الذي يقوم بعملية الرقابة خلال فترة حياة القرض	ارتفاع عدم تناظر المعلومات والذي يزداد بحدة نتيجة ضعف تقييم معرفة حجم الخطر الذي يمثله المدين
عرض القروض من قبل البنوك التي تملك القدرة على تقييم القروض	عرض القروض من قبل بنوك ومؤسسات مالية غير بنكية
توفر الرقابة الاحترازية مثل تأسيس مؤسسات رأس المال لمقابلة خطر القرض (التحكم في الخطر المعنوي)	عدم وجود أية رقابة احترازية وأية مؤسسة من رأس المال (تزايد الخطر المعنوي)

Source : Aglietta Michel , Comprendre la crise du crédit structuré ,

<http://www.cepii.fr/francgraph/publications/lettre/pdf/2008/let275.pdf> , P2.consulté le 15/04/2017, 23:50h.

المطلب الثالث: أنواع المنتجات المورقة

توجد أنواع مختلفة من الأصول التي تم توريقها من محافظ قروض متنوعة كقروض الرهن العقاري وغيرها من المحافظ من بينها ما يلي:

1- الأوراق المالية المضمونة بأصول ABS :

ويشار لها أحيانا بالأوراق المالية الغير العقارية وهي الأوراق المالية التي تصدر في أصول غير قروض الرهن العقاري، مثل قروض الاستهلاك وقروض السيارات وغيرها، وتتميز بأنها تستند لمحفظه أصول متجانسة تتشابه

هذه الأدوات المالية مع نوع آخر من منتجات التوريق يسمى بالتزام الدين المضمون بأصول *CDO* وتتميز عنها فقط في أنها تستند إلى محفظة أصول غر متجانسة، ويندرج تحت الأوراق المالية المضمونة بأصول نوعان آخران من الأوراق المالية وهما التزام السندات المضمونة *CBO*، والتي تمثل ورقة مالية مضمونة بمحفظة من السندات ويعرف النوع الثاني بالتزام القرض المضمون *CLO* وهو يمثل ورقة مالية مضمونة بمجموعات قروض تقترضها مختلف الشركات من المصارف (1).

2- الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري *MBS* :

هي نوع من الأوراق المالية المدعومة بأصول *ABS*، وتكون مضمونة برهن أو مجموعة من الرهون العقارية وهي أوراق تكون مدد استحقاقها 30 عاما وعدد المستثمرين فيها محدود ذلك أن المستثمرين يفضلون عادة أوراقا مالية من 3-10 سنوات (2) وفي حالة ما إذا كان الرهن العقاري سكني فإننا نتحدث عن *RMBS* أي الأوراق المالية المضمونة برهن عقار سكني، أما في حالة أصول عقارية للشركات كالمباني الإدارية والمراكز التجارية فننتحدث عن *CMBS* أي الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري تجاري (3).

3- سند مستند إلى رهن عقاري *CMO* :

يقصد به الورقة المالية المضمونة بمجمع القروض المضمونة بالرهن أو بعض مجموعات القروض المضمونة بالرهن العقاري السكني وأوراق الوكالة المالية وتصدرها شركات الاستثمار العقاري وعادة ما تتضمن العملية التي يتم فيها إصدار التزامات الرهن المضمون فئات متعددة من الأوراق المالية بحيث يكون لها تواريخ استحقاق وكوبونات مختلفة ، ويتعرض في ظلها المستثمرون لمستويات منخفضة نسبيا من المخاطر ومن ثم يتوقع قبولهم لعائد منخفض عن الاستثمار في تلك الأوراق المالية (4).

4-التزامات الدين المضمونة *CDO* :

1-4 مفهوم و خصائص عقود *CDO*:

عقود *CDO* هي عبارة عن سندات مضمونة بمجموعة من الأصول التي تتكون عادة من القروض المصرفية والسندات و عقود *CDS* لذا فهي سندات دين الصادرة عن شركات تسمى الوسيلة ذات الغرض الخاص *SPV* والمعروفة باسم هياكل التوريق الذي يشتري ويحمل السندات التي تصدرها الشركات أو البنوك *CBO* أو

(1) نايف بن جمعان جريدان و بابكر مبارك عثمان الشيخ ، (2017) : التمويل عبر توريق الديون من وجهة نظر مالية وإسلامية، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية ، غزة ، العدد 25 ، ص 54 .

(2) يوسفات علي ،(2013) : الحيل المحاسبية والمالية ودورها في خلق الأزمات المالية ،مجلة بحوث اقتصادية عربية ،العددان 61-62 ، ص 26 .

(3) Patrick Artus et autres, (2008): la crise des subprimes, rapport du conseil d'analyse économique, La Documentation française , Paris, P 37.

(4) منير إبراهيم هندي ، (2002): المرجع سبق ذكره ، ص 436 .

القروض المصرفية *CLO* ، و بتالي هو عبارة عن ورقة مسندة إلى محفظة مجموعة من أنواع مختلفة من الديون والتي قد تشمل سندات الشركات المتداولة في أسواق رأس المال وقروض الشركات الممنوحة من طرف مؤسسات الإقراض وشرائح التوزيع مما يجعله دين ذات جودة عالية و يتم عادة تجزئة *CDO* إلى ثلاث مقاطع *tranche* كما يلي ⁽¹⁾ :

- المقطع الأول *equity* يمثل نسبة 5% من المجمع يتعرض هو الأول لنسبة من الخسارة إذا وقعت .
- المقطع الثاني *Mezzanine* يمثل نسبة 10 % من المجمع يتعرض هو بدوره إلى الخسارة إذا لم يكفي المقطع الأول .

- المقطع الثالث *Senior* يمثل نسبة 85 % من المجمع يتعرض إلى الخسارة إذا لم يكفي المقطع الأول و الثاني وهذا ما يجعل المقطع الثالث عالي الجودة و يتحصل على التقيط AAA من وكالات التصنيف بينما يتحصل المقطع الثاني على التقيط A أو BB أما المقطع الأول غير مصنف لكن بالنسبة للفوائد فإن المقطع الأول هو الذي يحصل على العائد الأعلى ثم الثاني أقل من الأول ثم المقطع الثالث أقل من الثاني.

و من خصائص عقود *CDO* تعتبر وسيلة لخلق المزيد من الأصول ذات خصائص مختلفة من المخاطر من خلال محفظة مجموعة من أدوات الدين و بتالي فهو وسيلة لخلق ديون عالية الجودة انطلاقا من ديون متوسط أو أقل جودة ، ويتم حيازة الأصول المنشأة في شكل شرائح وتتطلب العمليات الدفع تبعا لمستوى المخاطر كما تسمح عقود *CDO* بجعل أوراق مالية سائلة التي لا تتحول بسهولة إلى سيولة و كذلك تسمح للبنوك ، بإعادة تمويل نفسها مع المستثمرين الذين يرغبون في اتخاذ المخاطر على محفظة من الديون ⁽²⁾.

ويقتضي التمويل المهيكل عادة تجميع مخاطر أساسية معينة متعددة (مخاطر السوق والائتمان) عن طريق تجميع الصكوك المعرضة لتلك المخاطر و كمثال فإن القروض العقارية يتم تجميعها في الأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية *CDO* و يتم فيها إدخال الحقوق المورقة على مدفوعات في شكل شرائح أو فئات متنوعة من المخاطر و في نموذج بسيط من ثلاث شرائح تكون للشريحة الأدنى مخاطر أو الشريحة الممتازة *Senior* حق الأولوية في الحصول على مدفوعات مجمع *CDO* وتحضي الشريحة الممتازة بأعلى تصنيف ائتماني AAA و تحصل على سعر فائدة ادني ، و بعد تسديد مدفوعات الشريحة الممتازة تتلقى الشريحة الوسطى *Mezzanine* مدفوعاتها و هي توافق مخاطر اكبر بكثير وتحضي بتصنيفات ائتمانية دون الدرجة

⁽¹⁾ Inza Dosso, (2008): Thèse Utilisation Rationnelle Des Collateralised Debt Obligation , Université Laval , Québec , Canada , P 10-14, Disponible sur le site, http://www.memoireonline.com/10/08/1592/m_utilisation-rationnelle-des-collateralised-debt-obligation-cdo0.html, Consulté le: 30/01/2016, 14:23h.

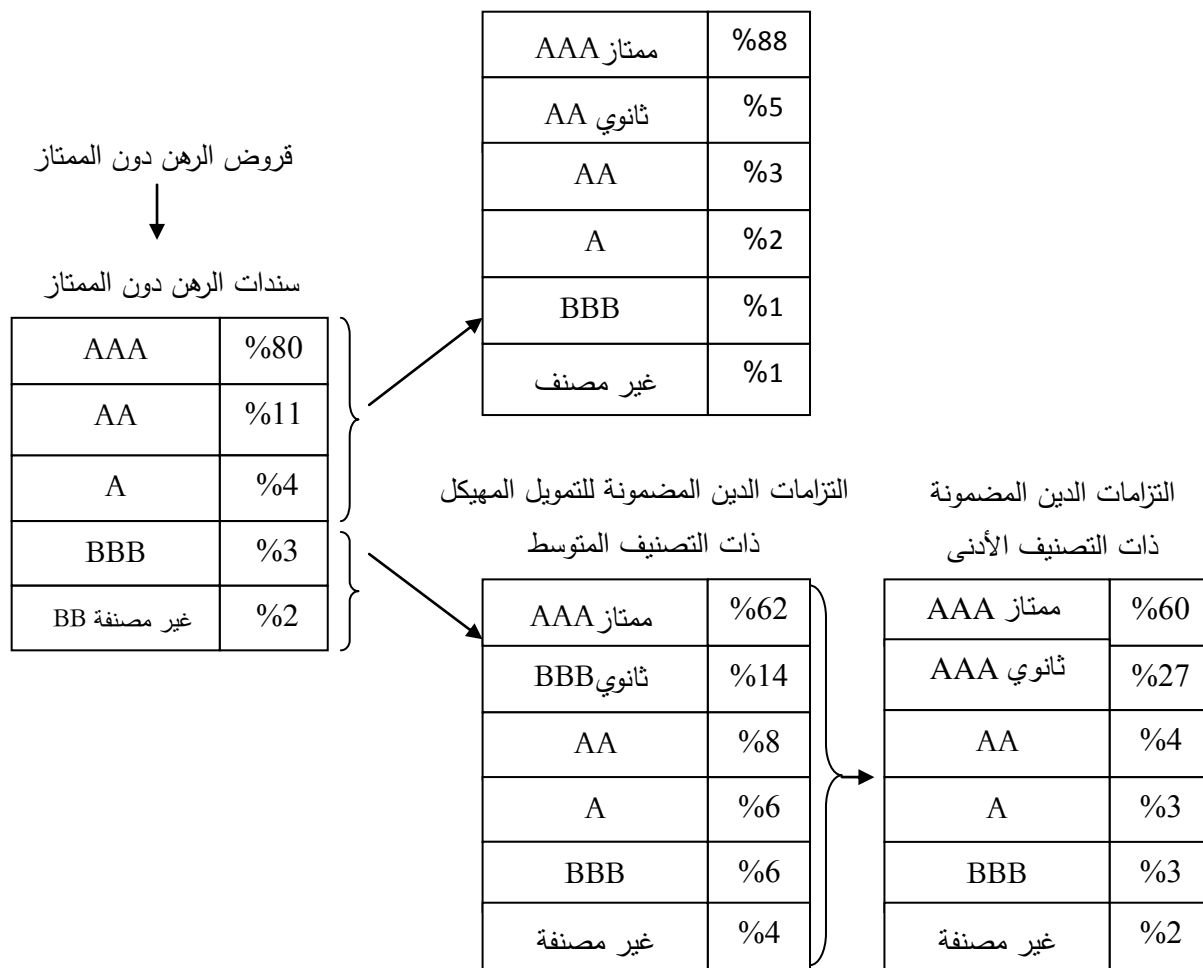
⁽²⁾ Crespelle Nicolas , (2009): La Crise En Question Les 50 Questions Que Vous Vous Posez , édition Eyrolles , Paris , P 152 .

الاستثمارية ، ومعدل عائد اعلي و لا تتلقى الشريحة الدنيا أو شريحة أسهم الملكية *equity* مدفوعات إلا إذا تم سداد مدفوعات الشريحة الممتازة و الوسطى *Les tranches Mezzanine et Senior* و تعاني شريحة أسهم الملكية من الخسائر الأولى في المجمع لكن وفي المقابل، تمنح أيضا أعلى معدل عائد نظرا للدرجة العالية للمخاطر المحتملة وتكون في العادة غير مدرجة ضمن تصنيف مجمع *CDO* و يمكن تداولها في الأسواق الثانوية حتى يمكن اكتشاف الأسعار لكل مستوى من المخاطر ويتم سداد مدفوعات المجمع لحائزي هذه الشرائح بنظام محدد ، يبدأ بالشرائح الممتازة الأقل خطورة ويتسلسل تنازليا من خلال مستويات مختلفة إلى شرائح أسهم رأس المال الأكثر خطورة ⁽¹⁾ .

⁽¹⁾ اسماعيل فوزي، (2009) : دور المبتكرات المالية في تفشي الأزمة وضرورة الأخذ بقرارات بازل الثانية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الدولية تباطؤ الاقتصاد العالمي وأثاره على الاقتصاديات الأورو مغربية ، المنعقد يومي 11-12 أكتوبر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بجاية ، الجزائر، ص 8 .

الشكل رقم (05): تقسيمات المنتجات الائتمانية المهيكلة لشرائح

التزامات الدين المضمونة للتمويل ذات التصنيف الأعلى



المصدر: عبد القادر بلطاس ، (2009) : المرجع سبق ذكره ، ص40 .

2-4 أهمية عقود CDO :

1-2-4 بالنسبة للمصدر :

إن إصدار السندات بالنسبة للمصدر له أهمية تتمثل فيمايلي :

- بإمكان أي مؤسسة مالية على سبيل المثال زيادة رأس المال عن طريق بيع الأصول ذات العائد المنخفض إلى شركات الوسيلة ذات الغرض الخاص SPV أما الأصول التي تدر عائدا أعلى سيميل البنك إلى شراء شريحة أسهم الملكية *equity* ، هذه الإستراتيجية الثانية يسعى من خلالها البنك إلى تعظيم العائد على رأس المال ، وحتى إذا كان اقتناء نوع شريحة أسهم الملكية يقتضي دفع مبلغ أساسي يساوي 100 % من قيمة الشريحة ، فان مردودية الأموال الخاصة في نهاية العملية ستتحسن بشكل ملحوظ .

- كما قد يكون الهدف من العملية هو ببساطة تحويل مخاطر الائتمان لمجموعة من سندات الدين التي تم تحديدها وبالتالي الإدارة المثلى للميزانية .

إما فيما يتعلق باستعمال عقود CDO للمراجحة *l'arbitrage* أي عندما يكون الهدف من العملية هو تحقيق الربح عن طريق هيكلة المعاملات، بحيث الأرباح المحققة من الأصول محل التعاقد ناقص تكلفة العملية تتجاوز تلك التي يتقاضاها المستثمرون .

2-2-4 بالنسبة للمستثمر :

- من أهم المستثمرين في عقود CDO نجد صناديق التحوط ، صناديق التقاعد وشركات التأمين و البنوك ونفسر جاذبية المستثمرين المؤسسيين في عقود CDO في المقام الأول ، من خلال حقيقة أن هذه المنتجات يمكن أن تصل إلى أعلى مستوى معين من العوائد مع المخاطر التي يتعرضون لها .

- أما في المقام الثاني هو تكوين محفظة للأصول محل التعاقد ، حيث أن محفظة الأصول المركبة متنوعة وتشمل أصول لا يمكن للمستثمرين الوصول إليها (مثل القروض المصرفية) التي ترتبط عوائدها مع أداء أصول أخرى بشكل ضعيف ، وهذا يسمح للمستثمر بزيادة الربحية من محفظته مع زيادة محدودة للمخاطر (الاستفادة من التنويع) و هذا بفضل ارتباط منخفض بين الأصول محل التعاقد لعقود التزامات الدين المضمونة و محفظة المستثمرين.

- إن عقود CDO تسمح بمطابقة أفضل بين تفضيلات المستثمرين وخصائص الأصول المالية المستثمر فيها.

إن هذه الفوائد ، سواء للمستثمر كما البائعين ، تشرح التوسع السريع في سوق *CDO* في السنوات الأخيرة على سبيل المثال تضاعف حجم عقود *CDO* تقريبا ما بين عام 2005 إلى عام 2006 لتصل 918 مليار دولار (1) .

5- مبادلة مخاطر الائتمان *CDS* :

1-5 مفهوم و خصائص عقود *CDS*:

هي عقود مالية ثنائية ، للحماية بين طرفين مشتري وبائع التغطية تسمح لمشتري الحماية تحويل مخاطر الائتمان على قرض أصلي إلى متعاملين ماليين آخرين باعة الحماية و يتم تحويل الخطر بين الطرفين من خلال تقنية المبادلة *Swap* حيث أن مشتري الحماية يدفع علاوة دورية ، تتحدد قيمتها بواسطة نقاط الأساس تبعا لمبلغ الأصل المضمون لبائع الحماية الذي يتعهد بتعويض خسائر الأصول المرجعية، نتيجة عدم قدرة المقترض على سداد الائتمان فهو عبارة عن عقد تأمين (نوع من التأمين ، مثل المؤمن *AIG*) ، ولكنه يختلف عن التأمين لأنه يعبر عن صفقة أين لا يتوجب على بائع الحماية تخصيص أموال لضمان الصفقة ، حيث يتحصل على علاوة دورية الذي من خلالها يزيد من دخوله دون أي استثمار لرأس المال ، في حالة عدم توقع حدوث خطر قرض أي الإفلاس ، حتى تاريخ استحقاق العقد أما في الحالة المعاكسة سوف يكون مجبر على توفير الأموال اللازمة من أجل تعويض المقرض نتيجة عدم قدرة المدين على الوفاء بالتزاماته (2) .

وأدخلت منتجات مبادلة مخاطر الائتمان *CDS* في عام 1997 من طرف بنك *JP Morgan* لتصبح الشكل الأكثر شيوعا لمشتقات القروض حيث بلغ المبلغ الإجمالي لمبادلة مخاطر الائتمان *CDS* في الولايات المتحدة بداية سبتمبر 2008 62000 مليار دولار وهو رقم قريب من مجموع الودائع المصرفية على المستوى العالمي (3) .

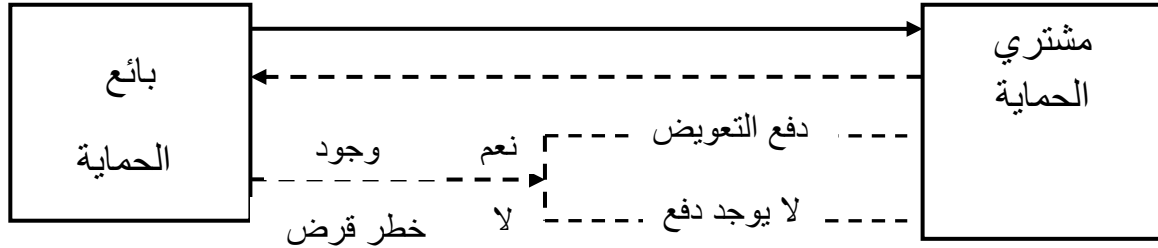
(1) Klein Laure, (2008): La Crise Des Subprime Origines De L'excès De Risque Et Mécanismes De Propagation, édition Revue Banque, Paris, P 58-59 .

(2) Crespelle Nicolas , (2009): Op. Cit, P 149.

(3) Jorion Paul , (2008): La Crise Des Subprimes Au Séisme Financier Planétaire , édition Fayard , Paris , P 189.

الشكل رقم (06) : مبدأ عمل عقود Credit Default Swap

دفع علاوة دورية (عدم وجود خطر قرض)



Source : Fiche d'instrument, Les Credit Default Swaps (CDS) , <http://www.iotafinance.com/Article-Fiche-d-instrument-Les-Credit-Default-Swaps-CDS.html> , Consulté le: 23/03/2016, 21:55h.

المبحث الرابع: الهندسة المالية الإسلامية

تعد الهندسة المالية الإسلامية الوسيلة الفعالة لحل مشكلات التمويل خاصة بتزايد مخاطر الهندسة المالية التقليدية حيث أن هدفها الأول والأخير، هو تحقيق المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية الإسلامية بما يتلاءم والاحتياجات المالية.

المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

1- تعريف الهندسة المالية الإسلامية:

يمكن تعريف الهندسة المالية الإسلامية على أنها مجموعة الأنشطة التي تتضمن التصميم التطوير و التنفيذ لكل من الأدوات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل و كل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي⁽¹⁾.

2- خصائص الهندسة المالية الإسلامية:

تتميز الهندسة المالية الإسلامية بمجموعة من الخصائص وعن أهمها مايلي:

المصادقية الشرعية : تعني المصادقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن، و هذا يتضمن الابتعاد الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع، إذ الهدف الأساسي من الصناعة المالية الإسلامية هو التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان .

الكفاءة الاقتصادية : إن التطرق لمفهوم الكفاءة الاقتصادية يستدعي البحث في المفاهيم التالية الربح القياسي الربح البديل و التكلفة و تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصادقية الشرعية بخاصية أخرى

⁽¹⁾ عبد الكريم قندوز، (2007) : الهندسة المالية الإسلامية، الاقتصاد الإسلامي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، العدد 2، المجلد 20، ص 3.

مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية و هي الكفاءة الاقتصادية ، و يمكن لمنتجات الهندسة المالية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر و تخفيض تكاليف المعاملات و تكاليف الحصول على معلومات و عمولات الوساطة و السمسرة (1).

الابتكار الحقيقي بدل التقليد : يعتبر التنوع المتوفر في المنتجات المالية الإسلامية تنوعا حقيقيا وليس صوريا كما في أدوات الهندسة المالية، حيث أن كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر الضمانات أو التسعير، وهذا من منطلق أن المقصود من الهندسة المالية هو ما يلبي مصلحة حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار (2).

3- أسباب ظهور الهندسة المالية الإسلامية:

فيما يلي نورد أهم الأسباب التي ساهمت في ظهور الهندسة المالية الإسلامية:

1-3 انضباط قواعد الشريعة الإسلامية : يشترط في منتجات الهندسة المالية الإسلامية أن تكون قادرة على تلبية احتياجات الناس بصورة كفئة اقتصاديا، مع التزامها بالأحكام والضوابط التي تضعها الشريعة والجمع بين هذين الشرطين يتطلب قدرا من البحث والعناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود، فالهندسة المالية الإسلامية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلبي الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء متطلبات القواعد الشرعية (3).

2-3 تطوير المعاملات المالية : تجمع المعاملات في الإسلام بين الثبات والتطور أو المرونة، فالربا والغش والاحتكار من الأشياء التي حرمها الإسلام منذ أكثر من أربعة عشر قرنا، فمهما اختلفت الصور والأشكال فليس لأحد أن يحل صورة مستحدثة أو شكلا جديدا ما دام في جوهره يدخل تحت ما حرمه الله سبحانه وتعالى، والبيع حلال إلى يوم يبعثون قال تعالى :﴿وأحل الله البيع وحرم الربا﴾ سورة البقرة الآية 275 واستحدثت في عصرنا الحالي أشكال ،عديدة من البيوع يتعامل الناس بها وما دام البيع يخلو من المحذور لهذا كان لا بد من إيجاد البدائل فتطور التعاملات المالية في العصر الحاضر وتزايد عوامل المخاطر واللايقين، وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي مما يجعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة ويزيد من ثم الحاجة للبحث عن حلول ملائمة لها.

(1) عبد الحميد عبد الرحيم الساعاتي ، (1999) : نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية ، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد 11، العدد5، ص 55.

(2) علي موسى حنان و محمد الأمين خنيوة ، (2011) : منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواقع والتحديات ومناهج التطوير ، الملتقى الدولي الأول حول :الاقتصاد الإسلامي، الواقع .. ورهانات المستقبل ، المنعقد يومي 23-24 فيفري، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، ص 4.

(3) سامي بن إبراهيم السويلم ، (2004) : صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي ، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المدورة، الكويت ، ص 9.

3-3 المنافسة مع المؤسسات المالية التقليدية : إن وجود المؤسسات المالية الرأسمالية ونموها إلى درجة فرضت قدرا كبيرا من التحدي على الاقتصاد الإسلامي ، فالحلول التي يقدمها المسلمون لا يكفي أن تكون عملية فحسب بل يجب مع ذلك أن تحقق مزايا مكافئة لتلك التي تحققها الحلول الرأسمالية ويترتب على هذه الجوانب، صعوبة إيجاد حلول اقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر ومن هنا برزت الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وتأصيلها (1).

المطلب الثاني: أهمية الهندسة المالية الإسلامية

يحقق تطبيق الهندسة المالية الإسلامية كثيرا من المزايا تتمثل فيما يلي:

1- زيادة قدرتها التنافسية من خلال تلبية الاحتياجات المتزايدة لطالبي التمويل، وبالشكل المناسب من خلال هندسة وتصميم تمويلات خاصة بالمشروعات الصغيرة، وأخرى خاصة لمشروعات قطاع معين وتمويلات ممنوحة لمحدودي الدخل ، وبذلك تشمل الفائدة جميع الأطراف وهذه الميزة للهندسة المالية الإسلامية ليست متوافرة في نظيرتها التقليدية.

2- ابتكار وتطوير أدوات للتحوط وإدارة المخاطر، وكذا إيجاد التقنيات والاستراتيجيات الملائمة للتعامل مع مخاطر المؤسسات المالية الإسلامية.

3- تجنب تقليد منتجات المؤسسات المالية التقليدية وتوفير البدائل لها، حيث أن الهندسة المالية الإسلامية هي وسيلة للإبداع والتطوير وإيجاد المنتجات الإسلامية البديلة للمنتجات التقليدية، وهذا يتطلب الاهتمام بعمليات البحث والتطوير.

4- تعمل الهندسة المالية الإسلامية على مساعدة المؤسسات المالية الإسلامية في إدارة سيولتها بصورة مريحة، فضلا عن توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية .

5- تعمل على تسليح المؤسسات المالية الإسلامية بمختلف الأدوات والمنتجات المالية المبتكرة حتى تستطيع مواجهة مختلف الأزمات، فضلا عن دعم استقرارها، وخير دليل على هذه الميزة هو صمود المؤسسات المالية الإسلامية أمام الأزمة المالية العالمية 2008 (2) .

(1) عمر ياسين محمود خضيرات، (2011) : دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة ، الملتقى الدولي الأول حول :الاقتصاد الإسلامي، الواقع .. ورهانات المستقبل، المنعقد يومي 23-24 فيفري، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة غرداية ، ص 15-16.

(2) محمد كريم قروف، (2011) : الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول : الاقتصاد الإسلامي، الواقع .. ورهانات المستقبل، المنعقد يومي 23-24 فيفري، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة غرداية ، ص 11.

المطلب الثالث: الفرق بين الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية

الجدول رقم(05): مقارنة بين الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية

أوجه المقارنة	الهندسة المالية التقليدية	الهندسة المالية الإسلامية
الأسس	الوعي والإفصاح	الوعي والإفصاح مع المصادقية الشرعية و الالتزام بالشرعية الإسلامية
المبادئ	الاقتصاد الربوي الفائدة الربوية المجازفة القمار، بيع الدين	المشاركة في الربح والخسارة وتطبيق مبادئ الإسلامية تحريم الربا والغرر ورفع الحرج التحذير من بيعتين في بيعة واحدة
الخصائص	الكفاءة الاقتصادية	التوافق بين الضوابط الشرعية والكفاءة الاقتصادية والاجتماعية
الجهة الموجه لها	يوجه لفئة محددة أو مؤسسة خاصة مما يعرض المصالح العامة للخطر وإحداث الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والوهمي.	يوجه للصالح العام والخاص مما يساعد في تحقيق التنمية المستدامة وإحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي الوهمي.
المنتج	الأصول التقليدية الأسهم والسندات المنتجات المالية الحديثة والتوريق والمشتقات المالية	الأسهم العادية الحلال والصكوك الاستثمارية الإسلامية العقود المالية والتوريق الإسلامي والمشتقات المالية الإسلامية
المهندس المالي	خبرة وعلم المعاملات والعمليات المالية في إطار تخصصه ولا يمكنه الإلمام بجميع المعلومات نظرا لتوسع الكبير في مجاله.	يجب أن يكون ملما بالتوجه الإسلامي للجوانب الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى الخبرة في المعاملات والعمليات المالية.
الأدوات	تتميز بالغموض والتعقيد والقمار والمجازفة	تتميز بالوضوح والأمان والمرونة و الشفافية
الأهداف	تفعيل تكاليف المعاملات ونقل الأخطار بين المتعاملين	تأخذ البعد الأخلاقي والتنمية المستدامة في تمويلها للمشروعات ولتشجيع الاستثمار الحقيقي القائم على أساس السلع والخدمات

المصدر: مجدوب بحوصي وعمار عريس، (2016) : منتجات الهندسة المالية الإسلامية بين خلق المخاطر وإدارتها ، المؤتمر الدولي الأول حول: التحوط وإدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية المنعقد يومي 27 - 30 نوفمبر مركز سنابل للبحث وتطوير الموارد البشرية بالأردن بالتعاون العلمي مع مركز بيان للهندسة المالية الإسلامية السوداني ، ص 7.

المطلب الرابع: منتجات الهندسة المالية الإسلامية

1- الصكوك الإسلامية:

1-1 تعريف الصكوك الإسلامية :

تعرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري

خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله⁽¹⁾ و يمكن أن ينظر إليها على أنها البديل الإسلامي للسندات حيث أنها تحمي حاملها أكثر من المخاطر الائتمانية بالحصول على حصة من الربح وليس فائدة ثابتة⁽²⁾.

2-1 خصائص الصكوك الإسلامية:

تتمثل أهم الخصائص العامة للصكوك الإسلامية فيما يلي⁽³⁾:

- الصكوك عبارة عن وثاق متساوية القيمة تصدر باسم مالكة لإثبات حق مالكة في الموجودات الصادرة بموجبها.

- تكون الصكوك قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية في إطار الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.

- تمثل الصكوك حصة شاعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار، أعيانا أو منافعاً أو خدمات أو خليط منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود، ولا تمثل ديناً أو التزاماً في ذمة مصدريها.

- تعطي الصكوك الإسلامية الحق لحاملها في الحصول على الأرباح إن وجدت التي يحققها المشروع ويستلزم ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للجهة المصدرة له.

- تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي، وبضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها كما يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار بنسبة ما يملكه من صكوك، حي تقوم الصكوك على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة.

3-1 الفرق بين الصكوك الإسلامية والأوراق المالية التقليدية:

يمكن تحديد أهم أوجه الفروقات بين الأسهم والسندات والصكوك كما هو مبين في الجدول الموالي:

⁽¹⁾ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، (2010) : المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم 17 صكوك الاستثمار، البحرين، ص 238.

⁽²⁾ Wadi Mzid, La Finance Islamique: principes Fondamentaux et apports potentiels dans le financement de la croissance et du développement, Emerging New Economic Policy Makers in The Arab Mediterranean : Economic Agendas of Islamic actors, Disponible sur le site, <http://rh.banquezitouna.com/upload/1451918489.pdf> P08, Consulté le: 23/03/2016, 21:55h.

⁽³⁾ فتح الرحمان علي محمد صالح، (2008) : دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة بحث مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، إتحاد المصارف العربية، بيروت، ص 17-18.

الجدول رقم(06): مقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات

عناصر المقارنة	الأسهم	السندات	الصكوك الإسلامية
الشكل القانوني	ملكية حصة شائعة من الأصول	قرض بفائدة ثابتة	ملكية حصة شائعة من الأصول
العائد	المشاركة في الربح والخسارة	سعر الفائدة	المشاركة في الربح والخسارة
التداول	قابلة للتداول	قابلة للتداول	قابلة للتداول باستثناء صكوك الدين
درجة المخاطرة	مرتفعة	منخفضة	تعتمد على طبيعة الأصول

المصدر : زاهرة علي محمد بني عامر، (2009) : التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، الطبعة الأولى، دار عماد الدين للنشر والتوزيع، الأردن، ص 245 .

4-1 أنواع الصكوك الإسلامية:

لقد تعددت أنواع الأدوات المالية الإسلامية ، بتعدد المجالات التي من الممكن أن تكون محلا جيدا لإصدار الصكوك، ويمكن توضيح هذه المجالات فيما يلي:

1-4-1 صكوك الصناديق الاستثمارية : يعرف الصندوق الاستثماري بأنه تجميع للأموال عبر الاكتتاب في صكوكه بغرض استثمارها في مجال معرف بدقة في نشرة الإصدار، حيث تتعدد مجالات استخدامها ويمكن أن تشمل كافة فروع الاقتصاد وبالطبع منها المجالات المالية، كما تصدر الصناديق بأجال وأحجام معينة (الصناديق المغلقة)، أو بأجال وأحجام غير محددة (الصناديق المفتوحة) تكيف شرعيا على أساس صيغة المضاربة المقيدة، وهذه الصناديق تمثل الصيغة الأم لكل نوع من أنواع الصكوك التي يتم تداولها في سوق النقد⁽¹⁾.

2-4-1 صكوك الإجارة : هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلا، والغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية صكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية وتعتبر صكوك الإجارة صكوك ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة لمالكي الصكوك، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم وهي

⁽¹⁾ محمد كريم قروف، (2011) : المرجع سبق ذكره، ص 09 .

قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب قيمتها السوقية، كما تمثل صكوك الإجارة حصة مشاعة في ملكية أصول متاحة للاستثمار، وهي من أشهر أنواع الصكوك انتشارا (1).

3-4-1 صكوك المضاربة : وهي أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فتتمثل عامل المضاربة (المستثمر)، ويتمثل مالكو الصكوك أصحاب رأس المال، وتأخذ صكوك المضاربة العديد من الصور كصكوك المضاربة المطلقة، صكوك المضاربة المقيدة وصكوك المضاربة المستردة بالترج و صكوك المضاربة القابلة للتحويل، المصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت ويجوز تداول صكوك المضاربة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع، أما قبل بدء النشاط فتراعى ضوابط التصرف في النقود .

4-4-1 صكوك المشاركة : وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استثماري، وتصبح موجودات المشروع ملكا لحملة الصكوك، وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة بتعيين أحد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار، وتوجد العديد من الأنواع لصكوك المشاركة كصكوك المشاركة المستمرة والمؤقتة المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين والمكتتبون هم الشركاء عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأسمال المشاركة ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها، كما تتحدد آجال صكوك المشاركة بالمدة المحددة للمشروع محل عقد المشاركة، ويستحق حملة الصكوك المشاركة حصة من أرباحها بنسبة ما يملكون من صكوك وتوزع الخسارة عليهم بنسبة مساهماتهم (2).

وهي مشابهة كثيرا لصكوك المضاربة السابق شرحها، ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في أن المال في صكوك المضاربة كله من طرف أو مجموعة أطراف بينما في صكوك المشاركة نجد أن الجهة الوسيطة التي تصدر الصكوك لمستثمرين تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشراكة وبصورة مشابهة لما هو عليه الحال في شركة المساهمة العامة (3).

(1) نوال بن عمارة، (2011) : الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية، مجلة الباحث، العدد 09، جامعة ورقلة، الجزائر، ص257.

(2) نوال بن عمارة، (2011) : المرجع سبق ذكره، ص 255-256.

(3) فتح الرحمن علي محمد صالح، (2002) : أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل الهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفي، بنك السودان، العدد 26، ص7.

5-4-1 صكوك المراجعة : وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك، والهدف من إصدار هذه الصكوك هو تمويل عقد بيع بضاعة مراجعة، كالمعدات والأجهزة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مراجعة نيابة عن حملة الصكوك وتستخدم المؤسسة حصيلة الصكوك في تملك بضاعة المراجعة وقبضها قبل بيعها المصدر لصكوك المراجعة هو البائع لبضاعة المراجعة، بمجرد شراء شركة الصكوك لهذه السلعة مراجعة وهم بذلك يستحقون ثمن بيعها يجب أن تكون بضاعة المراجعة في ملك وحياسة مدير الإصدار بصفته وكيلًا عن حملة الصكوك من تاريخ شرائها وقبضها من بائعها الأول وحتى تاريخ تسليمها لمشتريها مراجعة، يكون ربح حملة الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المراجعة ودفع مصروفاتها نقداً و ثمن بيعها للمشتري مراجعة على أقساط مؤجلة، يجوز تداول صكوك المراجعة بعد قفل باب الاكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها للمشتري مقابل ثمن مؤجل أو يدفع على أقساط ويخضع لقيود التصرف في الديون بعد تسليم البضاعة للمشتري وحتى قبض الثمن المؤجل وتصفية العملية⁽¹⁾.

5-1 آلية إصدار الصكوك الإسلامية:

تمر عملية إصدار الصكوك الإسلامية عبر خطوات أولية كما يلي:

1-5-1 الهيكلية:

تتم هذه الخطوة من قبل الجهة القائمة بعملية إنشاء الصندوق، وهي إما من طرف الممولين كالبنوك مثلاً أو من طرف المستفيد من التمويل، وغالباً ما تستعين الجهة الراغبة في إصدار الصكوك بمكتب خبرة أو دراسات ليتولى عملية التنظيم لقاء عمولة، كما تتم الاستعانة بهيئة شرعية لاستكمال المتطلبات الشرعية واستيفاء الأحكام والضوابط الشرعية وبناءاً على ما سبق يمكن أن نقسم هذه المرحلة إلى خطوات فرعية هي:

- ✓ تحديد الهدف من الإصدار.
- ✓ تحديد نوع الأصول المراد تصكيكها.
- ✓ إعداد دراسات الجدوى الأولية والتي تتضمن الدراسة الشرعية، الدراسة القانونية، الدراسة التسويقية، الدراسة الفنية والدراسة المالية.

2-5-1 تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين) :

ويكون ذلك من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص *SPV* تسجل في مناطق ذات إعفاء ضريبي وتكون ذات شخصية مستقلة، بالرغم من أنها مملوكة بالكامل للمستثمرين وذلك لتمثيلهم في إيجاد العلاقات بالجهات

⁽¹⁾ نوال بن عمارة، (2011) : المرجع سبق ذكره، ص 256 .

المختلفة وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة، ثم يقوم المصدر بإثبات نقل ملكية الأصول من دفاتره إلى دفاتر تلك الشركة ذات الغرض الخاص، على أساس البيع بعد أن يجري تقويمها من جهة متخصصة.

3-5-1 طرح الصكوك للإكتتاب:

وذلك بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.

4-5-1 تسويق الصكوك:

ويتم إما بالطرح مباشرة للجمهور، وإما أن يتم بيع الصكوك جملة إلى المستثمر الأول الذي قد يكون بنكا أو مجموعة بنوك، ثم يقوم هو بتسويقها وبيعها إلى الجمهور.

5-5-1 التعهد بتغطية الإكتتاب:

يتقدم متعهد تغطية الإصدار بتعهد يلتزم بموجبه بتنظيم الاكتتاب فيما تبقى من الصكوك، حي يلتزم بشراء الصكوك التي لم يكتتب فيها وبيعا تدريجيا أو يحتفظ بها كليا أو جزئيا.

6-5-1 مرحلة ما بعد الإصدار:

يتم في هذه المرحلة التصنيف الائتماني للصكوك من قبل جهة متخصصة تمهيدا لتحديد الجدارة الائتمانية لإدراجها في سوق التداول إن كانت مما يقبل تداوله ففي هذه المرحلة تكون محاولة لتوفير سوق تداول ثانوية للصكوك المصدرة من خلال توفير آلية إعادة شرائها من المستثمرين بأسعار يعلن عنها أسبوعيا، مما يضيف صفة السيولة على تلك الصكوك فيوفر لها جاذبية أكبر بالنسبة للمستثمرين⁽¹⁾.

6-1 الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية:

يمكن للصكوك الإسلامية أن تساهم في تمويل مختلف المشاريع التنموية الكبرى وذلك من خلال قدرتها على حشد وتوجيه الموارد المالية اللازمة لذلك، وسنقوم بتوضيح ذلك من خلال ما يلي :

1-6-1 دور الصكوك الإسلامية في تجميع وحشد الموارد المالية:

تتميز الصكوك الإسلامية بقدرتها على تجميع وتعبئة المدخرات من مختلف الفئات وذلك لتنوع آجالها ما بين قصير، متوسط وطويل الأجل، وتنوع فئاتها من حيث قيمتها المالية، وتنوع أغراضها، وكذا تنوعها من حيث طريقة الحصول على العائد ومن حيث سيولتها المستمدة من إمكانية تداولها في السوق الثانوية من عدمه إضافة إلى تلك المميزات تتمتع الصكوك الإسلامية بعدم تعرضها لمخاطر سعر الفائدة خاصة في حالة عدم ربط

(1) شرياق رفيق، (2013) : الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية التجريبية الماليزية والسودانية أنموذجا المؤتمر الدولي، الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، المنعقد يومي 21 و 22 نوفمبر، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، ص 10-09.

عوائدها بمعدل الفائدة لأنها لا تتعامل به أصلا، كما أن الصكوك الإسلامية لا تتعرض لمخاطر التضخم بل تتأثر بالتضخم إيجابيا لأن هذه الصكوك تمثل أصولا حقيقية في شكل أعيان وخدمات ترتفع أسعارها بارتفاع المستوى العام للأسعار، مما يؤدي إلى ارتفاع عوائد الصكوك الممثلة لتلك الأصول أعيان وخدمات.

2-6-1 دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاستثمارية:

إن التركيز على المصادر الداخلية لتوفير الموارد المالية وربطها باستخدامات تنموية حقيقية يعتبر الخيار الأمثل خاصة بالنسبة للدول النامية، وقد تكون الصكوك الإسلامية من بين الوسائل الفعالة في هذا المجال لأنها قادرة على تحقيق الغرضين معا وهما تعبئة الموارد وضمان توجيهها إلى مجالات استثمارية حقيقية، إذ أن التحدي الكبير والرئيسي في مجال الصناعة المالية الإسلامية لا يكمن فقط في قدرة الابتكارات المالية على تعبئة الموارد المالية، وإنما في طريقة استخدام هذه الموارد بحيث تقرب بين تلك الموارد وبين الهدف التنموي المنشود منها وعليه فكفاءة استخدام الموارد المالية التي تم جمعها ، عن طريق الصكوك الإسلامية توازي قدرتها على تعبئة هذه الموارد.

وتتنوع الصكوك الإسلامية بشكل يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية مختلفة، فنجد صكوك المرابحة تلائم الأعمال التجارية، وصكوك السلم هي الأنسب لتمويل المشاريع الزراعية والصناعات الإستخراجية والحرفيين في حين تستخدم صكوك الاستصناع في تمويل قطاع الإنشاءات والعقارات، وبالرغم من أهمية هذه الصيغ في تمويل المشروعات الاستثمارية، تبقى صكوك المشاركة هي الأكثر ملائمة لتمويل كافة أنواع الاستثمارات الطويلة الأجل والمتوسطة والقصيرة، كما تصلح لجميع أنواع الأنشطة الاقتصادية التجارية منها والصناعية و الزراعية والخدمية، وذلك لما تتميز به من مرونة في أحكامها و إمكانية انعقادها في أي مجال، وكذلك الأمر بالنسبة لصكوك المضاربة إلا أنها تمتاز عن صكوك المشاركة في فصلها إدارة المشروع عن ملكيته .

3-6-1 دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشا ربيع البنى التحتية والتنمية:

الصكوك الإسلامية أداة يمكن استغلالها لتمويل مشاريع البنى التحتية والمشاريع الضخمة التي تتطلب إقامتها رؤوس أموال كبيرة وهي بذلك تحقق فوائد لكل من المصدر والمستثمر، فالصكوك الإسلامية تلبي احتياجات الدول في تمويل تلك المشاريع بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام ، فعلى سبيل المثال يمكن للحكومات إصدار صكوك الإجارة لتمويل مشاريع ذات نفع عام والتي ترغب الحكومة في إقامتها لتحقيق مصلحة عامة تراها لا بغرض الربح ، كتمويل بناء الجسور والمطارات والطرق والسدود وسائر مشروعات البنية التحتية حيث تكون الحكومة هنا هي المستأجر من أصحاب الصكوك الذين هم بمثابة ملاك هذه الأعيان المؤجرة للدولة ثم تقوم الحكومة ، بصفتها مستأجرا بإتاحة تلك المشاريع للمواطنين لاستخدامها والانتفاع بها كما

يمكن أيضا استخدام صكوك إجارة المنافع في تمويل برامج الإسكان والتنمية العقارية، فالصيرفة الإسلامية بأدواتها المتنوعة قادرة على قيادة برامج تمويل المشاريع الحكومية بكفاءة عالية وبتكلفة منخفضة وآجال مختلفة .

4-6-1 معالجة العجز في الموازنة العامة وحل مشكلة المديونية:

تفتح الصكوك الإسلامية الباب على مصراعيه للمشاركة الشعبية الشاملة من قبل الأفراد لسد الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة، والتي تعبر عن البرنامج المالي المتوقع تنفيذه من قبل الحكومة لتحقيق أهدافها الاقتصادية وغير الاقتصادية، لذلك فهي تحتاج إلى أموال ضخمة لتنفيذ برامجها الاقتصادية وسد العجز القائم في موازنتها فيمكن للدولة أن تصدر صكوك المشاركة لسد العجز في موازنتها واستثمار حصيلتها في المشاريع المدرة للدخل كمحطات توليد الكهرباء، الموانئ... إلخ، كما يمكن تمويل العجز في الموازنة عن طريق إصدار الحكومة صكوك المضاربة في المشروعات المدرة للربح بحيث يتم تمويلها دون مشاركة أصحاب الأموال مشترى الصكوك في اتخاذ القرار الاستثماري والإداري للمشروع، بل تبقى الإدارة بيد السلطة الحكومية ، كما يمكن للحكومات كذلك أن تواجه العجز في موازنتها بإصدار صكوك الإجارة وكذلك الحال بالنسبة لصكوك القرض الحسن حي يمكن للحكومة أن تستفيد منها في دعم عجز الموازنة.

أما عن دور الصكوك في حل مشكلة المديونية والتي تكون ديون خارجية أو ديون داخلية في صورة قروض ربوية، فإنه بإمكان الدولة تحويل تلك القروض إلى صكوك ملكية خدمات عامة تقدمها الدولة كخدمات التعليم، الصحة، النقل، حي يتم مبادلة القروض الربوية للمواطنين على الدولة بما يقابل قيمتها من صكوك خدمات تقدمها الدولة مستقبلا، كما يمكن مبادلة هذه الديون بصكوك استصناع سلع تنتجها الدولة ، وبموجب تلك الصكوك يحصل حاملها على سلع بقيمة ما قدموه من قروض سابقا ⁽¹⁾ .

2- الفرق بين التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي :

إن التصكيك الإسلامي يختلف عن التوريق التقليدي من عدة أوجه نعرضه في الجدول التالي:

⁽¹⁾ شرياق رفيق، (2013) : المرجع سبق ذكره ، ص 11-13 .

الجدول رقم (07): مقارنة بين عمليات التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي

التوريق التقليدي	التصكيك الإسلامي
توريق القروض الديون المدرة للفوائد توريق مختلف الديون كديون الدول، وقروض الإسكان، وقروض البطاقات الائتمانية، وقروض السيارات.... إلخ.	تصكيك الأصول العينية الحقيقية المدرة للدخل؛ -تصكيك الأصول الحلال كالمنافع الناتجة من تأجير العقارات، والخدمات، وحقوق الامتيازات، والحقوق التابعة للعقود
إصدار أوراق مالية توافقا لمعايير والقوانين الوضعية.	إصدار أوراق مالية تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية
تحكم عمليات التوريق ضوابط الربح والمخاطرة.	تحكم عمليات التصكيك الضوابط الأخلاقية
. يكون التدفق النقدي على أساس تغيرات الفائدة	يكون التدفق النقدي على أساس الأرباح المحققة
المخاطر يتحملها المستثمرون.	المشاركة في المخاطر و المكاسب
إعطاء الضمانات لبعض المستثمرين على حساب آخرين.	إعطاء الضمانات لكل المستثمرين
يستخدم التوريق في تمويل نشاطات شراء الديون	يستخدم التصكيك في تمويل النشاطات الإنتاجية وعمليات شراء وبيع الأصول الحقيقية، وخلق فرص تمويل مفيدة اجتماعيا
تتميز عمليات التوريق بـ مخاطر عالية؛معاملات تشبه القمار؛ درجات عالية من الشك؛الغرر والغش.	أما التصكيك الإسلامي قائم على معاملات مضمونة نسبيا؛ بعيدة عن التدليس والغش.و المخاطر غير محسوبة و المعاملات المتعلقة بالدين
أهداف المستثمر قصيرة الأجل وضيق الرؤية.	أهداف المستثمر طويلة الأجل وواسعة الرؤية.
يساهم في نمو الاقتصاد المالي	يساهم في نمو الاقتصاد الحقيقي

المصدر: يوسفات علي وبوزيان رحمانى هاجر، (2009) : التوريق وأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجًا، المنعقد يومي 5-6 ماي معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر ، ص 16-17 .

خلاصة الفصل الأول :

إن توسع أنشطة الصناعة المالية والمصرفية ، أدى إلى ظهور منتجات مالية جديدة ومتنوعة تعتمد على أسس وقواعد النظام الرأسمالي، الذي تقوم جل معاملاته المالية على أساس الفائدة الربوية والمجازفات غير المضبوطة في السوق المالية، حيث أدى التعامل بمنتجات الهندسة المالية التقليدية إلى سلسلة من الأزمات المالية كانت آخرها أزمة 2008 ، والتي تسببت في إفلاس العديد من المؤسسات المالية المصرفية و غير المصرفية وانهيار الكثير من الأسواق المالية في العالم، إضافة إلى الإخلال باستقرار و توازنات الاقتصاد الكلي.

و من هذا المنطلق يتعين على الصناعة المالية الإسلامية أن تحرص على ابتكار منتجات وأدوات مالية تجسد خصوصية الاقتصاد الإسلامي في إطار ما اصطلح على تسميته بالهندسة المالية الإسلامية التي أنتجت مجموعة من الأدوات والصيغ الاستثمارية الخاصة بها والخاضعة لضوابط الاقتصاد الإسلامي، متجنبة المعاملات القائمة على الفائدة الربوية والمجازفات التي تقترب إلى صورة القمار أكثر منها إلى الاستثمار.

الفصل الثاني

من أزمة قروض الرهن العقاري
2007 إلى الأزمة النفطية 2015.

تمهيد:

شكل تكرار الأزمات المالية ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام لدى مختلف الاقتصاديين ، ذلك أن آثارها السلبية كانت حادة وخطيرة وهددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية وبالأخص النظام المالي ، والذي ينعكس على السلوك الاقتصادي للأفراد والدول على مستوى الاقتصاد الكلي و الجزئي و لذلك فإن هذا الوضع يحتم أخذ الدروس و البحث عن الحلول الملائمة ، و التي من شأنها إعادة الاقتصاد العالمي إلى السكة الصحيحة لتحقيق النمو بالسرعة والفعالية اللازمة ، على المدى القصير و المتوسط ولعل تتبع الأزمات المالية السابقة يفيد في معرفة أسبابها ومسبباتها ، ودور الحكومات في علاج آثارها وسنحاول في هذا الفصل التطرق إلى أهم الأزمات المالية التي مرت بها مختلف الاقتصاديات المتقدمة والناشئة .

و لدراسة الأزمات المالية تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث و هي :

المبحث الأول : أزمة قروض الرهن العقاري

المبحث الثاني : الأزمة المالية اليونانية 2015

المبحث الثالث : الأزمة النفطية 2015

المبحث الأول: أزمة قروض الرهن العقاري

المطلب الأول: فقاعة قروض الرهن العقاري ودورها في الأزمة

ولدت الأزمة المالية نتيجة ما أطلق عليه أزمة الرهون العقارية الأقل جودة، وحتى يتسنى لنا فهم جوهر هذه الأزمة سننطلق إلى ماهية الرهون العقارية وانفجار الفقاعة العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية.

1- ماهية قروض الرهن العقاري عالية المخاطر:

قروض الرهن العقاري هي قروض تمنحها المؤسسات المالية مثل البنوك أو شركات الرهن العقاري للأفراد أو المنظمات بغرض شراء أصل عقاري مثل المنازل والأراضي أو أي عقارات أخرى ، ويعتبر سوق قروض الرهن العقاري أحد أسواق رأس المال مثل سوق الأسهم وسوق السندات من حيث الحصول على الاحتياجات المالية طويلة الأجل⁽¹⁾.

وقد كان السبب المباشر للأزمة هو نمو حجم قروض *subprimes* وهي عبارة عن قروض تمنح لعائلات ذات مداخيل محدودة على أساس رهن عقاري بمعنى أنها قروض لم تأخذ في الحسبان المستوى الحقيقي لمداخيل العائلات ، أي قدرتهم على أداء المستحقات المالية في مواعيدها وبذلك اتخذت شكل قروض عالية المخاطر ومن بين هذه القروض التي صنفت على أساس أنها قروض رهن عقاري عالية المخاطر⁽²⁾:

قروض الرهن العقاري الثانوية *subprime* : وهي قروض تمنح لمقترضين يتميزون بنسبة الدين إلى الدخل تتعدى 55 % .

قروض (*Alt A*) : وهي قروض مقدمة إلى المقترضين الذين تقل لديهم نسبة القرض إلى القيمة مقارنة بقروض الرهن العقاري الثانوية أي أنها ممنوحة لمقترضين جدارتهم الائتمانية أكبر من جدارة عملاء الرهونات الثانوية لكنهم يمثلون مخاطر أكثر من مقترض القروض الممتازة⁽³⁾ .

قروض (*Jumbo*) : وهي قروض ذات مبالغ كبيرة من 500 ألف دولار إلى مليون دولار .

2- الانحراف عن المقاييس المعمول بها عند منح القروض العقارية:

إن أسواق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية شهدت ازدهارا كبيرا خلال الأعوام 2001-2006 وهذا الازدهار الكبير كان من الأسباب الجوهرية التي شجعت المصارف و المؤسسات المالية الأخرى على أن تمنح

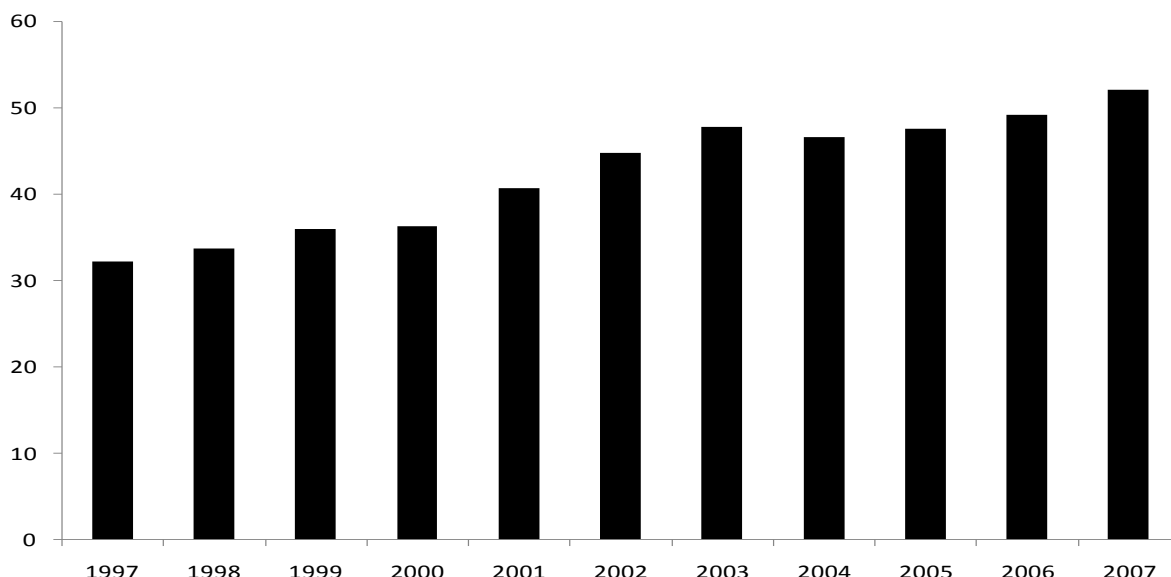
⁽¹⁾ نهال فريد مصطفى و عبد الفتاح إسماعيل ، (2007): الأسواق والمؤسسات المالية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، ص 109- 110.

⁽²⁾ Sapir Jacques ,Les racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe, , Disponible sur le site, http://archives.gaullisme.fr/58sapir_crise_financiere.htm, Consulté le: 16 /03/2014, 20:03h.

⁽³⁾ رندال دود ، (2007): الرهونات العقارية الثانوية مجسات أزمة مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44 ، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ص16.

القروض العقارية بدرجات عالية من المخاطرة، ودون أن تحصل على ضمانات كافية للسداد ومما دفعها إلى ذلك هو الحصول على فوائد بمعدلات مرتفعة .

الشكل رقم (07) : الإصدار السنوي لقروض الرهن العقاري الموجهة للعائلات الأمريكية 1997-2007



Source : Nesta Lionel, La crise financière causes effets remèdes ,Observatoire Français des Conjonctures Economiques, Disponible sur le site, <http://slideplayer.fr/slide/3071025/>, P6 ,Consulté le: 23/05/2016, 21:55h.

ويوضح الشكل السابق كيف أن إصدار القروض الرديئة تضاعف ثلاث مرات من 3 تريليون دولار سنة 2000 إلى 4.5 تريليون دولار عام 2003 وتوالت الزيادة في إصدار هذا النوع من الديون نتيجة ارتفاع الطلب عليها أمريكيا .

و هي قروض تمنح لمقترضين يتميزون بنسبة الدين إلى الدخل تتعدى 55 % ، أو الذين تكون لديهم نسبة مبلغ القرض إلى قيمة الثروة تزيد عن 85 % أي أنها تمنح للراغبين في السكن من دون الاشتراط بأن يكون للمقترض سجل مالي قوي ، ويطلق عليهم اسم *Ninja* أي أشخاص ليس لديهم أي دخل *no income* و بدون عمل *No Job* و ليس لديهم أي أصل أو ملكية *No Asset* و لقد بلغت قيمة القروض *subprime* قبل بداية الأزمة ما بين 1000 الى 1400 مليار دولار⁽¹⁾ .

و لكن هذا النظام لا يمكنه العمل إلا إذا بقيت معدلات القروض منخفضة و قيمة العقارات تزيد باستمرار ضامنة بذلك رأس المال و الفوائد ، حيث حدث تسهيل في منح هذه القروض الأمر الذي أدى إلى تزايد الطلب عليها مما أدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة الأمريكية ، هذا مقارنة مع القروض الرديئة من الدرجة

⁽¹⁾Lacoste Olivier, (2009) : Comprendre Les Crises Financières , Edition Eyrolles , Paris, P49.

الأولى التي تطبق فيها عادة الشروط الاحترازية المتعارف عليها عالميا وهي الأخذ بجميع الاحتياطات من أجل ضمان استرداد المبالغ المقرضة حسب الاستحقاقات المنصوص عليها في وثيقة القرض هذه الفقاعة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي وتوسعت البنوك في هذا النوع من القروض الأقل جودة مما رفع درجة المخاطرة في تحصيل تلك القروض⁽¹⁾.

1-2 الشروط المجحفة في صيغة عقود القروض:

أن صيغة عقد القرض الذي كان يتم إبرامه بين المؤسسات المالية و المقترضين نظير تمويلهم لشراء المنزل يسمى بالرهن العقاري ذي الفائدة القابلة للتغير *Adjustable Rate Mortgages* كان يتضمن شروط مجحفة⁽²⁾:

- ✓ أن أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة وتكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع الزمن.
- ✓ أن أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة.
- ✓ أنه إذا تأخر المقترض عن دفع أي قسط من القرض يحل أجله فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو ثلاث مرات.

✓ أن المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاثة الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القرض، وهذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب إلى ملكية أي جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاثة سنوات.

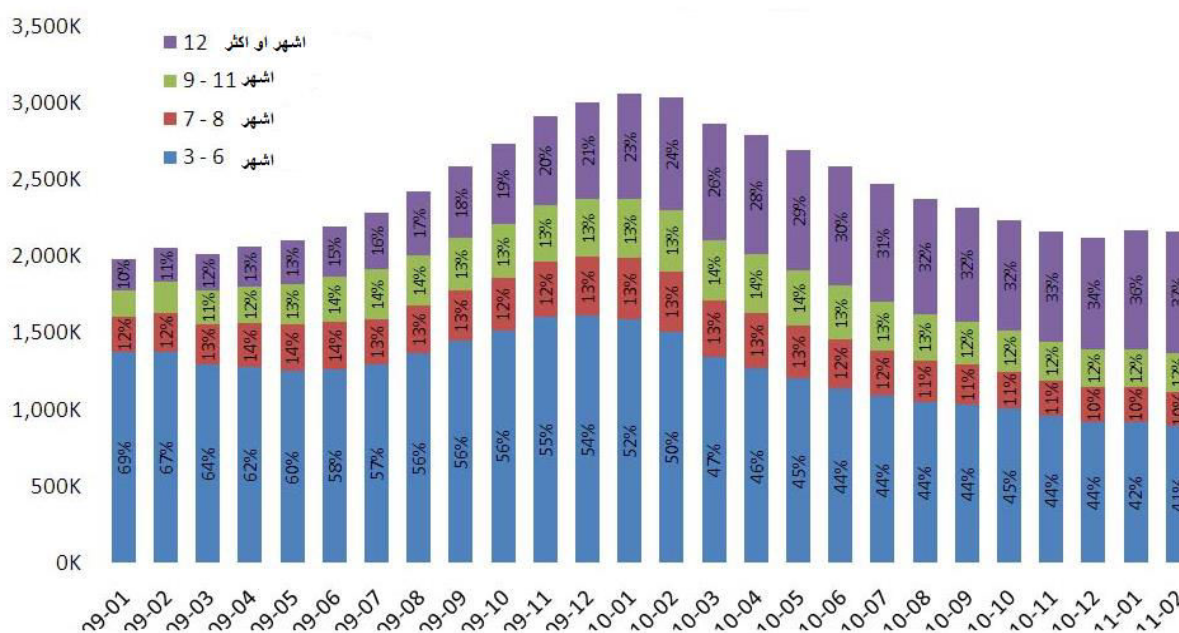
هذا وقد يجد المقترض نفسه بعد فترة من حصوله على القرض أمام العقوبات المالية والفوائد الإضافية بسبب رفع أسعار الفائدة، ومن أجل كبح ارتفاع مستويات الأسعار والحفاظ على مستوى مقبول من التضخم قررت لجنة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي رفع أسعار الفائدة ضمن سياسة نقدية متشددة فارتفعت أسعار الفائدة من 1% عام 2004 إلى 5,25 % عام 2007، وهو ما رفع من قيمة الأقساط المستحقة على المقترضين في سوق الرهن العقاري الثانوي فارتفع معها عدد القروض المثعثة بشكل ملحوظ ودفع ذلك البنوك إلى حجز الضمانات المرهونة وهو ما أدى إلى حدوث الكثير من حالات التخلف عن السداد ولم تقتصر هذه الحالات على الدائنين، بسندات الرهن العقاري من الدرجة الثانية *SubPrime Mortgages* والتي تقدر قيمتها بين 1 و 1,5 تريليون دولار وإنما بدأت تظهر حالات التخلف عن الدفع من المدنيين بسندات الرهن العقاري التقليدية والتي تقدر قيمتها بين 9,5 و 10 تريليون دولار علما أن سندات الرهن العقاري تشكل حوالي 20 % من مجمل سوق الديون في الولايات المتحدة الأمريكية⁽³⁾.

(1) عبد القادر بلطاس، (2009) : تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة *sup-prime*، دار النشر ليجند، الجزائر، ص 31.

(2) إبراهيم عبد العزيز النجار، (2009) : الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 49.

(3) العمواسي مصطفى وآخرون، (2009) : الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعياتها على الشرف الأوسط، دار جليس الزمان، عمان، ص 15.

الشكل رقم (08) : عدد الأفراد المتخلفين عن السداد لأكثر من 90 يوم



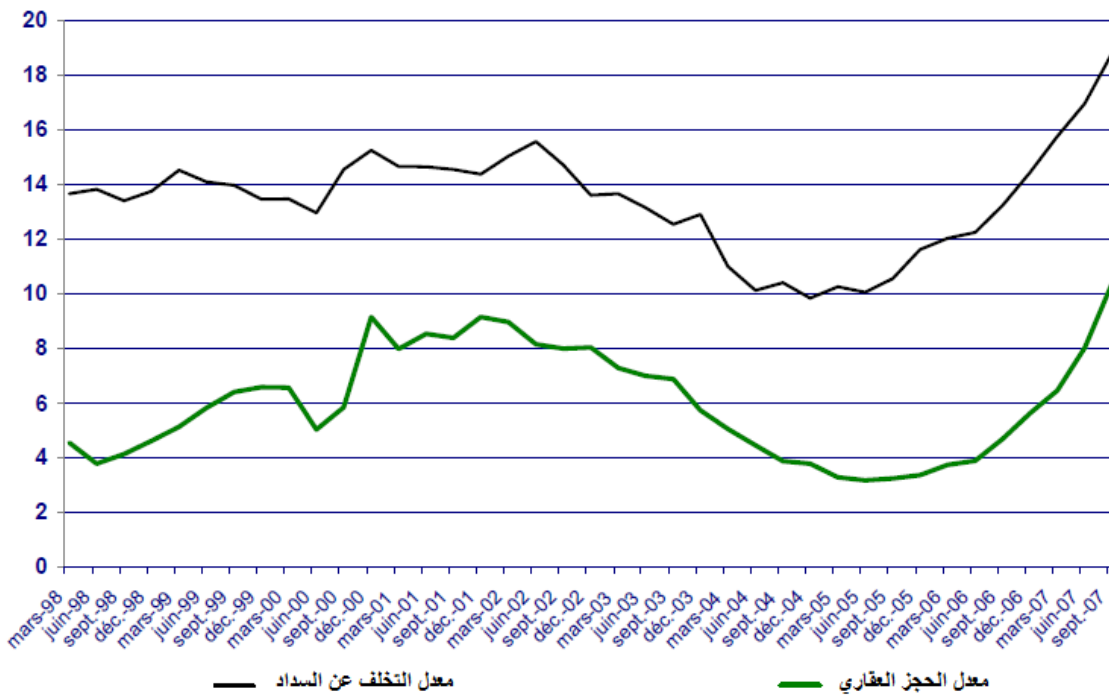
source : Duplat Jean-Christophe, la crise des subprimes est-elle finie !?, Disponible sur le site, <http://portofino.over-blog.com/article-la-crise-immobiliere-est-elle-finie-70449326.html>, Consulté le: 23/06/2016, 20:55h.

3- انفجار في فقاعة أسعار العقارات:

مثل أي فقاعة كان لابد أن ينتهي الأمر بانفجارها، بدءاً من 2006 وبالطبع قد انفجرت هذه الفقاعة من أكثر أطرافها ضعفاً وهي الرهون العالية المخاطر، فمع ازدياد حالات التخلف عن السداد وصلت حالة انتعاش أسعار المنازل إلى نهايتها وبدأت أسعار المنازل بالانخفاض السريع ومما زاد الأمر سوءاً أن انخفاض أسعار العقار تزامن مع انتعاش عمليات بناء منازل جديدة فحصل فائض في العرض استمر إلى غاية سنة 2007 إن انخفاض أسعار المنازل رفع من نسبة التخلف عن السداد، وزاد من خسائر الشركات المقرضة نتيجة عدم تغطية أسعار المنازل المحجوزة للقروض المقدمة للعائلات المتخلفة عن السداد، كما أدى الميل المستمر نحو انخفاض أسعار العقارات إلى التأثير على فائدة الرهن فارتفعت أسعار الفائدة على الرهون العقارية وأصبح دفع المبالغ المستحقة *ARM* القابلة للتعديل يزداد صعوبة على المقترضين حتى بدأ العديد منهم بالتخلف عن الدفع بسبب ارتفاع أسعار الفائدة الأساسية فجأة من 1% عام 2004 إلى 5% عام 2007 بسبب القرار الذي اتخذه البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي *FED* برفع أسعار الفائدة الرئيسية نتيجة ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي وحتى تتمكن المصارف من تمويل احتياجاتها، قامت هي الأخرى برفع أسعار الفائدة على القروض العقارية وهكذا أصبح دفع المبالغ المستحقة يزداد صعوبة على المقترضين حتى بدأ العديد منهم بالتخلف عن الدفع

فبدأت أسعار العقارات تدور في حلقة مفرغة من الهبوط المستمر فعند تخلف أحد المقترضين عن الدفع يصادر بيته من قبل أصحاب الرهن ليعرض للبيع، مما يعني أن عرض العقارات سيزداد فتنخفض أسعارها لتعود أسعار الفائدة للارتفاع مرة أخرى فيزداد أعداد المتخلفين عن الدفع مما أدى إلى عجز المقترضين عن سداد ديونهم للمصارف الأمر الذي دفعهم إلى اللجوء إلى عرض عقاراتهم للبيع، من أجل سداد ديونه وخلال هذه الفترة ارتفعت نسبة العقارات المعروضة للبيع وكنتيجة طبيعية للزيادة الكبيرة للعرض على الطلب، بدأت أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية في الانخفاض، مما يعني انفجار فقاعة العقارات في صيف 2007 و من هنا بدأت الأزمة المالية ⁽¹⁾.

الشكل رقم (09): معدل عجز العائلات عن تسديد قروض الرهن العقاري



source : Carine Romey ,Bastien Drut, (2008) : rapport une analyse de la notation sur le marché des rmbs subprime aux Etats-Unis , rapport risques et tendances, N°4, P6 .

المطلب الثاني : أسباب الأزمة الرهن العقاري

1- انفجار فقاعة شركات الانترنت والتكنولوجيا في عام 2000 :

والتي فقدت جاذبيتها أمام شركات العقار، هذه الأخيرة بدأت أسهمها في الارتفاع بصورة مستمرة ، لان قطاع العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية شكل قاطرة نمو الاقتصاد الأمريكي ، لذلك توجهت إليه أموال

⁽¹⁾ منير الحمش، (2008) : الأزمة المالية والاقتصادية بين التفسير لمالي والاقتصادي ، مجلة شؤون الأوسط، جامعة القاهرة، عدد 130 ،ص33 .

المستثمرين ، اثر أزمة فقاعات شركات الإنترنت 2000 و حتى أصبح شراء العقار أفضل أنواع الاستثمار نتيجة كونه أكثر أمانا وربحا⁽¹⁾ ونتيجة هذا التوجه الجديد ارتفعت أسعار العقارات في الولايات المتحدة .

2- السياسة النقدية التوسعية :

في حقبة التسعينيات اتبع البنك المركزي الأمريكي *FED* سياسة نقدية توسعية قادها محافظ البنك آنذاك *Alan Greenspan* بتطبيقه لمعدلات فائدة جد منخفضة جعلت القرض أقل تكلفة ، قادت إلى تكوين فقاعة مضاربة في قطاع الإنترنت ، الأمر الذي انتهى بانفجار الوضع سنة 2000 بعد الانهيار الإلكتروني حيث قام البنك المركزي الأمريكي بإتباع سياسة توسعية لدفع عجلة نمو الاقتصاد الأمريكي من جديد ، خاصة بعد هجمات 11 سبتمبر 2001 ، حيث وصلت معدلات الفائدة بعد تخفيضات متتالية لـ 1,75% مطلع سنة 2002 بعد أن كانت تقدر بـ 6,5% سنة 2000 ثم وصلت المعدلات إلى 1% منتصف سنة 2003 .

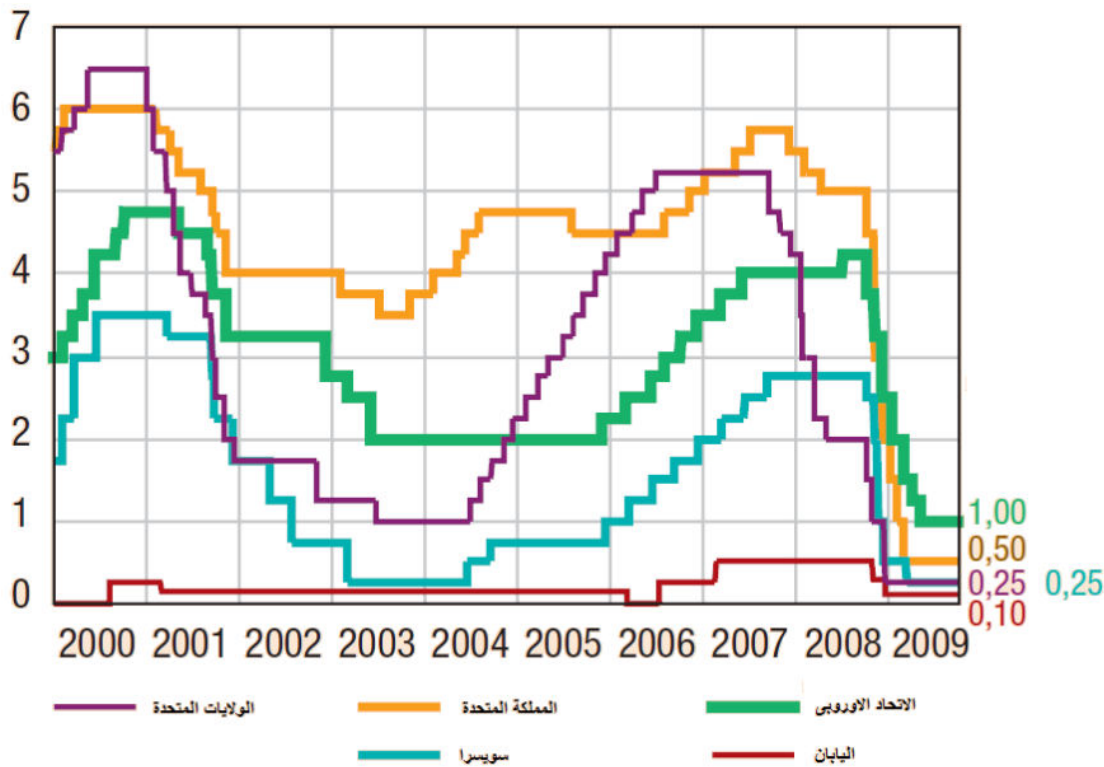
انطلاقا من تحليل المعطيات السابقة يمكن القول ، أن التخفيض الكبير في تكلفة النقود أطلق العنان لعمليات اقتراض ضخمة لغرض المضاربة والاستهلاك ، لا للاستثمار المنتج حيث أن انهيار فقاعة أسهم شركات الإنترنت لعب دورا بانتقال رؤوس الأموال المضاربة إلى سوق العقارات ، وهو أمر منطقي حيث أن التسهيلات التي وضعتها السلطات الأمريكية في المجال العقاري شجعت بالمتعاملين الاقتصاديين المحليين والأجانب على توظيف الأموال ، التي يتم الحصول عليها بتكلفة منخفضة أصلا نظرا للسياسة النقدية التوسعية المتساهلة ، في السوق العقاري كما أن الإقبال الكبير على السوق العقاري أدى إلى انتعاشه بشكل ملفت للنظر، وكذا إلى التمادي في التسهيلات المقدمة للمقترضين ما أدى إلى تشكل فقاعة مضاربة في المجال العقاري ، بحثا عن الربح السهل والسريع أي عندما يبقى البنك المركزي معدل الفائدة أقل من اللازم فإن ذلك يطلق سيولة مالية كبيرة لشراء كمية من الأصول فيؤدي لارتفاع سعرها بشكل مصطنع حسب قانون العرض والطلب .

لكن لم تبقى الأمور على حالها طويلا وقام البنك المركزي الأمريكي برفع معدلات الفائدة كإجراء منطقي استجابة لمختلف مؤشرات النمو وللحفاظ على معدلات التضخم عند مستويات معينة ، حيث قام البنك المركزي الأمريكي برفع معدل الفائدة تسع مرات متتالية بين سنتي 2004 و 2006 من 1% إلى 5,25% إن رفع معدلات الفائدة من جديد أدى إلى غلاء القروض من جديد ، الأمر الذي أدى إلى عجز المقترضين عن السداد وما نتج عن ذلك من تبعات تجسدت في انهيار السوق العقاري جارا معه النظام المالي والاقتصاد العالمي إلى الهاوية هذا الأمر يدفعنا للاستنتاج أن السياسات النقدية التوسعية المتساهلة هي السبب الرئيسي وراء الأزمة المالية والاقتصادية التي يشهدها العالم اليوم ، ويوجه الاتهام إلى السلطات النقدية الأمريكية بالدرجة

⁽¹⁾ Klein Laure, (2008): Op.Cit, P 22 .

الأولى ، على اعتبار أن الولايات المتحدة الأمريكية كانت البلد الحاضن للأزمة كما تجاهلت الارتفاع الغير الطبيعي الذي شهدته قيم الموجودات (المساكن) المستثمر فيها أو المرهونة لدى المؤسسات المالية بأعلى من سعرها ، كما تجاهلت السلطات النقدية التدفقات الاستثمارية الكبيرة القادمة إلى السوق الأمريكية من مختلف الدول الأجنبية ، حيث أن تلك التدفقات كانت تبحث عن العائد الأعلى ، ما دفع البنوك لتصميم أدوات ومنتجات مالية ذات عوائد عالية قائمة على توريق قروض الرهن العقاري وإصدار سندات قائمة على التدفقات المالية لهذه القروض بمعزل عن تقلبات قيم المساكن نفسها ، ولم يكن أمام البنك المركزي الأمريكي وهو يسعى لتنشيط الاقتصاد الأمريكي ، سوى تجاهل تزايد التدفقات الاستثمارية إلى هذا النوع من الاستثمار، الأمر الذي يدفعنا إلى التساؤل عن مدى تقصير السلطات النقدية خاصة فيما يتعلق بضمان المراقبة والشفافية من أجل سلامة واستقرار النظام المالي (1) .

الشكل رقم (10): أهم معدلات الفائدة في البنوك المركزية



Source : Banque de France , (2009): La crise financière, Document et débats N° 3, Disponible sur le site, <http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/documents-et-debats/telechar/document-03/documents-et-debats-numero-3-integral.pdf>, P 42 , Consulté le: 23/06/2016, 20:55h.

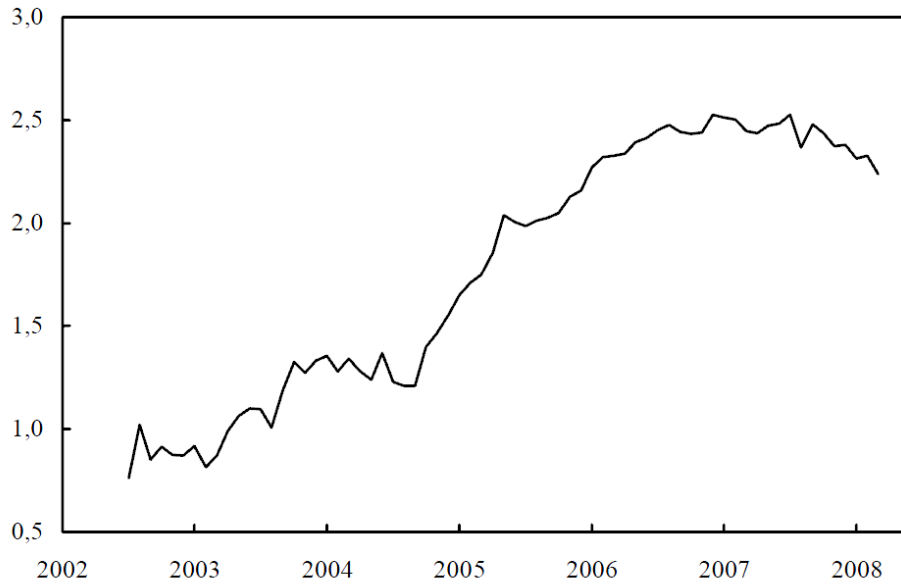
(1) بوعتروس عبد الحق، سبتي محمد، (2009): السياسة النقدية والأزمة المالية الراهنة ، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية، المنعقد يومي 14 و15 ديسمبر ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة ، ص 8-10 .

3- اللجوء المفرط للتقنية الرفع المالي *l'effet de levier* :

إن النتيجة من السياسة النقدية المتساهلة هو اللجوء المفرط للتقنية الرفع المالي و خصوصا من طرف البنوك التي مارست هذا النوع من العمليات مع التعرض للمخاطر الناتجة عن التوريق التي اعتبرت كعامل هشاشة مالية عند بداية الأزمة هذه البنوك وجدت نفسها في وضعية إغراء فمن ناحية، اتجه عائد معظم الأصول إلى الانخفاض و على سبيل المثال انخفضت هوامش الائتمان في 2002 و كذلك هوامش الائتمان في الأسواق الناشئة و من ناحية أخرى هناك انخفاض في تكلفة الاقتراض ، و في ظل هذه الظروف المواتية، لم تتردد البنوك في اتخاذ المزيد من المخاطر من أجل الحفاظ على مستوي أرباحها حيث كلما كان هناك انخفاض في العوائد كلما زاد لجوء البنوك و المتعاملين الماليين إلى تقنية الرفع المالي للحفاظ على أرباحهم و في هذا الإطار زاد استخدام بنوك الاستثمار إلى تقنية الرفع المالي ، حيث أن بعض البنوك استخدمت التقنية بما يفوق 60 مرة ميزانيتها حيث قامت *city bank* بدراسة تقييم أقرت فيها أن البنوك الأوروبية لديها أصول بقيمة 38 مرة من رأسمالها حتى أن البعض منها تجاوز عتبة 80 مرة ومع هذا الوضع من الخطورة نفهم على نحو أفضل كيف أن أزمة الرهن العقاري أدت إلى حالة من الذعر على مستوى الأسواق، لأن العديد من ميزانيات البنوك تعرضت إلى خسائر بسبب الرهن العقاري التي خسرت أموال جد معتبرة بالإضافة إلى المخاوف حول قدرة المؤسسات على السداد كما ارتفعت معادلات الفائدة الخاصة بإعادة التمويل *spreads* التي كانت جد منخفضة ، و أصبح الفارق كبير ما بين المعادلات ابتداء من صيف 2007 مما أدى إلى المزيد من الخسائر في ميزانية البنوك و نتيجة ذلك أدركت معظم البنوك أن خسائرها الداخلية وضعتها في وضعية غير مريحة كما أدركت أن الوضعية عند منافسيها كانت أسوأ و في ظل هذه الظروف أصبحت البنوك تحذر من بعضها البعض مما أدى إلى رفض إقراض بعضها البعض و بتالي شل السوق النقدي مما أدى إلى أزمة ثقة حيث استمر هذا الوضع أكثر من سنة وزاد الوضع سوء عند إفلاس بنك *lehman brothers* ، و في هذا الوقت أصبحت كل البنوك معرضة لخطر الإفلاس حيث أن البنوك التي كانت بحاجة إلي سيولة رفضت إقراض المؤسسات و العائلات مما أدى إلى حرمان الاقتصاد من التمويل و بتالي حدوث انكماش اقتصادي *credit crunch*⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Bechu Thierry , (2010): Economie Et Marchés Financiers Perspective 2010-2015 , édition Eyrolles, Paris , P33-34 .

الشكل رقم (11): اللجوء المتزايد لتقنية الرفع المالي



Source : Patrick Artus et autres, (2008): Op.Cit, P22 .

و يعتبر الرفع المالي من أحد أهم العوامل التي كثيرا ما أهملت في تفسير الأزمة و يتمثل تأثره من خلال العلاقة التي تربطه مع المشتقات المالية مثل *CDO* و *ABS* التي لعبت دورا رئيسيا في هذه الأزمة حيث أن الانتشار السريع لهذه الأدوات المالية أدت بالمتعاملين في السوق في حالة تتميز بانعدام البيانات الضرورية لتقييم السلوك المستقبلي للهيكل المالية مما أدى إلى زيادة عدم اليقين، مما يعني ارتفاع الخطر المجهول والذي لا يمكن قياسه وعلى الرغم من الجهود والتقنيات الجديدة المستخدمة لتقييم خطر هذه الأصول، فإن البيانات التاريخية لديها دور رئيسي في مخاطر الائتمان.

و يقدم⁽¹⁾ *Nouriel Roubini* سوق المشتقات الائتمانية على أنها تشبه قصر من أوراق اللعب و الذي انهار نتيجة الرفع المالي الذي يميزه و كمثال على ذلك نفترض وجود صندوق التحوط التي لديه رفع مالي قوة 2 و الآن لنفترض أن جزءا من رأس مال هذا الصندوق تم توفيره، من قبل صندوق تحوط آخر ذات رفع مالي قوة وأخيرا نفترض أن صندوق التحوط يستثمر في الديون المهيكلة *CDO* و التي لديها رفع المالي قوة 9 و إذا قمنا بعملية حساب بسيطة فإن ندرك أن كل مليون سند *CDO* يحتوي على أقل من 20000 € من رأس المال (أو بتعبير أدق $54/1000000 = 18518.5$) و في هذه الحالة، إذا كان سعر الاستثمار النهائي ينخفض بـ 2 % مما ينجم عنه خسارة رأس المال الذي يدعم هذا الاستثمار.

⁽¹⁾ Nouriel Roubini est un docteur en économie et occupe en 2009 un poste de professeur d'économie au Stern School of Business de l'Université de New York.

و بتالي هذه هي الحالة التي يكون فيها المنتجات الائتمانية المهيكلية أدت إلى خسائر على مستوى الأسواق المالية حيث أن القروض العقارية *subprime* ذات المخاطر في الولايات المتحدة تم توريقهم مرة واحدة من أجل السماح لمنشئ القروض تخفيض رأس المال التنظيمي و التخصيص الأمثل للعوائد و تحويل المخاطر و بالعودة إلى المثال السابق حالة صناديق التحوط المذكورة أعلاه فإن السندات المدعومة بقروض الرهن العقاري تم إعادة توريقها في شركات ذات الغرض الخاص جديدة مما أدى إلى خلق *CDO d'ABS* و التي تتميز برفع مالي قوي نتيجة لتنامي هذا الأخير عند عمليات التوريق الجديدة في ايطار بيئة اقتصادية مواتية مع انخفاض أسعار الفائدة و شروط اقتراض تحفيزية، فإن منشئ القروض حافظوا قروض ذات عائد مرتفع ولكن محفوفة بالمخاطر من أجل زيادة عوائد شرائح *mezzanines* و *equity* و هي شرائح يتم الاحتفاظ بها من قبل البنوك منشئة القروض و حاليا فإنه من الصعب تتبع عدد المرات التي تم فيها توريق الأصل وبالتالي يصعب تحديد القيمة الحقيقية للأدوات المالية المهيكلية حيث أن انخفاض أسعار الفائدة وانخفاض العقارات كانت بمثابة السبب الرئيسي للآزمة، لأنه إذا كان المقرض العقاري قد اقترض ما يقرب من 90% من القيمة X الإجمالية لمنزله وبعد بضعة أشهر، نفس المقرض يواجه دفعات شهرية أكبر بسبب ارتفاع أسعار الفائدة، هذا إلى جانب قيمة منزله التي تقدر 80% عما كانت عليها قيمتها، حيث أصبح المقرض على وشك الإفلاس أما الدائن النهائي عليه يواجه الخسارة في استثماراته بسبب الرفع المالي لأنه بالإضافة إلى الأقساط غير المسددة فإن مصادرة المنازل و بيعها لا تسمح بتغطية قيمة القرض الأصلي⁽¹⁾.

4- دور الإبداعات المالية في اندلاع الأزمة المالية :

1-4 انحراف تقنية التوريق :

تشير الدراسات إلى أن الاستعمال المكثف لتقنية التوريق من قبل البنوك من أهم العناصر التي ساهمت في التحول السريع من النموذج التقليدي القائم على فكرة *Originate-To-Hold* أي تقديم القروض والاحتفاظ بها في ميزانيتها إلى تاريخ الاستحقاق إلى النموذج الجديد *Originate-To-Distribute* الذي يقوم على فكرة منح القروض ثم بعد ذلك التنازل عنها لجهة أخرى ، و إخراجها من الميزانية عن طريق التوريق وتوزيعها في شكل أوراق مالية قابلة للتداول ، على عدد كبير من المستثمرين و بالتالي توزيع الأخطار المرتبطة بهذه القروض بشكل متساوي على كافة المتعاملين غير أن هذا الطرح يتنافى مع الواقع الذي تعيشه البنوك حاليا ، فقد أظهرت الأزمة الحالية عدم صحة ذلك حيث إن دون التزامات الدين المضمونة *CDO* لبقيت الأزمة محليا

⁽¹⁾ Saint-Pasteur Paul , (2008): Mémoire Les Dérivés De Crédit Un Danger Pour La Stabilité Financière , école Supérieure De Commerce Et De Management , Poitiers , P43-44 , Disponible sur le site, http://www.thebanque-pdf.com/fr_memoire-en-finance-de-marche.html, Consulté le: 30/02/2016, 14:43h.

وقطاعيا ، كما أن عملية التوريق تقوم بتحويل المخاطر والأرباح المتوقعة من هذه المخاطرة أولا إلى مصدري الأوراق المالية ثم إلى المتعاملين الذين قاموا بشرائهم .

إن هذه التقنية من خلال توزيع المخاطر على عدد كبير من المشتريين من شأنها التقليل من المخاطر المحتملة الوقوع للدائنين الذين يقعون في بداية السلسلة، ووفقا لذلك يتم تخفيض المخاطر الكلية و من ناحية أخرى بما أن المخاطر ثم تحويلها للآخرين و بتالي هناك دافع قوي لزيادة توريق الديون المشكوك فيها عن طريق مزج القروض مع اختلاف في درجة الخطر الخاصة بهذه القروض من اجل خلق أوراق مالية و التي تقوم وكالات التصنيف بتصنيفها على أساس أنها أوراق مالية آمنة أي تصنيفها AAA أي أحسن علامة و التي ، تعني حسب تعريف الوكالات جودة عالية خطر منعدم و قناعة السوق بأنها لا تحمل مخاطر عالية مقارنة بعوائدها المرتفعة غير أن هذه الأوراق راودتها مجموعة من الشكوك وهكذا بدأت الأزمة، عندما كان من المستحيل تحديد قيمة سندات الرهن العقاري نتيجة تخلى المستثمرين من الإقبال على الاكتتاب بشكل كبير في هذه السندات وكذلك تحليل الملاءة المالية للبنوك التي اشترت هذه السندات أو قامت بإصدارها ما يعني ابتعاد الأصل المالي عن الأصل الحقيقي ولكن، على الرغم من أن الأوراق المصدرة ثم بيعها مقابل السيولة حيث اختفت هذه الأوراق من ميزانية البنوك فان الشركة ذات الغرض الخاص التي أنشئت تبقي مرتبطة بالبنك والتي لم تبقي مدينة عن الفوائد المستحقة لمشتريين الأوراق المالية حتى لو لم تعد تتلقى الإيرادات الخاصة بهذه الأوراق ،مما يعني أن توريق القروض يسمح للبنوك بإخراج القروض من الميزانية مما يسمح بزيادة قدرة البنوك على الإقراض من جديد و لا يمكن أن نستنتج اختفاء المخاطر المرتبطة بالعملية و لكن صعوبة تقييم هذه المخاطر⁽¹⁾.

إن من عيوب التوريق هو تحويل و إخفاء المخاطر حيث يهدف التوريق من خلال إخراج الأصول ذات المخاطر من ميزانية البنوك إلى السماح بنقل مخاطر الائتمان إلى الأسواق و بتالي فان البنوك التي تتخلى عن الخطر ليس بحاجة إلى تخصيص رؤوس أموال على أساس حجم القروض الممنوحة، لمواجهة مشاكل السداد و بتالي فالمتطلبات الاحترازية التي تهدف إلى إيجاد آلية لتحقيق الاستقرار و كبح التوسع في منح القروض لا تنطبق على المشتريين للأوراق المالية ، وليس هناك إمكانية لتطبيقها على المتعاملين الذين يخضعون للتنظيم الاحترازي في حالة التخلي عن القروض و بتالي يسمح التوريق الالتفاف على متطلبات الاحترازية كما أن إخفاء المخاطر لا ترافقها إمكانية تتبع المخاطر ،وبالتالي تساهم هذه الممارسة في خلق الخطر الأخلاقي *l'aléa moral* مع التوريق فان رقابة البنوك التي منحت هذه القروض إلى العائلات كانت اقل والسبب يكمن

⁽¹⁾ Collombat Pierre-Yves, (2017): Une crise en quête de fin Quand l'Histoire bégaie , rapport fait au nom de la délégation sénatoriale à la prospective , sénat, N° 393, P96.

في أن جل اهتمام البنوك في تلك المرحلة ينصب أساسا على تحقيق العائد فهي لا تبذل العناية الكافية للتأكد من السمعة الائتمانية للمقترضين لأن أغلبية القروض التي تمنحها تتخلص منها مباشرة، بعد ذلك عن طريق توريقها ومن ثم بائعا لها في سوق ثانوي بطريقة تفتقد للشفافية مساهمة في ظهور المخاطر و بتالي البنوك جل اهتمامها في كمية القروض التي تقدمها و ليس في جودة هذه القروض .

و يتمثل الخطر الأخلاقي في أن شخص أو شركة مؤمنة ضد خطر معين تتصرف تصرف أكثر خطورة مما لو كانت معرضة تماما لهذا الخطر و في حالة البنوك التي تعتبر نفسها غير معرضة للعقوبات في حالة تحملها المزيد من المخاطر ، عند منح القروض أو تنفيذ عمليات السوق في حين أن القواعد التي تحكم النشاط البنكي تسعى جاهدة لمنع مثل هذه الوضعيات ولكن أحيانا يمكن أن تفقد فعاليتها وبالتالي ، يجب على السياسة النقدية منع حدوث الأزمات المالية لتي يمكن أن تأتي من سلسلة إفلاس البنوك ولكن بالنسبة للبنوك ضمانات تلقي المساعدة و التي يسندها شعار أكبر من أن تفشل *too big to fail* من شأنه أن يؤدي إلى ظهور الخطر الأخلاقي .

أما الخطر الثاني بالنسبة للتوريق هو الفصل بين منشئ القروض و مخاطر الائتمان حيث أن منشئ القروض يقوم بتحليل المخاطر ومتابعتها لكنه لا يتحمل هذه المخاطر و من ناحية أخرى يتم إعادة هيكلة هذه المخاطر لخلق منتجات مالية ذات عائد مرتفع ، و بتالي منشئ القروض غير مدعو إلى التحلي بالحذر تم يأتي دور وكالات التصنيف في تحويل القروض الخطرة عالية العوائد إلى منتجات تستجيب للمخاطر المحتملة ومن المفترض أن تقوم الهندسة المالية بتحويل الأصول محل التعاقد على الرهن العقاري عالية المخاطر إلى أوراق ذات تصنيف AAA مثل التزامات الدين المضمونة ⁽¹⁾ .

كما أظهرت الأزمة العقارية أن العلاقة بين عقود *CDO* و *ABS* و الأصول محل التعاقد أصبحت جد معقدة لدرجة انه من الصعب معرفة الخسائر على مستوى شرائح عقود *CDO* ، وماهو عدد مالكي السكنات الذين سوف يتوقفون عن السداد و ما هي الخسائر في القروض العقارية و كيف سوف يؤثر كل هذا على عوائد شرائح عقود *CDO* ⁽²⁾ .

و بتالي الأزمة كانت من الممكن أن تبقى مسجلة على مستوي البنوك الأمريكية لكن الديون ثم إخراجها من ميزانيات البنوك و التي تم شراءها من قبل بنوك أخرى أو صناديق استثمار و بتالي انتقالها إلى باقي أقسام

⁽¹⁾ Mancel Jean-François, (2010): les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies, rapport d'information, sénat, N° 3034, P94-95.

⁽²⁾ Bendjedi Tayeb , (2009): Mémoire Crises Financières Cas de la crise des subprimes 2007 ,Université de Toulouse 1, P 49 , Disponible sur le site, http://www.memoireonline.com/07/09/2270/m_Crises-financieres-Cas-de-la-crise-des-subprimes-2007.html, Consulté le: 30/01/2016, 14:43h.

النظام المالي العالمي عن طريق عمليات التوريق، حيث أن توزيع الأزمة جغرافيا كان نتيجة تعقيد المنتجات المالية بفضل الهندسة المالية التي جلبت المستثمرين الباحثين عن أعلى عوائد لهذه المنتجات التي تتميز بالضبابية كما أن الأزمة انتشرت نتيجة ترابط الأسواق المالية مع بعضها البعض⁽¹⁾.

إن هذه الأزمة هي نتيجة تحرير النظام المالي حيث منذ السماح للبنوك باعتماد التوريق كآلية جديدة لتقاسم المخاطر وعدم تحملها بالكامل من قبل بنك واحد، وبتالي حدوث استعمال مفرط لهذه الآلية وبعبارة أخرى بدلا من استخدام التوريق بطريقة معقولة بالغت البنوك، في إعادة تمويل الديون طويلة الأجل من خلال أصول قصيرة الأجل حيث أن المستثمرين الذين اشتروا سندات الرهن العقاري لم تتم عملية الشراء عاجلا و لكن عن طريق الاقتراض من خلال الاستفادة، من عمليات الرفع المالي بأسعار فائدة منخفضة هؤلاء المستثمرين من بنوك وصناديق التحوط عملت نوع من التوريق من الدرجة الثانية من خلال إنشاء هياكل جديدة و المسماة *SIV* و التي أصولها تتكون من سندات هياكل المستوى الأول أما خصومها تتكون من الأوراق التجارية قصيرة الأجل، و المسماة *ABCP* و بتالي نحن بصدد ميكانيزم تحويل بنكي يتم استخدام فيه الموارد قصيرة الأجل من أجل تقديم قروض طويلة الأجل وبالإضافة إلى ذلك قامت البنوك بتوريق التوريق أي خلق منتجات مشتقة التي تتكون من عدة طبقات ذات مخاطر متنوعة جدا، و التي يتم تمويلها من الديون مما يعني إضافة الديون التي لديها غرض وحيد وهو تحسين الأداء و الرفع من العوائد⁽²⁾.

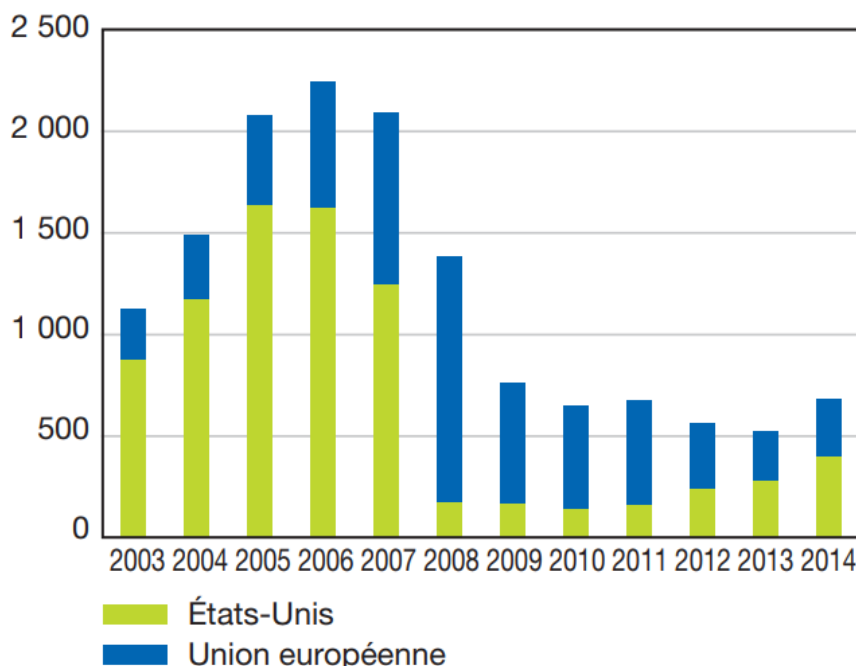
وقد تم تطوير التوريق بشكل سريع حيث بلغت حجم سندات مضمونة برهن *CMO* والأوراق المالية المدعومة بأصول *ABS* 10000 مليار دولار في الولايات المتحدة في أواخر عام 2007 حيث تضاعف ثلاث مرات خلال عشر سنوات و يمثل سوق التوريق 40 % من سوق السندات، في حين أن السندات التي تصدرها الشركات تبلغ 5800 مليار دولار أما سندات الخزنة الأمريكية تبلغ 4500 مليار دولار أما في أوروبا بلغت حجم إصدار الأوراق المالية المدعومة بأصول 100 مليار دولار مقابل 238 مليار دولار في الولايات المتحدة خلال نفس الفترة⁽³⁾.

(1) Karyotis Catherine, (2013): La crise en 40 concepts clés, édition revue banque, Paris, P24.

(2) Zouari Zeineb et Hammami Samir, (2008): Mémoire crises financières et contagion cas de subprime, IHEC, Sousse, P20, Disponible sur le site, http://www.memoireonline.com/07/08/1344/m_crises-financieres-et-contagion-cas-des-subprime.html, Consulté le: 30/01/2016, 14:43h.

(3) Mancel Jean-François, (2010): Op.Cit, P97.

الشكل رقم (12): حجم إصدار التوريق في أوروبا وفي الولايات المتحدة (مليار دولار)



Source : Miguel Segoviano, Bradley Jones, Peter Lindner et Johannes Blankenheim, (2015): La relance de la titrisation, Revue de la stabilité financière, N° 19, Banque de France , P57 .

2-4 تركيز المخاطر و التعامل في المشتقات المالية :

- إن المشتقات المالية ليست التي تسببت في الأزمة المالية للفترة 2007-2009 (أو الأزمات المالية السابقة) حيث أن أسباب هذه الأزمة معقدة، و سيكون من الخطأ التفكير في أن تنظيم أسواق *OTC* سيمنع حدوث الأزمات وقد نجمت الأزمة المالية الأخيرة عن تزامن أحداث الاقتصاد الكلي والسياسات العامة، وتخفيف معايير الإقراض من قبل المؤسسات المالية و الثغرات في التنظيم المالي و إذا كانت أسواق المشتقات لم تكن موجودة فمن نتائج ذلك حدوث كساد عالمي، وكانت أسباب الأزمة نتيجة لانخفاض مستوى أسعار الفائدة وتخفيف شروط منح القروض من قبل البنوك العاملة على مستوى سوق الرهن العقاري السكني في الولايات المتحدة و القصة معروفة حيث قد حفز تخفيف معايير الإقراض الطلب على العقارات السكنية، مما تسبب في زيادة الأسعار بين عامي 2000 و 2006 و عندما فهم بعض المقترضون أنهم لا يستطيعون تسديد قروضهم تم مصادرة ممتلكاتهم، مما أدى إلى تضخيم عرض العقارات أما الأسعار قد بدأت في الانخفاض و بالتالي بدأت دوامة هبوط الأسعار وقد أدت هذه الانخفاضات في الأسعار إلى زيادة حركة المصادرات للعقارات وبالتالي

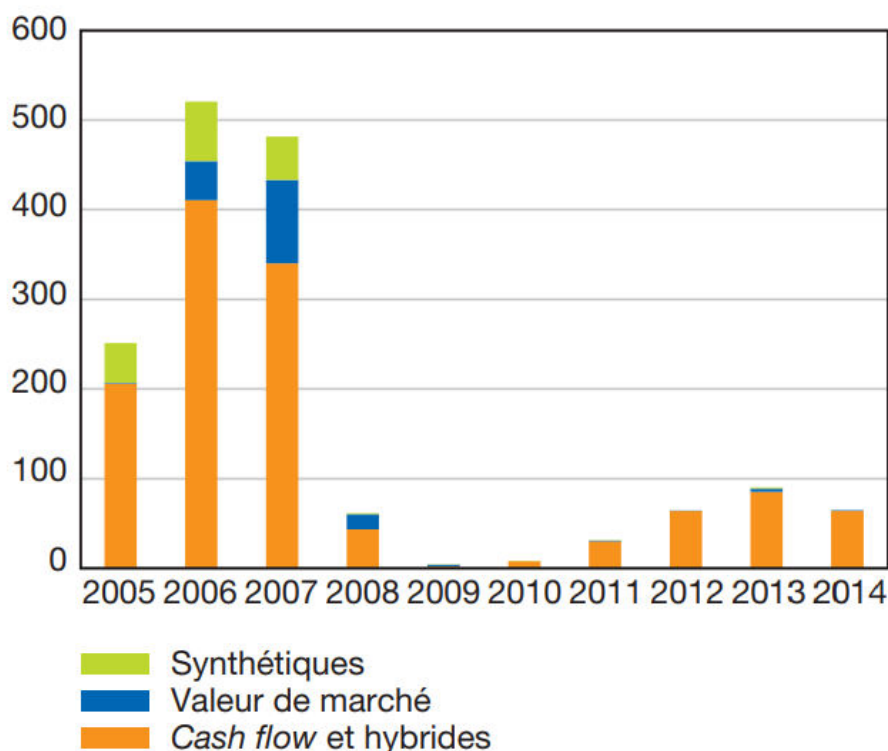
انخفاضات جديدة في الأسعار حيث نقلت المشتقات *OTC* في بعض الأحيان و بصفة مذهلة تماما خسائر التخلف عن السداد من كيان اقتصادي إلى آخر، ولكن من جهة أخرى لم تسبب هذه الخسائر⁽¹⁾.

- إن النظام المالي في الدول الصناعية قد اكتشف وسيلة جديدة لزيادة حجم الإقراض عن طريق اختراع جديد اسمه المشتقات المالية و هو اختراع يمكن عن طريقه توليد موجات متتالية ، من الأصول المالية بناء على أصل واحد أين أدت أدوات التمويل المهيكل إلى خلق الأزمة المالية حيث خضعت قروض الرهن العقاري إلى عملية توريق واحدة ، من أجل السماح للبنوك الحصول على سيولة فورية تمكنه من التوسع في عمليات جديدة غير إن السندات المسندة إلى قروض الرهن العقاري، تم إعادة توريقها حيث أن هذه المؤسسات المالية المختصة تقوم بإعادة توريق نفس تلك الحافطة مرة ثانية مما أدت إلى خلق *CDO D'ABS* التي تتميز بقوة حجم الرفع المالي نتيجة تضاعف هذا الأخير في كل عملية التوريق و في إطار ظروف اقتصادية مواتية و مع أسعار فائدة منخفضة و التسهيلات الممنوحة للمقترضين، فإن البنوك حفزت عملية الإقراض ذات المخاطر المرتفعة من أجل زيادة عوائد الشرائح *Mezzanine* و *Equity* المحتفظ بها من طرف البنوك غير انه من الصعب تتبع عدد المرات التي تم فيها، توريق الأصول و من الصعب تحديد القيمة الحقيقية للمشتقات الائتمان⁽²⁾.

⁽¹⁾ Hull John, (2010): Produits dérivés de gré à gré et compensation centrale toutes les transactions peuvent elles faire l'objet d'une compensation ? , Revue de la stabilité financière, N° 14, Banque de France , P83 .

⁽²⁾ Saint-Pasteur Paul , (2008) : Op.Cit, P 43.

الشكل رقم (13): حجم إصدار عقود CDO (مليار دولار)



Source : Miguel Segoviano, Bradley Jones, Peter Lindner et Johannes Blankenheim, (2015): Op.Cit, P P57

- أولاً، وربما كان هذا هو النقطة التي أدت إلى الأزمة و في انتقالها من سوق الرهن العقاري إلى أسواق الائتمان الأخرى إن مشتقات القروض تفتقر إلى الشفافية فهي تتكون من عدد كبير من القروض الأمر الذي يجعل تحديد المخاطر التي تتعرض له مشتقات القروض مستحيل ،حيث في حالة هيكل *CDO* اثنين أو ثلاث درجات، أو أكثر *CDO Squared* فإنها تتكون من التزامات الدين المضمونة نفسها و التي تتكون هي الأخرى من *MBS*, *ABS*, و *RMBS* و كل واحد منهم يتكون من مئات أو ملايين من القروض و بتالي فمن الصعب للغاية تحديد مخاطر الرهن العقاري على سبيل المثال، و كذلك عملية تمييز المخاطر أمر مستحيل الذي يؤدي في حالة صدمة كما كان الحال في أوائل صيف عام 2007 إلى أزمة الثقة بسبب تشتت مخاطر غير معروفة وغير قابلة للقياس ،و التي لا يمكن للأسواق إدارتها خلافا للخطر القابل للقياس مما أدى إلى زيادة سرعة العدوى،حيث أن الفكرة الأساسية لهذه الهياكل هو بالتأكيد التنويع السماح بالتقليل من التعرض لمخاطر المحفظة، ولكن في مرحلة الأزمات عندما يكون الارتباط قريب من 1 هذه الحجة تصبح غير صحيحة ،و الدليل على ذلك إجراء تخفيض كبير من طرف وكالات التقييط لهياكل *CDO* ومن جهة أخرى فإن نقص الشفافية وفقاً لـ *Eichengreen* فان الذي يمنح القرض غير مدعو إلى تقييم جودة القروض خلافا في ذلك

الوقت، التي كانت فيه البنوك تحتفظ بقروضها في الميزانية حيث يبدو من المحتمل أن التوريق لا يعمل فقط على توزيع الخطر ولكن يساعد أيضا على زيادته (1) .

- وخلافا للسندات والعقود الآجلة المتداولة في الأسواق المنظمة، فإن التزامات الدين المضمونة بأصول *CDO* والمشتقات الائتمانية لا تتداول في الأسواق المنظمة وتتداول بدلا من ذلك في معاملات الأسواق خارج البورصة أي أسواق التراضي *OTC*، حيث تعمل الأسواق المنظمة كوسيط في كل عملية بيع والتي يتم تداولها علنا بينما في أسواق معاملات خارج البورصة يكون التداول ثنائيا بين العملاء والسماسرة ولا يتم الإفصاح عن أسعار أو أحجام التداول، ولا تتسم عملية اكتشاف السعر بالشفافية ولا توجد رقابة في هذه الأسواق لتحديد أين توجد مراكز كبيرة أو معرضة للخطر.

- بالإضافة إلى ذلك، فإن المعاملات خارج البورصة، خلافا للأسواق المنظمة، لا يوجد لها صناع سوق أو غرفة المقاصة التي تتولي ضمان السيولة ولذلك، فإنه عند اختلال السوق لسبب أو لآخر تتدبب الأسعار بطريقة عشوائية وخطرة بفعل أحداث كبرى ويتوقف السماسرة عن التصرف كصناع للسوق فينسحبون مما يتوقف التداول.

- وهذا ما حدث في أزمة الرهن العقاري حيث أصبحت أسواق الأوراق المالية المدعومة برهون عقارية العالية المخاطر منعدمة السيولة في الوقت الذي عرف فيه المستثمرون في السوق مستويات استنادة مرتفعة كما كان حال صناديق التحوط التي تحتاج إلى تصحيح مراكزها، و التعامل بعيدا عن المراكز الخسارة في ذات الوقت التي واجهت فيه طلبات تغطية للضمانات الإضافية من سماسرتها حيث تقوم الصناديق بالاقتراض مقابل قيمة أصولها و عندما تنخفض تلك القيم تحتاج صناديق التحوط لرفع رؤوس أموال جديدة أو تبيع ما لديها من أصول لتسديد قيمة القرض، و قد تفاقم الوضع في ظل غياب التداول لأنه لم تكن هناك أسعار للسوق تستخدم كمقياس للأداء و لا أية طريقة لتحديد قيمة خطر مختلف الشرائح و كنتيجة لذلك ألغى صناديق التحوط صفقاتهم في الأسواق و لم يعد هناك وجود لأسواق التزامات الدين المضمونة بأصول *CDO* و ما يتصل بها من أسواق المشتقات المالية و لم يتمكن مصدرو عقود *CDO* من بيع ما لديهم من هذه العقود مما جعلهم مجبرين على إيقاف عمليات الإصدار (2).

(1) Loudot François Charles , (2009): Mémoire La Crise Des Subprimes Vers Une Reforme De La Régulation Financière , HEC, paris , P 22-23 , Disponible sur le site, http://www.vernimmen.net/ftp/Memoire_La_crise_des_subprimes_vers_une_reforme_de_la_regulation_financiere.pdf, Consulté le: 30/01/2016, 14:43h.

(2) راندال دود، (2007) : الرهونات العقارية الثانوية مجسات أزمة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44 ، العدد 4، صندوق النقد الدولي، ص 18-17.

- و بمجرد الارتفاع في معدلات الفائدة في الولايات المتحدة وضعت الأسر في وضعية صعبة التي تحصلت على قروض بمعدلات فائدة متغيرة للاستفادة من العقارات حيث فقد معظمهم منازلهم و في نفس الوقت انهار السوق العقاري مما أعاق عمليات إعادة البيع لهذه الأصول من قبل البنوك التي منحت هذه القروض ونتيجة لذلك انهارت قيمة الأوراق المالية التي تمثل هذه الديون أي التزامات الدين المضمونة بأصول CDO⁽¹⁾.

- وعموما فإن المنتجات المهيكلية هي أصول غير سائلة و التي تم تكييفها وفقا لتفضيلات مخاطر غير متجانسة حيث أن القيمة السوقية لبعض المنتجات المهيكلية هي غير موجودة، مما يضطر الوسطاء الماليين إلى تحديد القيمة العادلة على أساس النمذجة، لذلك لا يمكن للمتعاملين تحديد قيمة أصل بشكل صحيح إلا إذا كان هناك سوق سائلة بما فيه الكفاية لهذا الأصل ولكن السيولة في السوق تعتمد إلى حد كبير على طريقة تقييم الأصول هذه العلاقة تكشف عن الطابع الاصطناعي، لتقنيات تقييم المنتجات المهيكلية التي هي ذات طابع نظري و مادام يمكن ملاحظة المعاملات في السوق يمكن تحديد مصداقية نماذج التقييم ولكن في أوقات الأزمات وجدت اختلافات عميقة بين القيم النظرية وأسعار السوق المرتبطة بالأدوات المعقدة و حالة تبخر الثقة أصبحت هذه الأصول عمليا ليس لها أي قيمة⁽²⁾.

- إن هذه العيوب المتأصلة في نموذج *Originate-To-Distribute* وعدم وجود إدراك حول سلوك المنتجات المهيكلية يفسر العدوى وانهيار الأسواق المالية خلال الأزمة حيث عندما ظهرت حالة إفلاس مقترضو الرهن العقاري فإن انعدام السيولة انتشرت بسرعة إلى التوريق بأكمله، و من ثم إلى باقي المنتجات و المتعاملين في الرهون العقارية العالية المخاطر وقد أدى الوعي بسوء تقدير واسع النطاق للخطر وعدم قدرة الوسطاء لتقييم تعرض أصولهم للخطر إلى انخفاض في التصنيف من قبل وكالات التصنيف مما أدى إلى انطلاق التعويض عن طريق عقود CDS حيث أن التدهور المفاجئ في التصنيف أدى إلى الكشف عن سوء التقييم لجميع فئات الأصول وأدى إلى الارتفاع العام في أسعار الفائدة وعلاوات المخاطر ، في هذه المرحلة فإن الخسائر التي تكبدها القطاع المصرفي كان سببها آليتين: التعرض المباشر لقطاع الإسكان من خلال احتجاز القروض العقارية عالية المخاطر والتعرض غير المباشر عن طريق حيازات الأوراق المالية المدعومة برهون عقارية ومنتجات التوريق بشكل عام، و مع إفلاس بنك الاستثمار الأمريكي ليمان براذرز والأكثر كلفة في تاريخ

⁽¹⁾ Morin François , (2013):La grande saignée Contre le cataclysm financier à venir ,édition Lux Editeur, canada, P 31 .

⁽²⁾ Banque de France , (2010): De La Crise Financière à La Crise Economique, Documents et Débats N°3, P 67, Disponible sur le site, <http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/documents-et-debats/telechar/document-03/documents-et-debats-numero-3-integral.pdf>, Consulté le: 23/06/2016, 20:55h.

الولايات المتحدة 635 مليار دولار عبر عن مرور الأزمة من أزمة الرهن العقاري و التوريق إلى الأزمة المالية العالمية وانتقالها إلى الاقتصاد الحقيقي (1) .

ثانياً إن استخدام عقود *CDS* هو جزء من استراتيجيات المراجعة التنظيمية التي وضعتها مؤسسات الائتمان لزيادة محفظة ديونها مع التقليل من تخصيص حجم رأس المال وعلى هذا النحو، فإن شراء الحماية ضد مخاطر الائتمان ساهم في عدم كفاية حجم رأس المال و تجسيد مخاطر السيولة في البنوك خلال الأزمة المالية حيث أن المعاملات في عقود *CDS NUS* بمعنى شراء الحماية دون امتلاك الأصل محل التعاقد تساعد على الحماية ضد خطر عدم سداد السندات، حتى لو كانت السندات غير مملوكة مما يعني أخذ تأمين ضد خطر الحريق على منزل الجيران على أمل أن يحترق من أجل الحصول على المكافأة، حيث أن شراء هذا النوع من العقود مرهون على فشل المصدر و كلما كان الخطر مرتفعاً مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة عقود *CDS* (2) ، كما أن هذه العقود كثيراً ما كانت السبب في ارتفاع معدلات إعادة التمويل *spreads* للبنوك التي كانت في صعوبة خلال الأزمة حيث أن مراكز البيع المضاربة تستفيد فعلاً من تدهور الجدارة الائتمانية للمصدر و التي ساهمت في ارتفاع علاوات المخاطر، في أعقاب أزمة الرهن العقاري مما أدى إلى تفاقم صعوبات التمويل بالنسبة للبنوك.

- كما أن بائعو عقود *CDS* لم يقوم بتكوين المخصصات المالية الكافية لتعويض ضحايا عدم سداد الديون حيث في حالة إفلاس سلسلة من الشركات بعد أن أصدرت السندات، أو عدم سداد دولة مدينة في هذه الحالة من المؤكد أن بائع عقود *CDS* سيكون في حالة عدم القدرة على دفع التعويضات التي وعد بها (3) .

و كبرهان على ذلك ما حدث في الولايات المتحدة من إفلاس بنك ليمان براذرز وخطة الإنقاذ المكلفة لـ *AIG* حيث مع انهيار أسعار العقارات أدى إلى زيادة اللجوء إلى استخدام عقود *CDS* في 2007 و هذا من أجل حماية ميزانيات البنوك من تدهور قيمة التزامات الدين المضمونة بأصول *CDO* حيث قامت البنوك بعملية الرفع من احتياطات رأس المال من أجل الحماية ضد الخسائر المحتملة الوقوع، غير أن الكثير منها لم تقم بهذه العملية مباشرة و لكن من خلال الحد من القروض و التخلص من التزامات الدين المضمونة بأصول *CDO* و بشكل غير مباشر من خلال شراء عقود *CDS* و ما تتمتع به هذه الأدوات من إمكانية تحويل

(1) Sapir Jacques , (2008): Une décade prodigieuse La crise financière entre temps court et temps long, Revue de la régulation, N° 3/4 , Disponible sur le site, <https://regulation.revues.org/4032> , Consulté le: 23/07/2016, 23:55h.

(2) Karyotis Catherine, (2013): Op. Cit, P90 .

(3) Millet Damien et Toussaint Eric , (2012): crise de la dette la seul façon d'en sortir Triple AAA Audit. Annulation Autre politique, éditions du Seuil, paris, P32 .

مخاطر التخلف عن السداد إلى مؤسسات التأمين ، مما دفع البنوك إلى عمليات شراء على نطاق واسع لعقود CDS لإخفاء قيمة وخسائر التزامات الدين المضمونة بأصول على مستوى حساباتهم.

- إن هيكل الأسواق الذي يتم فيها تداول هذه المشتقات المالية قد تم بالإجماع الاعتراف على أنها عاملا من عوامل عدم الاستقرار وكقناة للعدوى خلال الأزمة المالية إن عقود CDS هي مشتقات يتم تداولها في أسواق التراضي ، دون المرور بغرفة مقاصة مما شكلت مصدر لخطر العدوى حيث أن طريقة تداول هذه العقود خارج البورصة أدت إلى غياب تسيير الخطر المتعدد الأطراف في الأسواق و كذلك عدم وجود غرفة المقاصة أدى إلى توليد خطر مفعول الدومينو (سرعة وحجم الاستجابة من الحكومة الأمريكية لمشاكل

Bear Sterns و *AIG* يدل على هذه المشكلة) ومن ناحية أخرى ، فإن عدم وجود غرفة المقاصة يجعل سوق CDS تتصف بالضبابية حيث لا توجد معلومات متوفرة حول مبالغ مدى تعرض البائعين للحماية فإن عامل عدم توفر المعلومات أدى إلى حالة من الذعر في خريف عام 2008⁽¹⁾.

- كما ينشطها القليل من السماسرة *dealers* الذين يشاركون في الجزء الأكبر من المعاملات مع عرض تسعير عقود CDS أي مستوي سعر علاوات عقود CDS كما يتميز سوق CDS بدرجة عالية جدا من التركيز حيث في عام 2007 أكبر عشرة متعاملين يسيطرون على 90% من حجم المعاملات حيث أن أكبر خمسة بنوك التجارية في الولايات المتحدة كانت تتداول 90% من القيمة الاسمية المتداولة في سوق الولايات المتحدة، حيث كان بنك *JP Morgan* مسؤول عن 30% من المعاملات⁽²⁾.

- و مع استمرار المخاطر فإن إمكانية تخفيض الخسائر كانت مرتبطة بقدرة مؤسسة التأمين بالتعويض في حالة دخول التزامات الدين المضمونة بأصول في حالة تدهور قيمتها والتخلف عن السداد غير أن المشكلة تتمثل في أن المخاطر تتركز في حسابات *AIG* ، و التي كانت من أهم الاطراف التي تصدر عقود CDS و على عكس التأمين التقليدي فإن عقود CDS لا تتطلب تخصيص رؤوس أموال لمواجهة حالات عدم الدفع حيث لم يتمكن *AIG* من مواجهة حالات المطالبة بالتعويض عندما عرفت التزامات الدين المضمونة بأصول *CDO* مشاكل واسعة النطاق في النصف الثاني من عام 2008⁽³⁾.

-إن زيادة الالتزامات و من ثم مخاطر الأطراف المقابلة بلغت ذروته في نهاية سبتمبر 2008، بالنسبة لـ *AIG* حيث بلغ المبلغ الاسمي الإجمالي لعقود CDS المباعة من قبل شركة التأمين 372 مليار دولار و بمجرد

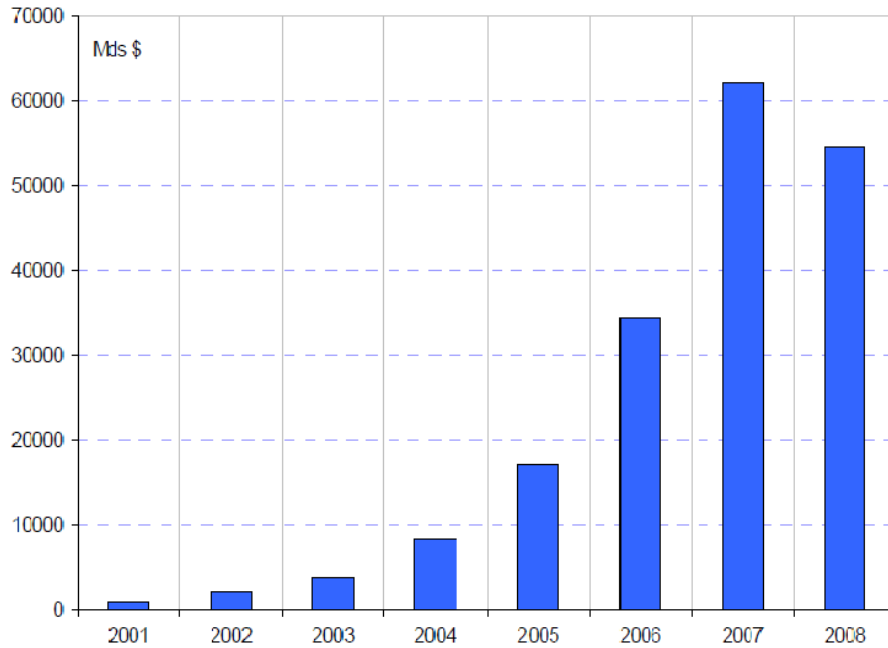
(1) Loudot François Charles , (2009): Op. Cit, P 25.

(2) Rama Cont, (2010): Crédit default swaps et stabilité financière , Revue de la stabilité financière, N° 14, Banque de France , P42 .

(3) Millet Damien et Toussaint Eric , (2012): Op. Cit, P32 .

ظهر عدم قدرته على دفع تعويضات عقود CDS أعلن إفلاسه في 15 سبتمبر 2008 بعد ما قدرت خسائره 18 مليار دولار من الخسائر، المتعلقة ببيع حماية على الأصول المدعومة برهون عقارية وتحولت مخاطر الأطراف المقابلة الذي ولدها إفلاس AIG إلى مخاطر نظامية، وقد أدى إفلاس الجهات المرجعية إلى خسائر لها وكذلك أيضا بالنسبة لبائعين الحماية إذا لم يكن لديهم احتياطات كافية للوفاء بالتزاماتهم مما أدى إلى توسيع نطاق الخسائر إلى أنشطتها، مما أدى إلى بداية انطلاق العدوى المالية و عندما تكون درجة مخاطر تركيز السوق تؤدي إلى تأثير مفعول الدومينو وإفلاس كل المتعاملين في عقود CDS نتيجة المخاوف المرتبطة بعجز AIG ذات الالتزامات وخطر الأطراف المقابلة الصعبة التقييم للغاية، مما استدعي تدخل السلطات الأمريكية لإعادة رسملة شركة AIG في 16 سبتمبر 2008 من خلال منح قرض بقيمة 85 مليار دولار مع دخول الحكومة الأمريكية في رأس مال AIG بـ 79.7 % بالإضافة إلى قرض إضافي بـ 38 مليار دولار لتمكينها من الوفاء بالتزاماتها اتجاه المؤسسات المالية الكبرى مثل⁽¹⁾ Goldman Sachs, Merrill Lynch, Citigroup, Bank of America.

الشكل رقم (14): حجم إصدار عقود CDS (2001-2008)



Source : direction générale du trésor, encours notionnel des CDS, Disponible sur le site, <http://www.tresor.economie.gouv.fr/file/326895.pdf>, P1, Consulté le: 23/07/2016, 23:55h.

- لقد أصبحت المشتقات المالية أسلحة الدمار الشامل وهذا لأربعة أسباب على الأقل الانفصال التام عن الاقتصاد الحقيقي، الحجم ودورها في الربط بين البنوك الكبيرة ذات الخطر النظامي إلى حد أن تجعل من

⁽¹⁾ Rama Cont, (2010): Op. Cit, P45.

المستحيل إفلاس واحد منهم دون إفلاس جميع البنوك الأخرى وعدم القدرة على تقدير الدقيق للخطر و الحد من المخاطرة .

-**الانفصال التام عن الاقتصاد الحقيقي:** حيث لا يمكننا الاستغناء عن 75 % من القيمة الاسمية للمشتقات المالية التي أصبحت تمثل أربعة مرات مما يحتاجه الاقتصاد الحقيقي.

الحجم: إن القيمة الاسمية الإجمالية للمشتقات المالية تقدر بحوالي عشرة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمي، و يتمثل الخطر الرئيسي في تراكمها في ميزانيات أكبر البنوك و كمثال على ذلك بنك *BNP* لديه في ميزانيته مشتقات ما يعادل الناتج المحلي الإجمالي الفرنسي، أما خارج الميزانية يقدر بما يعادل 24 مرة من الناتج المحلي الإجمالي الفرنسي و تقدر القيمة الاسمية للمشتقات المالية خارج الميزانية لـ 30 من البنوك ذات الخطر النظامي في العالم 720000 مليار دولار.

مخاطر الربط: و التي مصدرها ما يقوم به المصدرين من ضمان قروضهم عن طريق مؤسسات ضمان أخرى مما أدى إلى تشابك الضمانات ما بين هذه البنوك و مؤسسات الضمان في حالة استقرار النظام غير انه يحدث العكس في حالة الأزمات و التي تبين مدى هشاشة النظام حيث بعض البنوك، مثل *AIG* والتي تخصصت في إعادة التأمين و التي تم انقادها من قبل حكومة الولايات المتحدة، مع البنوك التي تضمناها *Goldman Sachs*, *Société Générale* و لولا ذلك لحققت خسائر نتيجة التزاماتها الخطرة .

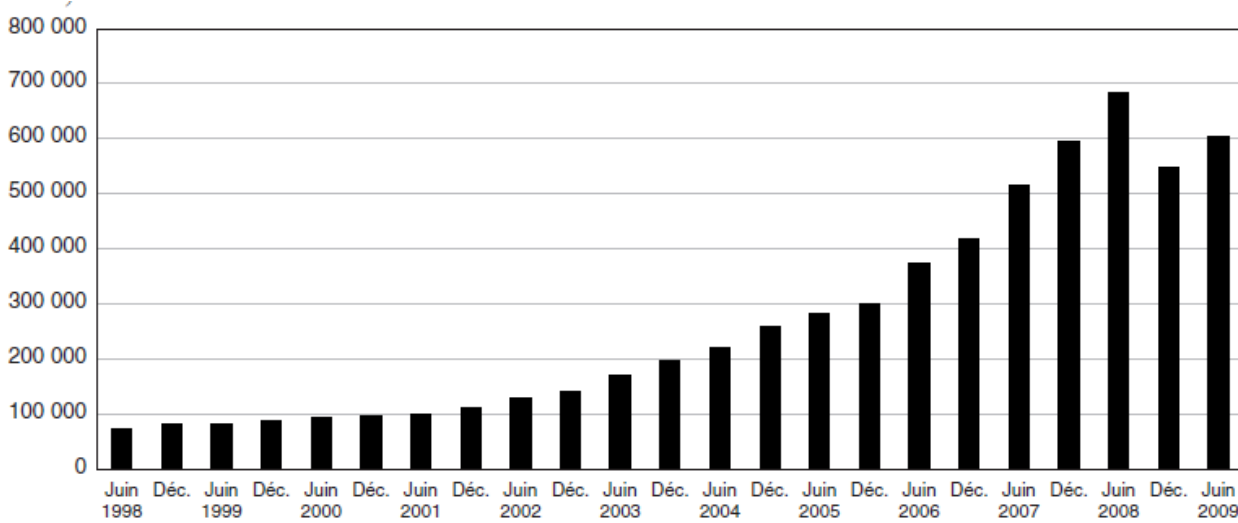
-**عدم القدرة على التحديد الدقيق للمخاطر:** لمصدري المشتقات وأكثر من ذلك الحد من المخاطرة لان هذه المشتقات غير مسجلة في ميزانيات البنوك غي أنها تبين إلا حجم المعاملات المالية، فهي تمثل أدوات خارج الميزانية باستثناء الإيرادات و النفقات المتأتية من عمليات بيع و شراء عقود *CDS* و بتالي فان خارج الميزانية يسجل حقوق و التزامات البنك والتي قد يكون لها أثر على هيكله في المستقبل، و على عكس القروض فان عقود *CDS* تسمح للبنوك بالقيام بأعمال تجارية دون الحاجة إلى تخصيص رأس مال إضافي.

ومع انفجار التعامل في المشتقات المالية فان مالية المقامرة عرفت قفزة نوعية هامة التي لديها حماية ضد تقلبات السوق و بهذا أصبح المتعاملون الاقتصاديين تمثل فئة ضئيلة و التي أصبحت تمثل هدف ثانوي أما الهدف الأساسي هو السماح للمضاربين ،و الذين لا يتعرضون للمخاطر بتحقيق أرباح من خلال الرهان على تغيرات إما بالزيادة أو النقصان على كل ما يمكن أن يتغير سعره من معدلات الفائدة و القيم و المؤشرات و الذين هم غير مجبرين على تملك الأصول محل التعاقد ،و تسمح هذه الأدوات ليس فقط الاستفادة من تقلبات السوق و إنما بتأثير وتضخيم السلوك القطيعي للمستثمرين كما تسمح بالمضاربة على انخفاض الأصول ،و

على التغيرات في أسعار الفائدة أو قيمة السندات التي لا تحوزها أو على أسعار الفائدة على القروض التي ليس لديها رغبة في الاكتتاب فيها ⁽¹⁾ .

-إن التزامات الدين المضمونة *CDO* و *ABS* و غيرها من المنتجات تعتبر منتجات سوق كما أن المتعاملين فيها يقيمونها على أساس القيمة العادلة *juste valeur* في السوق ولسوء الحظ أصبح السوق أقل سيولة لهذه المنتجات لأكثر تعقيدا و اختفى ببساطة عندما اندلعت الأزمة ،حيث أصبح لا أحد من المتعاملين يريد بها بأي ثمن حتى لو كانت منخفضة وهذا دون تدهور تصنيف للأصول محل التعاقد لذلك، قد فازت هذه المنتجات بلقب الأصول السامة و هذا نتيجة التحليل الخطأ من قبل المستثمرين حيث تعتبر هذه المنتجات منتجات سوق تتحدد قيمتها سواء حسب المعايير الدولية أو الأمريكية على أساس سلوك السوق، و ليس على أساس الأصول محل التعاقد حيث أن المستثمرين الذين اقبلوا عليها على أساس المخاطر الكامنة في الأصول محل التعاقد كانوا مخطئين ⁽²⁾ .

الشكل رقم (15): حجم تداول المشتقات المالية (مليار دولار)



Source : Russo Daniela , (2010) : Produits dérivés OTC : défis pour la stabilité financière et réponses des autorités, Revue de la stabilité financière, N° 14, Banque de France , P118 .

5- الدور السلبي للوكالات التقييم :

تعرضت وكالات التقييم العالمية الثلاثة التي تستحوذ على حوالي 80 % من الحصة السوقية فيما يخص نشاط التقييم في الاقتصاد العالمي ⁽³⁾ وهي *Fitch, Moody's, Standard & Poor's* إلى الكثير من الانتقادات بخصوص طبيعة أدائها ومدى حيادها وشفافيتها ومصداقية ما تمنحه من تقييم لمختلف المؤسسات، حيث يرى

⁽¹⁾ Collombat Pierre-Yves, (2017): Op. Cit, P 100-98 .

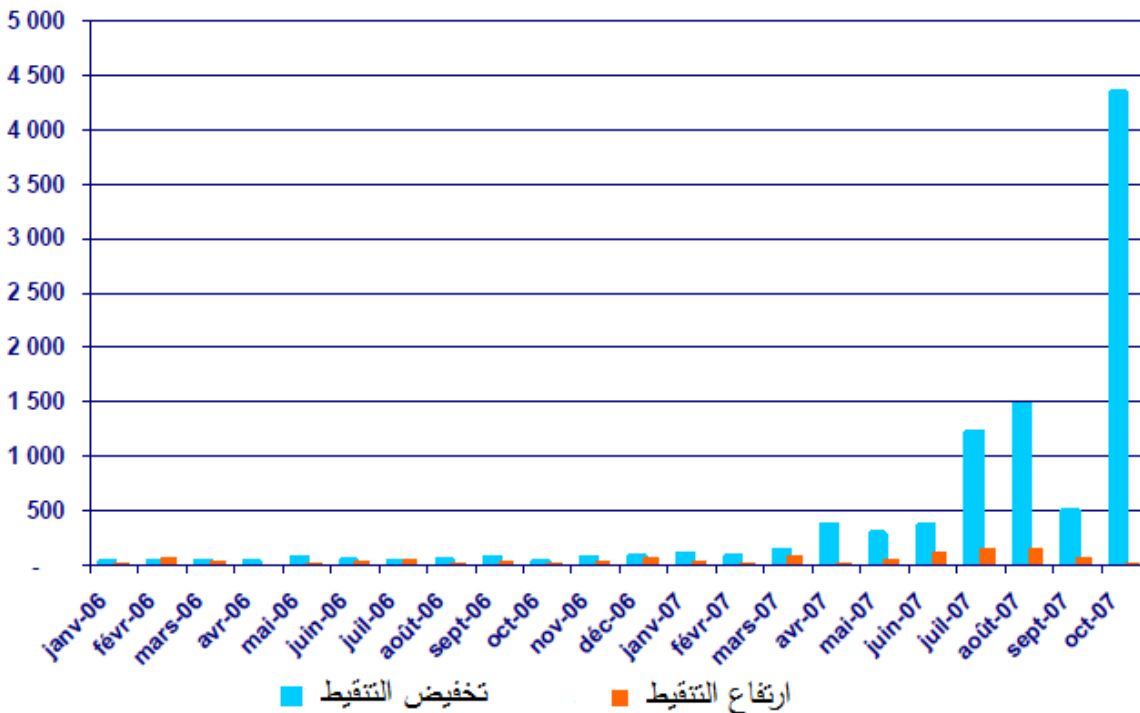
⁽²⁾ Bendjedi Tayeb , (2009): Op. Cit, P 52 .

⁽³⁾ Levy-Garboua Vivien et Jacquillat Bertrand, (2013) : Les 100 mots de la crise financière , édition Presses Universitaires de France, paris, P23 .

الكثير من المحللين أن وكالات التتقيط العالمية ساهمت من خلال عدة أسباب في تغليب المتعاملين ودفعهم إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة نتج عنها تعرضهم إلى حالة إفلاس.

كما أثبتت الأزمة التورط الكبير لوكالات التتقيط في تشكل فقاعة مضاربة حول قطاع العقار بتقديم نقطة AAA للمنتجات المالية الناتجة عن توريق القروض العقارية ، من نوع *Subprimes* كما لم تجري تخفيض تدريجي لهذه النقطة عندما بدأ ، السوق يتراجع بفعل تزايد حالات عدم الدفع و الأخطر من هذا فقد ساهمت هذه الوكالات في تعميق الأزمة عندما أقدمت فجأة وبعد مدة على إجراء تخفيض كبير، في النقطة مرة واحدة متسببة في انهيار السوق و حدوث الآثار المدمرة التي سبق الإشارة إليها نظرا لأن وكالات التصنيف الائتماني تتلقى أجراها، من مصدري القروض الذين يطلبون التصنيف فقد يكون لديها حافز لتصنيف الأوراق المالية المعنية بأعلى من قيمتها بكثير لتضمن قدرة مصدرها على جذب المشتريين، و عندما تتدهور الظروف تنزل بمرتبة التصنيف الائتماني سريعا ل يبدو أن لديها نظاما للتصنيف مستقر وموثوق به ⁽¹⁾.

الشكل رقم (16): تدهور التصنيف الائتماني للمنتجات المالية الناتجة عن توريق القروض العقارية



Source : Carine Romey ,Bastien Drut, (2008) : Op. Cit, P11 .

-إن الانتقاد الرئيسي الموجه لهذه الوكالات هي العلاقة الخاصة التي تربط وكالات التتقيط و مصدري الأوراق المالية أي الزبائن مما يؤدي إلى مشكلة تضارب المصالح أين أصبحت تحصل على مداخيلها المالية من طرف

⁽¹⁾ لورا كودرس ، (2008) : ثقة وأكثر من ذلك ، مجلة التمويل والتنمية ، العدد 2 ، المجلد 45 ، صندوق النقد الدولي، ص 12-13 .

المؤسسات المصدرة لسندات الديون، بدل المتعاملين أصحاب الفائض الراغبين في الاستثمار في هذه السندات الذي هو الحال في كثير من الأحيان مما جعلها تتميز بعدم الاستقلالية الشيء الذي أدى إلى عدم حيادها ومصادقيتها في ما تمنحه من تنقيط وفي السنوات الأخيرة شكلت عمليات التنقيط في هذه المعاملات أي تصنيف المنتجات المهيكلة 50 % من عائداتها وبالإضافة إلى ذلك، فإن عدد العملاء محدود نسبيا مما جعلت وكالات التنقيط في وضعية تبعية بالنسبة لزبائنها و لهذه المنتجات فان وكالات التنقيط لا تتدخل فقط كمقيم لشركة موجودة بالفعل ولكن كمستشار أثناء عملية تركيب و إصدار المنتجات المهيكلة فهي تمثل جزء من هذه العملية و بالتالي فهي تجمع بين نشاط الاستشارة والتصنيف⁽¹⁾.

وبالتالي فإن الشكوك تزايدت حول تواطؤ وكالات التنقيط مع بعض المؤسسات بمنحها تنقيطا جيدا مقابل حصولها هي على مداخيل مالية أكبر، وزيادة على ذلك تبرز قضية أخرى تتعلق باستقلالية وكالات التنقيط وهي أن وكالات التنقيط لن يمكنها الحصول على مداخيل مالية عالية من جهة، ولن يمكنها الاستمرار في نشاطها من جهة أخرى إن هي منحت تنقيطا سيئا للمؤسسات المعنية ، وبالتالي فإن جشع وكالات التنقيط العالمية وسعيها لتعظيم الأرباح ساهم في عدم مصداقية الكثير من عمليات التنقيط التي تقوم بها وهذا ما أدى إلى تغليب المتعاملين ودفعهم إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة⁽²⁾.

و السؤال المطروح كيف صنفت وكالات التنقيط حزم الديون التي تحتوي على قروض الرهن العقارية العالية المخاطر ؟ ويمكن تفسير ذلك من خلال حقيقة أن وكالات التنقيط هي في نهاية المطاف ليس خبيرة جدا في تقييم مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة، والتي كان ينبغي أن يكونوا في صميم تحليلاتهم و تقليديا، فوكالات التنقيط تقييم مخاطر المؤسسات أو الدول أما البنوك هي التي تقييم مخاطر الائتمان والسيولة وبصفة عامة الظروف الاقتصادية العامة ، و تلعب وكالات التصنيف دورا حيويا في هذه العملية لأن المستثمرون يعتمدون على تصنيفاتها و هذا من اجل الإقدام أو الامتناع عن العملية الاستثمارية كما تساعد مصدري CDO على هيكلة التزاماتها و من ثم تصنيف هذه المنتجات حيث أن عملية تصنيف المنتجات المهيكلة يجب أن تنطوي على تحديد الضمانات على القروض التي تتطابق مع مقدار الخسائر على ضمانات الأصول محل التعاقد التي يمكن استيعابها قبل أن تعاني شريحة معينة من الخسارة⁽³⁾.

⁽¹⁾ Bendjedi Tayeb , (2009): Op. Cit , P 55 .

⁽²⁾ كرشاش رحمة و بودخدخ كريم، (2013) : دور وكالات التنقيط العالمية :بين الحد من الأزمات المالية و التسبب فيها الملتقى الدولي الثاني حول :الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا ، المنعقد يومي 19-20 جوان ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة تبسة ، ص11 .

⁽³⁾ Bendjedi Tayeb, (2009): Op. Cit , P 56 .

-عدم تحديث النماذج والأساليب المتبعة في تقييم الخطر حيث أن سوق الأوراق المالية قد شهد تطوراً كبيراً من ناحية سندات الدين المتداولة وخصوصاً من حيث الابتكارات التي جاءت بها الهندسة المالية، مما نتج عنه ذلك تعقد المبادلات المالية بين مختلف الأطراف والأصول، وهو ما لم تواكبه وكالات التقييم من ناحية أساليب ونماذج تقدير الخطر المرتبط بهذه الأصول المبتكرة، وهو الأمر الذي دفع إلى تطور الابتكارات المالية فيما يخص سندات الدين المركبة لأن المؤسسات رأت بأن وكالات التقييم تمنح نفس التصنيف لسندات الدين بغض النظر عن تركيبها وطبيعتها زيادة على التحايل الذي تقوم به المؤسسات وعدم التطابق بين ما يعكسه الواقع الحقيقي لأصول الدين وتركيبها كل ذلك نتج عنه سوء تقدير للخطر الحقيقي وبالتالي تقديم تقييم لأصول معينة لمؤسسات يفوق حقيقة ما تعكسه وضعيتها المالية ومقدرتها الائتمانية⁽¹⁾.

6- دور الواحات الضريبية :

الواحات الضريبية هي منطقة قد تكون دولة أو إقليم تكون فيه الضريبة على الربح والدخل منخفضة جداً أو معدومة وتعمل على جذب الأموال اعتماداً على هذه الميزة، وعادة ما تمنح هذه الأقاليم ميزة أخرى وهي السرية وهي ضرورية لمن يريد أن يتهرب من دفع الضريبة في بلده حتى لا تستطيع السلطات الضريبية في بلده الوصول إلى معلومات عن هذه الأموال، فوفقاً لشبكة العدالة الضريبية يوجد حوالي 80 ملاذاً ضريبياً حول العالم تمنح ضريبة منخفضة جداً أو معدومة و قوانين تمنح سرية البيانات.

للواحات الضريبية فوائد واستخدامات متعددة حيث تلجأ الكثير من الشركات إلى تملك فرع من شركتها في ملاذ ضريبي بهدف التلاعب في حساباتها بحيث تظهر أغلبية أرباحها في الشركة المسجلة في الملاذ الضريبي وتختفي من الفرع المسجل في الدولة التي تشتغل بها ، وينتهي بنا الأمر إلى أن الشركات العملاقة لا تدفع الضريبة في الدولة التي تحقق فيها الأرباح و لعملية تحويل الأرباح وسائل عدة وأهمها إنشاء كيانات للأغراض الخاصة SPV التي توفر آليات للتهرب الضريبي عادة لا تكون متاحة في البلد الأم للشركة، ومن هذه الوسائل هو الاستثمار السري الدائري فيقوم المستثمر مثلاً بتحويل المال للشركة الجديدة المنشأة في ملاذ ضريبي التي تستثمر بعد ذلك في الأسهم والسندات في شركات بلده، وعلى الرغم من أن الأرباح على هذه الاستثمارات تعود إلى المستثمر المقيم عادة في بلده فإنها تظهر على أنها أرباح شركة أجنبية لا تخضع لقوانين الضرائب الخاصة ببلده⁽²⁾.

⁽¹⁾ كرشاش رحمة و بودخدخ كريم، (2013) : المرجع سبق ذكره، ص 12.

⁽²⁾ Tax Justice Network Identifying Tax Havens and Offshore finance Centres , (2007) , Disponible sur le site, https://www.taxjustice.net/cms/upload/pdf/Identifying_Tax_Havens_Jul_07.pdf , P 3-4 , Consulté le: 30/05/2017, 14:50h .

و دون أن تكون المسؤولة عن الأزمة المالية ، لكن الغموض و الضبابية التي تتميز بها زاد من نطاق الأزمة و لكن بأي طريقة ؟ و ذلك من خلال تحويل المدخرات العالمية،و التي جزء منها استثمرتها في الأصول السامة أي في سندات الرهن العقاري كما أنها تستضيف هذه الأصول الخطرة للبنوك،و التي قامت بوضعها في الشركات ذات الغرض الخاص التي تتميز بالغموض و تعقيد العمليات المالية و بتالي انعدام الشفافية وضعف الأنظمة الرقابية هو ما يجذب المستثمرين في هذه الواحات الضريبية⁽¹⁾ و التي تحرم الدول و الاقتصاد الحقيقي من التمويل و تتركز في هذه الواحات رؤوس أموال كبيرة التي لا تخضع للقوانين والضرائب، وتتمتع بالكتمان عن الهوية والسرية، و بتالي فان هذه الأموال بمبدأ التحرير المالي سيسمح لها بالمضاربة في أسواق متعددة (النفط والمعادن،الحبوب والسلع والمشتقات) وغالبا ما تظهر أكثر مردودية لهذه الأموال، هو المضاربة في القطاع المالي بدلا من الاستثمار في الاقتصاد الحقيقي أين العوائد قليلة وعلى المدى الطويل بالإضافة إلى فقدان هويتهم كما أن وجود رؤوس أموال كبيرة مصدرها تراكمات الأرباح لأقلية ضئيلة من المتعاملين يؤدي إلى تقاسم أكثر غير متكافئ للثروة، من أي وقت مضى و بتالي تصبح آلة حقيقية لصناعة الفقاعات خاصة وأن هذه رؤوس أموال من دون قوانين من خلال هذه الواحات الضريبية يمكن أن تتحمل المزيد من المخاطر.

حيث 50% من التدفقات المالية تتم في هذه المناطق التابعة للمتعاملين الماليين الغير خاضعين لأي قانون بالإضافة لعدم وجود بنك المركزي، أو لجنة الإشرافية المصرفية، أو أي رقابة عليها فلا أحد يعرف ما هي نوعية تلك الأصول و أين تم توظيفها وما هي المخاطر التي تعترضها⁽²⁾ .

-كما أن الفائض من الموارد المالية لا يتم استثماره فقط في استثمارات مباشرة منتجة و ولكن يمكن استثماره في أسواق متنوعة جدا مثل الفن والعقارات والأنشطة عبر الإنترنت، مما يؤدي إلى خلق طلب قوي الذي يؤدي بدوره إلى حالة الارتفاع في هذه الأسواق كما تدعو هذه الواحات رؤوس أموال أخرى للمشاركة في المضاربة و بتالي انفجار الفقاعة وإضافة الكثير من الضبابية في العلاقات المالية ،و المساهمة في الالتفاف عن القوانين واللوائح والمساهمة في إنشاء وتركيز رؤوس أموال كبيرة مع التوفير لها بيئة مناسبة للمضاربة و بتالي يمكن الاستنتاج أن هذه الواحات الضريبية أدت إلى عدم الاستقرار المالي⁽³⁾ .

⁽¹⁾ Anne Cheyvalle, L'opacité des paradis fiscaux a aggravé la crise financière , Disponible sur le site, <http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2009/09/25/04016-20090925ARTFIG00001-.php>, Consulté le: 30/06/2017, 15:50h .

⁽²⁾ Smée Véronique , Les Paradis Fiscaux au Cœur De La Crise Financière, Disponible sur le site, <http://www.novethic.fr/-118344.html> , Consulté le: 30/04/2017, 17:55h .

⁽³⁾ Attac France , Les Paradis Fiscaux Agents De La Crise Financière, Disponible sur le site, https://france.attac.org/IMG/pdf/4p_pfa4.pdf , P 2-3 Consulté le: 30/05/2017, 14:50h .

كمثال على ذلك الصعوبات التي عرفتها البنك البريطاني *Northern Rock* التي أدت إلى إفلاسه في 2007 نتيجة الإفراط في الديون القصيرة الأجل، المخبئة في فرعه *Granite* و التي كانت مسجلة في الواحة الضريبية في Jersey و كذلك نفس الحال بالنسبة للبنك الأمريكي *Bear Stearns* نتيجة انخفاض أداء صناديق التحوط الخاصة به و التي كانت مسجلة في *Dublin* ⁽¹⁾ .

7- دور صناديق التحوط في الأزمة المالية:

-صناديق التحوط أداة استثمار جماعي تضم عدد محدود جدا من المستثمرين الأثرياء اللذين يبحثون عن معدلات عائد مرتفعة، ونظرا لخطورتها و حفاظ على مصالح المستثمرين يحضر عليها الترويج لنشاطها أغلبية هذه الصناديق مسجلة في الملاذات الضريبية، في حين أن إدارة هذه الصناديق يتم من قبل مسيرين في دولة أخرى مما يجعلها تفتقد للشفافية لأنها ليست ملزمة بنشر معلومات مفصلة حول محافظها كما لا تخضع إلى أي نوع من التنظيمات الخاصة .

و بمجرد اندلاع الأزمة اتجهت الأنظار مباشرة إلى صناديق التحوط باعتبارها من أهم المتعاملين في مختلف منتجات التوريق وخاصة المهيكله منها ، ففي سنة 2007 كان بحوزة هذه الصناديق 46% من مجموع الأوراق المالية المهيكله المتداولة *CDO* ، و الأهم من ذلك هو حيازتها على 80% من الشرائح الخطرة من هذا النوع من الأوراق المالية والتي يطلق عليها *Equity* مقارنة بالبنوك التي لم تتعدى حصتها في سوق المنتجات المهيكله 25 % منها 4,9% فقط في الشرائح الخطرة فبما مجموعه 2000 مليار دولار من الأصول المالية المستثمرة، في الأسواق المالية العالمية منها 1400 مليار دولار في الأوراق المالية المهيكله صارت هذه المؤسسات إحدى المكونات الأساسية للأزمة المالية النظامية .

وتجدر الإشارة إلى أن هناك أسباب مشتركة للمشاكل التي عرفتها صناديق التحوط خلال المراحل التي مرت بها الأزمة منها : الاستعمال المفرط للرفع المالي ، التعامل بالمنتجات المالية المهيكله ، سوء تقدير الأخطار والإفراط في النشاطات المضاربة ، صعوبة إعادة تمويل القروض ومن ثم الوقوع في أزمة سيولة و قد جاء في تقرير صندوق النقد الدولي لسنة 2008 أن محافظ صناديق التحوط كانت تحتوي في أواخر سنة 2007 على 77,6 مليار دولار من الأوراق المالية الناتجة عن توريق قروض *Subprimes* أي ما نسبته 23,8% من المجموع، مقارنة بـ 126,5 مليار دولار أي 38,8 % بالنسبة للبنوك ، وإن خسائرها من جراء انخفاض قيمة

⁽¹⁾ Chavagneux Christian, (2011): Une brève histoire des crises financières Des tulipes aux subprimes, édition la découverte, paris , P143 .

هذه الأوراق المالية في نفس الفترة بلغت 20,4 مليار دولار أي 29,2 % من مجموع الخسائر في مقابل 28,8 مليار دولار أي 41,3 % بالنسبة للبنوك ويرجع المختصون ذلك إلى عدد من الأسباب منها:

-تتعمد الصناديق إخفاء جزء من خسائرها نظرا لعدم وجود قيود قانونية تلزمهم على الإفصاح المالي عكس ما هو عليه الحل بالنسبة للبنوك التي تخضع نشاطاتها لقوانين، وتنظيمات صارمة تجبرها على الإفصاح من جهة و ضرورة إجراء التعديلات الضرورية على قيمة أصولها وفق أسعار السوق امتثالا للقواعد والمعايير المحاسبية الجديدة.

-إستراتيجية إدارة محافظ هذه الصناديق تعتمد على الإدارة البديلة وهي تعني المراهنة على ارتفاع السوق و انخفاضه أي الاستفادة في الحالتين ومن ثم إمكانية تغطية جزء من الخسائر بالإرباح المحققة في الشرط الثاني من الإستراتيجية.

-إن حيازة هذه الصناديق على أحجام كبيرة من *CDO* و *ABCP* ، في الفترة التي كانت فيها الأسواق تعيش حالة انتعاش والتفاؤل، قد غذى الخطر النظامي وساهم في بروز أزمة سيولة ابتدأ من شهر أوت 2007 عندما تقاعمت حالات عدم الدفع في قطاع القروض العقارية.

-الاستعمال المفرط للرفع المالي الذي توفره لها البنوك خاصة الكبيرة منها من خلال لعب دور *Prime Brokers* والذي يأخذ أشكال عديدة مثل تقديم خطوط قرض، قروض بضمان أوراق مالية، توفير التغطية بواسطة المشتقات... الخ ، فصناديق التحوط تعتبر أهم زبائن هذه البنوك إذ توفر لها أكثر من 25% من مجموع عائداتها لكن هذه الوضعية هي التي كانت سببا في إفلاس العديد منها، فبمجرد تسجيل أول انخفاض حاد في أسواق الأسهم وظهور المخاوف بخصوص القطاع العقاري، طالبت البنوك صناديق التحوط بتسديد جزء من قروضها وبالتالي تخفيض مستوى مديونيتها ، كما رفعت من العمولات المفروضة عليها *Haircuts* مما اجبر صناديق التحوط في سبيل الحصول على السيولة ومعالجة مشكلة تراجع الاكتتاب فيها على خفض أسعار الحصص الجديدة المطروحة للاكتتاب وتحمل خسائر كبيرة جراء ذلك ، مما انجر عنه اندفاع المستثمرين في هذه الصناديق إلى بيع حصصهم الأمر الذي زاد من حدة أزمة السيولة التي كانت تعيشها هذه الصناديق والتي أودت بالعديد منها إلى الإفلاس في سنة 2008 ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ بن نعمون حمادو، (2009) : دور تقنية التوريق وصناديق التحوط في أزمة المالية 2008 ، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية، المنعقد يومي 14 و 15 ديسمبر ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة قسنطينة ، ص13-15.

الجدول رقم (08): المتعاملين بالتزامات الدين المضمونة CDO

Tranches de CDO	شركات التأمين	صناديق التحوط	بنوك	Asset Managers
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
المجموع مليار دولار	295	1396	746	564

Source : Agleitta Michel et Rigot Sandra , (2008): Le Rôle Spécifique des Hedge Funds dans la Transmission du Risques Systémique une Contribution au Débat Réglementaire, Conseil d'Analyse Economique, édition la documentation française, Paris , P237.

إن العرض السابق يبين بشكل جلي الدور المحوري الذي لعبته تقنية التوريق وصناديق التحوط في ظهور وانتشار الأزمة المالية الحالية، فإفراط البنوك في استعمال هذه التقنية والعلاقة المعقدة والغامضة التي تربطها بصناديق التحوط تقف وراء تحول الأزمة إلى أزمة مالية نظامية والخسائر الضخمة التي لحقت بالاقتصاد العالمي فيما بعد.

8- نظام الأجور و العلاوات و المكافآت كأحد المحفزات على المبالغة في المخاطرة :

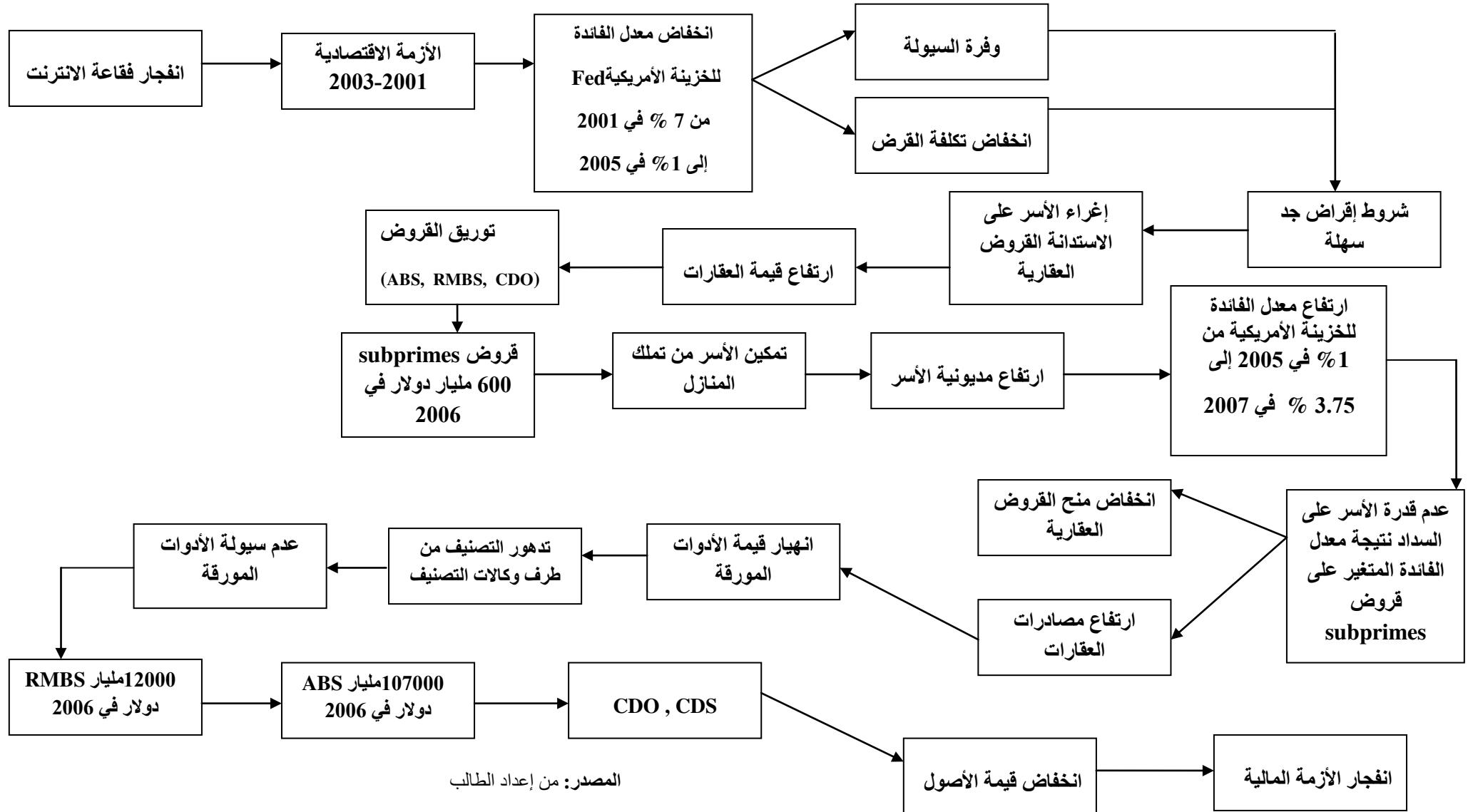
إن نظم الأجور الحالية لعبت دورا مهما في الأزمة حيث أدت إلى تشجيع الموظفين على الدخول في صفقات عالية المخاطر حيث لوحظ أن أجور المدراء العامين للشركات المنهارة لم تكن متناسبة مع أداء مؤسساتهم فالموظفون الذين يرتبط منصبهم في المتاجرة في المشتقات المالية أو منح الائتمان يتلقون حصة كبيرة من دخلهم على شكل مكافآت متغيرة ، فإذا أديرت الصفقات بنجاح فإن المكافأة المالية ستكون كبيرة وسيحصل الموظف على ترقية أما إن لم تُدر هذه الصفقات بنجاح نتيجة حدوث مشاكل ائتمانية أو هبوط غير متوقع في قيم الأصول المتعلقة بها ، فإنه سيفقد المكافأة أو في أسوأ الأحوال ستنتم تنحيته بعد أن يحصل على تعويض وبذلك ستتعارض مصلحته مع مصلحة المنشأة التي يعمل لحسابها وسوف يكون ميالا لتوسيع نطاق العمل على حساب زيادة المخاطر .

ولقد بينت دراسة أجريت سنة 2008 حول الأجور للمدراء العامين للشركات المدرجة أسهمها كانت حوالي 8,4 مليون دولار سنة 2007 و أن هذه الأجور لم يصيبها التدهور، الذي عرفه أداء الشركات التي يشرفون على إدارتها حيث أن نظام العلاوات المبني على تشجيع أداء المسيرين نتيجة قراراتهم القصيرة الأجل كان له الأثر على ملاءة المؤسسة ، و من ثم على قدرتها على ضمان بقاءها وذلك أنه شجعهم على المخاطرة بدرجة كبيرة إلى تحقيق أرباح في الأمد القصير، بصرف النظر عن المخاطر الناجمة عن السلوك السوقي الذي يقود إلى

تحقيق الأرباح الكبيرة و قد تراكمت تلك المخاطر إلى درجة أنه أدى إلى إفلاس معظم الشركات خاصة المالية منها ، مما أدى إلى تفاقم الأزمة حيث أن الميكانيزمات التي تسير و تنظم الأجور و العلاوات لديها أثر مباشر على النظام المالي ⁽¹⁾ .

⁽¹⁾ عبد الرحمان العايب ، (2009) : ميكانيزمات تحفيز المسيرين كأحد محددات حوكمة الشركات وتأثيرها في الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة حالة المؤسسات المالية و المصرفية المتضررة الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية و الحوكمة العالمية،المنعقد يومي 20-21 اكتوبر ، جامعة فرحات عباس سطيف، ص 09 .

الشكل رقم (17): مراحل أزمة الرهن العقاري 2007



المطلب الثاني : تفسير هل هي أزمة ثقة أو أزمة سيولة

مع انهيار السوق العقاري في الولايات المتحدة في 2006 ظهرت آثار انفجار الفقاعة العقاري من خلال ارتفاع عجز المقترضين عن السداد ، في قطاع الرهن العقاري حيث بلغ معدل العجز 11% في أوائل عام 2006 لينتقل إلى حوالي 14% في أوائل عام 2007 تم ليتجاوز 20% في عام 2008 حيث أن نشر المعلومات بشأن تدهور قروض الرهن العقاري، أدى إلى توليد انعدام الثقة المتزايدة اتجاه المنتجات المورقة و قد تفاقم انعدام الثقة مع التنبيهات الأولى التي أطلقتها وكالات التصنيف و التي قامت بتخفيض تصنيف المنتجات المتعلقة بالقروض العقارية عالية المخاطر و في هذا السياق، فإن الكثير من المنتجات المهيكلية لم تجد لها مشتري حتى بأسعار منخفضة و بتالي بداية خوف المؤسسات المالية من إفلاس البنوك حيث أن انعدام الثقة بين البنوك هو النتيجة المباشرة للضبابية التي تميز عملية التوريق، مما يجعل من الصعب معرفة التعرض الفعلي للبنوك لهذه المنتجات العالية المخاطر و باختصار، فإن الأصول السامة قد وزعت على كل المتعاملين دون أن نتمكن من تحديد بالضبط المتعاملين الذين يحزونها ، و بتالي حدوث أزمة سيولة و في حال الشك تتوقف البنوك عن إقراض بعضها البعض مما يؤدي إلى أزمة سيولة، وهو ما يشكل خطرا كبيرا على القطاع المصرفي و على الاقتصاد حيث أن للبنوك احتياج يومي للسيولة و لسد حجيتها تقوم ببيع الأصول، مما يعني أن هناك بعض الجهات على استعداد لشرائها و في حالة امتناع هذه الجهات عن شرائها في هذه الحالة قد تجد البنوك نفسها في حالة نقص السيولة النقدية مع إمكانية الإفلاس .

في هذه المرحلة الأزمة تجاوزات الإطار البسيط من القروض العقارية عالية المخاطر لتتحول إلى أزمة سيولة مصرفية خطيرة ليتم ظهور حلقة مفرغة تتمثل في أن أزمة الثقة أصبحت تمارس ضغوطا لتخفيض قيمة عدد متزايد من الأصول التي تحتفظ بها البنوك ونظرا لهذه الخسائر، اضطرت البنوك إلى بيع ما لديها من الأصول للحصول على السيولة حيث أصبحت تجد نفسها في مواجهة خيارين بيع أصول منخفضة القيمة وبالتالي تحقيق أرباح رأسمالية أقل مع زيادة انخفاض أسعار الأصول أو بيع أصول لم تتأثر بالأزمة ومنطقيا فإنها تختار الخيار الثاني لكن هذا المنطق صالح تماما على مستوي بنك واحد غير انه يكون محدود عندما يتم تعميمه إذا كان هناك بيع كبير للأصول ذات الجودة و بتالي انخفاض أسعار هذه الأصول وبعبارة أخرى فإن سلوك المستثمرين والبنوك قد سمح بانتشار الأزمة من سوق إلى سوق، ومن منتج إلى منتج ومن ثم فإن البنوك تواجه أزمة مزدوجة:

أزمة السيولة، وهذا يعني العجز في الحصول على التمويل على المدى القصير والمتوسط اللازم لأنشطتها اليومية.

أزمة رأسمال، وذلك بسبب انخفاض قيمة الأصول مما يعني امتناع المستثمرين عن اقتناء هذه الأصول و توفير السيولة لها (1).

ولما أصبحت السيولة مشكلة حقيقية ، قامت عدة بنوك مركزية بضخ كميات كبيرة من السيولة أملا بأن تقترض البنوك التجارية ما تحتاجه بمستوى ضعيف من التكاليف ، ولكن كل ذلك لم يؤدي إلى تغيير الأوضاع وسرعان ما تبين أن المشكل الحقيقي ليس في توفير السيولة للمؤسسات المالية وإنما امتناع المؤسسات المالية عن منح القروض والتسهيلات لبعضها البعض (أزمة ثقة) ، فلقد صارت القروض رمزا لموجودات مسمومة تعذر بيعها والتخلص منها ، وهذا ما دفع بالخزينة الأمريكية إلى طلب اعتماد من الكونكرس الأمريكي بـ 700 مليار دولار لشراء المشتقات المالية والأسهم ذات الصلة بالقروض لإعادة الثقة إلى الأسواق المالية ، وهذا يدل على أن السيولة كانت متوفرة لدى البنوك المركزية ، ولكن الذي لم يكن متوفرا هو الثقة فإذا انعدمت الثقة بين المؤسسات المالية فان ذلك يعني انهيار تاما في الأسواق المالية .

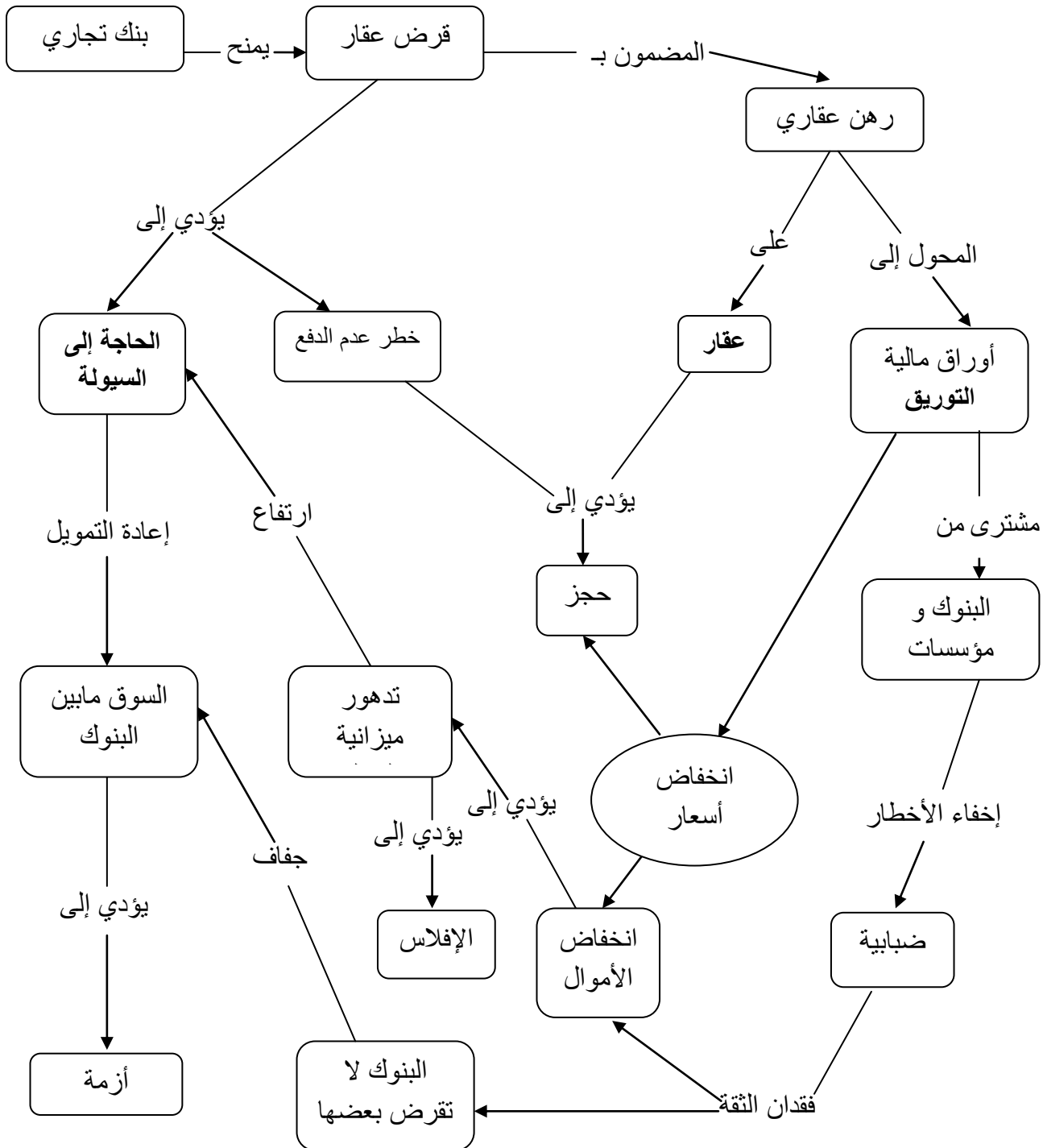
وفي جو من التوتر بين البنوك ، تدخلت السلطات النقدية في العالم من خلال خفض أسعار الفائدة لعل ذلك يجدي نفعا ومضت الحكومات في عرض خطط في سبيل إعادة ثقة الأسواق ، ولكن كل هذه الجهود باءت بالفشل فالسلطات النقدية الأمريكية ارتكبت خطأ جسيما عندما أخفقت في دعم ليمان براذرز وتركه يذهب للإفلاس ، لان الخسائر التي نتجت عن إفلاس هذه المؤسسة كانت كبيرة مقارنة بالمبلغ الذي كانت تحتاجه هذه المؤسسة لتجنب الإفلاس ، علما بان 80 % من الأوراق المالية المدعومة بمرهونات عقارية والتي تم تسويقها في الأسواق العالمية كان وراءها بنك ليمان براذرز .

كما أن قيام المصارف المركزية في الدول الكبرى بخفض أسعار الفائدة لم يقابله تخفيض مماثل لمعدلات الفائدة على التعاملات في الأسواق المالية ، وبقيت الأزمة تدور وتشتد يوما بعد يوم ورغم توفر السيولة فان الجهود التي بذلت هنا وهناك لم تسهم في إعادة الاطمئنان للأسواق وتعزيز الثقة بالمصارف ، فرغم ضخ بنك إنجلترا مئات المليارات من الجنيه الإسترليني في الأسواق ، فان ذلك لم يؤدي إلى إنعاش الأسواق المالية وانقاد نورثن روك من الأزمة الخانقة التي كان وراءها انعدام السيولة وزاد ذلك من الانهيار في أسواق الأسهم العالمية (2).

(1) Couderc Nicolas et Montel-Dumont Olivia, (2010): D'une crise à l'autre Des subprimes à la crise mondiale Les politiques économiques à l'épreuve de la crise, édition Cahiers français , N° 359 ,P4.

(2) عبد القادر بلطاس ، (2009) : المرجع سبق ذكره، ص81 .

الشكل رقم (18) : أزمة السيولة ما بين البنوك



source : Combelle Frédéric, La crise financière et le rôle des banques , Disponible sur le site, [http://www.monnaie.wikispaces.com/..//crise financière et le rôle des banques .pdf](http://www.monnaie.wikispaces.com/../crise+financi%C3%A8re+et+le+r%C3%B4le+des+banques.pdf) , p1, Consulté le: 30/05/2016, 23:50h .

المطلب الثالث : انعكاسات أزمة الرهن العقاري

لم تقتصر الأزمة على الجانب المالي بل تجاوزته لتصيب الجانب الحقيقي للاقتصاد ، أي أنها تحولت من كونها أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية (الاستثمار، الإنتاج ، العمالة) ، ما أدى إلى تراجع معدلات النمو بشكل حاد خاصة في الولايات المتحدة ، ودول الإتحاد الأوروبي واليابان ، وهذا مؤشر واضح من ضمن مؤشرات عديدة على أن الاقتصاد العالمي يدخل إلى ركود حاد أكثر حتى من ركود عقد الثلاثينات.

1- آثار الأزمة على أسواق رأس المال:

تأثرت البورصات العالمية وفي باقي دول العالم بشكل كبير حيث شهدت تقريباً انخفاضات كبيرة ومنتالية في أسعار الأوراق المالية بعد الانهيار الكبير الذي حدث للبنوك و المؤسسات الأخرى، حيث قدرت خسائر البورصات في ظل الأزمة بما لا يقل عن 4-5 تريليون دولار.

إذ انخفض مؤشر دواجونز الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى من 9258 نقطة إلى 8579 نقطة أي بمقدار 679 نقطة و قد انتقلت الأزمة إلى معظم الأسواق المالية، فبعد هبوط أسهم بورصة ول ستريت انخفض المؤشر العام في أهم البورصات العالمية ، حيث سجلت البورصات الأوروبية الرئيسية انخفاضا كبيرا، حيث انخفض مؤشر يورفرست 300 الرئيسي لأسهم الشركات الكبرى في أوروبا بنسبة 8 % حيث بلغ معدل الانخفاض منذ بداية الأسبوع الأول أكثر من 22 % وفي باريس تراجع مؤشر CAC 40 بـ 7.73 % وفي لندن تراجع مؤشر مؤشر فاينانشال تايمز 100 الرئيسي بنسبة 5.47 % وفي فرانكفورت بلغ المؤشر بتراجع قدره 7.01 % كما سجل مؤشر ستاندرد أند بورز انخفاضا بنسبة 9% كما هبط مؤشر نيكى الياباني بنسبة أكثر من 11% مسجلا أكبر خسارة في يوم واحد وفي بكين تراجعت أسعار الأسهم الصينية بمقدار 3.75 % ⁽¹⁾.

2- إفلاس العديد من البنوك و الشركات بسبب أزمة السيولة و تأمين معظمها :

انهارت مجموعة كبيرة من البنوك التي كانت تعطيها مؤسسات التصنيف تصنيفاً عالياً، فقد انهار 25 بنك في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الربع الأخير من عام 2008 و 140 بنكاً في عام 2009 و 30 بنكاً حتى منتصف شهر مارس 2010. و من البنوك التي تأثرت بالأزمة ما يلي:

1-2 إفلاس مصرف ليمان براذرز : رابع أكبر بنك بالولايات المتحدة حيث انخفضت قيمة أسهمه بنسبة 94 % منذ بداية سنة 2008 ، و وصلت خسائره إلى مليارات الدولارات بسبب استثماراته في سوق الرهن العقاري ،

⁽¹⁾ عبد الحميد عبد المطلب، (2009) : الديون المصرفية المتعثرة الأزمة المالية المصرفية العالمية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 320 .

وكان لإفلاس هذا المصرف وقع كبير في القطاع المالي لأن عمره يتجاوز قرناً و نصف القرن و لطالما ضرب به المثل من الإفلات سالما من أزمات مالية ضخمة مثل الكساد الكبير .

2-2 خسائر ميريل لينش : بلغت خسائر ميريل لينش المرتبطة بالرهن العقاري في 2008 ، 23 مليار دولار و هي أكبر خسارة في تاريخ الشركة .

إنخفضت أسهم بنك (نورثن روك) أحد أكبر المصارف البريطانية المتخصصة في التمويل العقاري بأكثر من 30% عقب إعلان بنك إنجلترا المركزي منحه قرضاً عاجلاً.

2-3 اندماج جي بي مورغن : اشترى مصرف جي بي مورغن تشايس الأنشطة المصرفية لمنافسه ميوتشال بواشنطن ، كما اشترى بنك الأعمال " بير ستيرنز " الذي عانى من نقص السيولة بمساعدة السلطات الفدرالية الأمريكية .

2-4 تأميم شركتي فاني ماي و فريدي ماك : استحوذت الحكومة الأمريكية على شركتي فاني ماي (مختصة بتمويل الإسكان) و فريدي ماك (المختصة بتوفير السيولة للجهات الممولة للمساكن) ، و وضعتها تحت الحجز الفيدرالي لمساعدة النظام المالي الأمريكي على تحمل الخسائر المالية الهائلة التي لحقت بقطاع القروض العقارية ، و تعتبر هذه الخطوة استثنائية في بلد لا تتدخل حكومته في النشاط الاقتصادي للمصارف ، و هو ما يعني صدمة جديدة لأسواق التمويل الأمريكية في ظل المشكلات الاقتصادية الناجمة عن عمليات حبس الرهن المتصاعدة و التي أدت لزعة الاقتصاد .

2-5 تأميم البنك البريطاني نوثر نروك : أول مصرف للتسليف العقاري في بريطانيا تؤممه الحكومة البريطانية.

2-6 تأميم شركة التأمين AIG : واجهت شركة التأمين AIG و هي من أكبر شركات التأمين في العالم مخاطر جسيمة حيث فقدت حوالي 90 % من قيمتها منذ مطلع عام 2009 ، و قد أمتت الحكومة الأمريكية العملاقة في مجال التأمين لتفادي إفلاسها ⁽¹⁾ .

3-انخفاض التجارة الدولية:

كان للأزمة المالية العالمية انعكاسات كبيرة على التجارة العالمية ، فقد أعلنت منظمة التجارة العالمية بأن معدل تراجع التجارة الدولية كانت كبيرة للغاية لان الاقتصاد الأمريكي المنهار يمثل ما لا يقل عن 30 % من الناتج الإجمالي العالمي ، و يؤثر مباشرة على ما لا يقل عن 50 اقتصاديات دولة تأثيراً مباشراً فإذا كان هذا الاقتصاد دخل في حالة ركود عام 2008 فإن التوقعات و المؤشرات ، كلها تشير إلى انخفاض الطلب لهذه السوق على المنتجات و السلع من الدول الأخرى بمعدلات كبيرة ، و هو ما انعكس على انخفاض الصادرات

(1) سامر مظهر قطقجي، (2009) : ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، دمشق، ص 67-68 .

المتدفقة من الدول الأخرى إلى الاقتصاد الأمريكي و من ناحية أخرى انخفضت قدرة هذا الاقتصاد الأمريكي أيضا على الاستيراد و كذلك على التصدير وقد أثرت هذه الأزمة بشكل سيئ ومباشر على الدول التي كانت تحرك بقوة التجارة الدولية ، حيث نجد انخفضت قدرتها على ذلك ، فألمانيا وصلت إلى حالة ركود ومعها معظم دول الاتحاد الأوروبي ، وكذلك اليابان وغيرها من الدول التي انخفضت قدرتها على الاستيراد وكذلك التصدير ، وهذا نتيجة انخفاض الطلب العالمي عموما على السلع القابلة للتصدير وبالتالي مالت الأسعار العالمية إلى الانخفاض بل خلق ذلك توجهها نحو الداخل من أجل تحريك الطلب المحلي على المنتجات المحلية، وزيادة الطلب على الاستثمار المحلي قصد إنتاج سلع محلية في كل دولة وكل ذلك ينعكس على التجارة الدولية بالانخفاض المتتالي (1).

4-الركود الاقتصادي :

أدت الأزمة المالية إلى دخول الاقتصاد العالمي في ركود اقتصادي نتيجة انخفاض الاستهلاك و تقليص إنفاق الشركات و النشاط الإسكاني ، و انعكس ذلك على العجز في الميزان التجاري للدول المتقدمة ، إذ حققت الولايات المتحدة الأمريكية عجزا قياسيا خلال سنة 2008 بلغ 455 مليار دولار و بزيادة قدرها 50% مقارنة بسنة 2007 و حقق الميزان التجاري ، لدول الإتحاد الأوروبي في سنة 2008 عجزا بقيمة 27.2 مليار أورو ما يعادل 36 مليار دولار و تفاقم العجز التجاري في روسيا إلى 44.8 مليار أورو فيما بقي العجز ثابتا مع الصين بمقدار 86 مليار أورو ، بينما تراجع في اليابان بشكل طفيف إذ بلغ 19.6 مليار أورو مقارنة بـ 20.2 مليار سنة 2007 (2) .

5-انخفاض أسعار البترول :

يعتبر البترول من السلع الإستراتيجية الهامة التي تتأثر تأثرا كبيرا خلال الأزمات المالية ، بسبب تمتع الطلب عليها ، و عندما اندلعت الأزمة المالية العالمية في سبتمبر 2008 ترتب على ذلك تذبذب في أسعار البترول في اتجاه عكسي لحركة الدولار الأمريكي ، فقد انخفضت أسعار البترول في شهر نوفمبر سنة 2008 إلى مستوى 50 دولار للبرميل ، ثم تعدت حاجز الخمسين دولار في أول ديسمبر 2008 ليسجل سعر البرميل 36.37 دولار بعدما كان في حدود 150 دولار قبل شهر أوت 2008 (3) .

(1) عبد الحميد عبد المطلب، (2009) : المرجع سبق ذكره ، ص 328 .

(2) إبراهيم عبد العزيز النجار ، (2009) : الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية ، ص 86 .

(3) عبد الحميد عبد المطلب، (2009) : المرجع سبق ذكره ، ص 327 .

6- تنامي معدلات البطالة :

من الآثار الهامة و المتنامية للأزمة المالية العالمية أنه بدأت تزداد أرقام البطالة الحالية و المحتملة بشكل مخيف حيث فقد الملايين وظائفهم في الكثير من دول العالم و أولها الاقتصاد الأمريكي ، حيث فقد حوالي 2 مليون من الأمريكيين وظائفهم و ارتفع معدل البطالة في أمريكا إلى أكثر من 7 % و هو رقم كبير للغاية عن الأرقام التي كانت سائدة قبل حدوث الأزمة ، و إذا كان هذا هو حال الاقتصاد الأمريكي فإن أرقام البطالة أخذت تزداد في دول الاتحاد الأوروبي و آسيا و الدول العربية و الإفريقية حيث وصلت إلى أكثر من 9 % في المتوسط بل زادت عن ذلك في بلاد كثيرة (1) .

المطلب الرابع : آليات علاج الأزمة المالية

لا يوجد حل للأزمة من خلال قوى السوق ، ومن المخطأ الاعتقاد بأنه بإمكان السوق الرجوع تلقائيا لوضع التوازن ، ومنه فإن تدخل الحكومات يعتبر أمرا ضروريا لتجنب الانهيار المالي عندما تنخفض أسعار الأصول بأكثر من المستوى الذي تبرره المبادئ الاقتصادية .

لذا جاءت خطة الإنقاذ الأمريكية التي صاغها وزير الخزانة الأمريكية هنري بولسون لإنقاذ النظام المالي الأمريكي بعد أن وافق عليها الكونغرس في 3 أكتوبر 2008 ، والتي تهدف إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية التي تعود إلى دافعي الضرائب ، وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمارات و انقاذ النظام المالي و المؤسسات الصناعية إلى أقصى حد ممكن ، حيث تقوم الخطة على شراء الديون الهالكة و تنص الخطة على :

1- الخطة الأمريكية :

- السماح للحكومة الأمريكية بشراء أصول هالكة بقيمة 700 مليار دولار مرتبطة بالرهن العقاري من خلال برنامج *TARP* ، التي ستفيد البنوك على المدى القصير في التخلص من أعباء الديون المعدومة و الأصول السامة و تجنبها تحمل الوزن السلبي لتلك الأصول التي تهدد نشاط البنوك و في أولها دورها كمقرض للاقتصاد لتسهيل تمويل الاقتصاد ، وبالتالي المشاركة بفعالية في إنعاش النشاط الاقتصادي (2) .

- يتم تطبيق الخطة على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى ، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار دولار ، ويملك أعضاء الكونغرس حق النقض (الفيتو) على عمليات الشراء ، التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقف 700 مليار دولار .

(1) إبراهيم عبد العزيز النجار ، (2009) : المرجع سبق ذكره ، ص 88 .

(2) Bechu Thierry , (2010): Op.Cit, P 116 .

- تساهم الدولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة ، مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق ⁽¹⁾ .
- يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات والمصارف المركزية لدول أخرى ، لوضع خطط مماثلة .
- رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف دولار إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد .
- منح إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات .
- تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند الاستغناء عنهم .
- منع دفع مكافآت تشجع على مجازفات لا فائدة منها .
- استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق بعد .
- يشرف مجلس المراقبة على تطبيق الخطة ، ويضم هذا المجلس رئيس البنك المركزي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة .
- يسهر مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس على مراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات .

2- تخفيض معدل الفائدة :

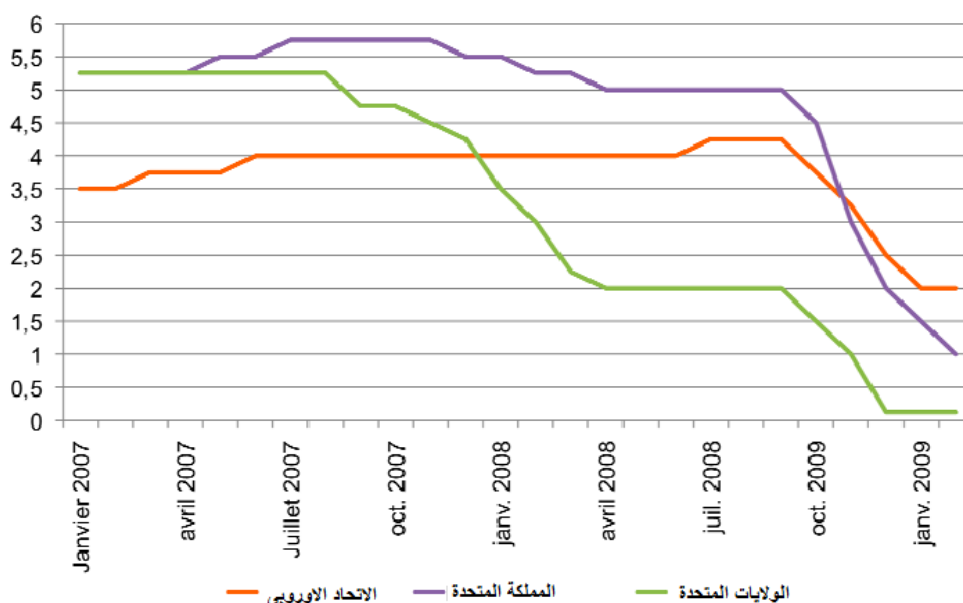
لعبت البنوك المركزية دورا مهما في الحد من آثار الأزمة المالية حيث قامت البنوك المركزية في الولايات المتحدة ، وأوروبا وآسيا بتطبيق سياسة تخفيض معدلات الفائدة بنسب متفاوتة أي إتباع سياسة ZIRP ⁽²⁾ . هذه الخطوة لها أثران إيجابيان من الناحية المالية والحقيقية ، فمن الناحية المالية تساعد معدلات الفائدة المنخفضة على تخفيض تكاليف الاقتراض حتى يقبل الناس على تسديد تلك القروض وبالتالي تتوفر السيولة لدى البنوك لتقابل سحبيات المودعين لضمان أرصدتهم من التبخر ، و كذلك تخفيض معدلات الفائدة يؤدي إلى تشجيع مستويات الاستهلاك والاستثمار ومن ثم رفع مستويات النشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة ومن منتصف 2007 إلى نهاية 2008 ، تم تخفيض معدل الفائدة من 5,25% إلى 0,25 % وقرر البنك المركزي الأمريكي في 18 ديسمبر 2008 الحفاظ على معدل فائدة في مجال يتراوح من 0 إلى 0,25 % وهو مستوى لم يتم بلوغه من قبل ، أما البنك المركزي الأوروبي فقد قام بسبع تخفيضات متتالية حملت معدلات الفائدة من 4,25 % إلى 1 % ، وعندما قرر البنك المركزي الأوروبي في 5 مارس 2009 تخفيض معدل الفائدة من 2 % إلى 1,5 % ، كانت المرة الأولى في التاريخ التي ينزل فيها المعدل إلى أقل من 2% كما قرر مجلسا إدارة البنك المركزي الأوروبي وبنك إنجلترا في 6 أوت 2009 إبقاء سعر الفائدة الرئيسي كما هو ، أي

⁽¹⁾ سامر مظهر قنطقجي، (2009) : المرجع سبق ذكره ، ص 88 .

⁽²⁾ Bechu Thierry , (2010): Op.Cit, P119 .

في حدود 1 % بمنطقة دول الإتحاد الأوروبي و 0,5 % في بريطانيا ، و من اجل تقادى تجمد السوق النقدي أين أصبحت البنوك لا تقرض بعضها البعض كانت الخزينة الأمريكية مجبرة على تأمين السيولة للسوق النقدي وبعبارة أخرى تعويض نقص المبادلات ما بين البنوك، ومن خلال قبول بعض الأصول التي كانت ترفضها من قبل لحل أزمة الثقة ، وهكذا لعبت البنوك المركزية دورها بوصفها المقرض الأخير لإنقاذ السوق النقدي من الاختناق و بتالي ضمان استقرار النظام المالي .

الشكل رقم (19) : سياسة تخفيض معدلات الفائدة من قبل البنوك المركزية



Source : Jamet Jean-François et Lirzin Franck , L'Europe à l'épreuve de la récession , Disponible sur le site, http://www.robert-schuman.eu/question_europe.php . pdf , P16 , Consulté le: 30/03/2016, 23:50h .

وفي مارس 2008 ، قامت الخزينة الأمريكية بانقاذ بنك *Bear Stearns* من خلال خلق

Maiden Lane I limited liability company المكلفة بشراء بعض أصول بنك *Bear Stearns* بقيمة 29 مليار دولار و مند إفلاس بنك *Lehman* ارتفع عدد المخططات الخاصة بشراء الأدوات المالية و مساعدة سوق الإقراض حيث قامت الخزينة الأمريكية بمساعدة سوق التوريق بمنح قروض مقابل أصول مורقة من خلال توفير ضمانات على مخاطر الائتمان و إمكانية شراء سندات المؤسسات و الحكومية على مستوى السوق من اجل التحكم في المعادلات الطويلة الأجل⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Bechu Thierry , (2010): Op.Cit , P 120-121 .

3- تأميم البنوك :

من خلال شراء حصص في رأسمال البنوك بمبلغ 250 مليار دولار، تقتطع من الميزانية التي رصدت لخطة الإنقاذ حتى تتم مساعدة البنوك على مواصلة أنشطتها المصرفية في منح الائتمان ، مما يساعد على النمو الاقتصادي وخلق وظائف جديدة على أن يسمح للبنوك إعادة شراء الأسهم من الحكومة بعد استقرار أوضاعها المالية ، والعمل على حل مشكلة إدارة أصول البنوك السيئة من خلال إعادة بيع أغلب الأصول والودائع مع توفير الضمانات الحكومية الكافية لحملة أسهم جدد من القطاع الخاص و تخليص حملة الأسهم العادية والممتازة من أسهم المؤسسات المفلسة ، بعد تطهير الأصول السيئة و البنوك التي لم يتم تأميمها تحصلت على قروض بتكلفة جد منخفضة بالإضافة إلى دخول الحكومة كشريك من خلل التأميم وتشجيع عمليات الاندماج والاستحواذ (1) .

المبحث الثاني: الأزمة المالية اليونانية 2010-2015

رغم التفاؤل بتحسين أداء الاقتصاد العالمي خلال عام 2011 الذي صاحبه شعور الخروج من الأزمة العالمية ومن هونها العميقة إلا أنه يبدو أن تداعيات هذه الأزمة لا تزال مستمرة لتنتقل عداوها لتصيب الأوضاع المالية السيادية لبعض الدول في الاتحاد الأوروبي ، فمنذ شهر أبريل 2010 بدأ الحديث عن تفاقم مشكلة اليونان التي تفاقم ديونها العامة ، وأصبحت تهدد استقرارها الاقتصادي بل وتهدد الاستقرار الاقتصادي الأوروبي إلى درجة التوقع أن تؤدي هذه الأزمة إلى انهيار الاتحاد الأوروبي .

المطلب الأول: أسباب الأزمة اليونانية

انطلقت أزمة اليونان في أكتوبر 2009 وبالتحديد عند تصريح وزير المالية الجديد جورج بابانديرو لأعضاء الاتحاد الأوروبي ، بأن عجز الميزانية اليونانية سنة 2009 في حدود 12,5 % من الناتج المحلي أي ضعف ما صرحت به الحكومة اليمينية السابقة بدلا من 6 % مما أدى بوكالات التصنيف المالي إلى تخفيض تصنيفها على الدين العمومي اليوناني ، فارتفعت بذلك نسبة الفائدة على هذا الدين وأصبحت الحكومة اليونانية عاجزة عن تسديد ديونها (2) وتعددت أسباب أزمة اليونان التي يمكننا إيجازها فيما يلي :

1- تزيف الحسابات :

إن الأزمة اندلعت نتيجة اكتشاف الأسواق للأوضاع الاقتصادية والمالية المتدهورة بكثير مما كان متوقعا مما أدى إلى زيادة افتراض خطر الإفلاس ، لأن الحكومة اليونانية تعاني من فقدان المصداقية في نظر الاتحاد

(1) بوغتروس عبد الحق، سبتي محمد، (2009) : المرجع سبق ذكره ، ص 14 .

(2) رضا الشكندالي، (2010) : الاقتصاد التونسي بين تداعيات الأزمة الأوروبية ومتطلبات النمو ، مجلة المغرب الموحد ، العدد 8، تونس ، ص 18 .

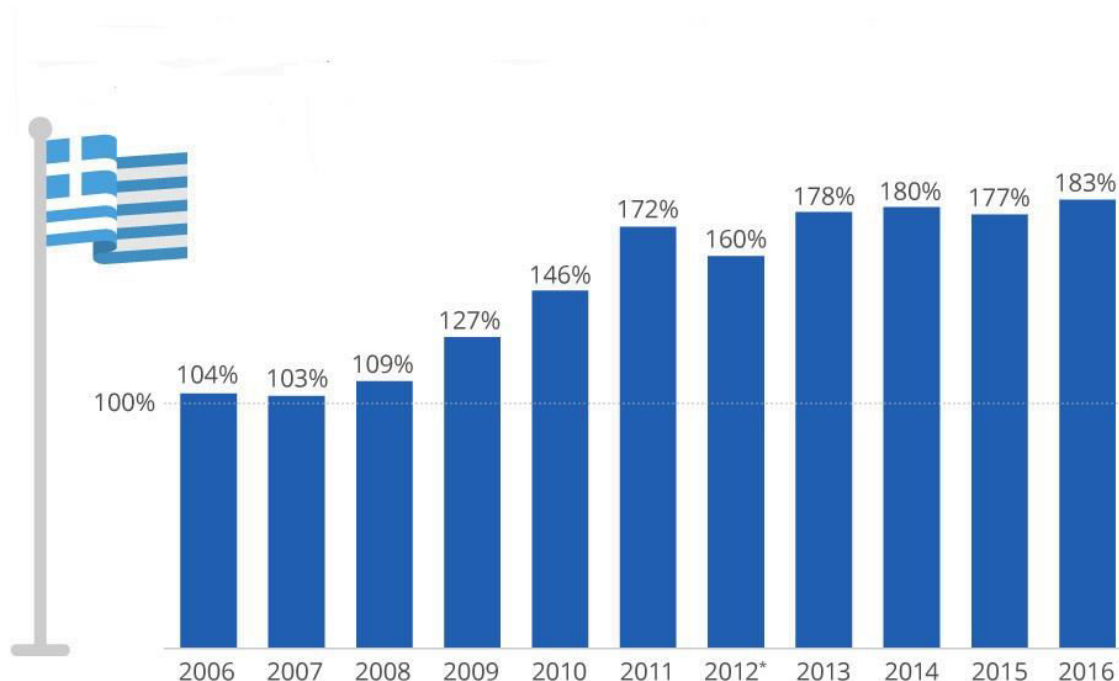
الأوروبي و الأسواق المالية نتيجة العرض الخاطئ ، و المفتعل للحسابات العامة حيث أن العجز مقوم بأقل من قيمته إلى حد كبير وكذلك التلاعب وتزوير الحسابات منذ عدة سنوات ⁽¹⁾ ومدى ضلوع البنوك الأميركية الكبرى مثل غولدمان ساكس *Goldman Sachs* في مساعدة اليونان على إخفاء حجم ديونها الحقيقي ، كي تتمكن من تلبية شروط الانضمام لمنطقة اليورو ، باستخدام آليات يعترف بنك غولدمان ساكس حالياً بأنها كانت تقتصر إلى الشفافية المطلوبة ، ولكي تتأهل للالتحاق بعضوية منطقة اليورو فقد أكدت الحكومة اليونانية أن العجز في ميزانيتها لم يتجاوز 1,8% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1999 وهو ما يقل كثيراً عن سقف 3 % من الناتج المحلي الإجمالي الذي حددته معاهدة ماستريخت كي تتمكن من الاستدانة بأقل سعر فائدة تمنحه هذه العضوية ليتبين إن الديون اليونانية تصل إلى 121 % من الناتج المحلي الإجمالي (نحو 300 مليار يورو) مقابل 4,113 % في عام 2009 ⁽²⁾ التي تبين مسؤولية الحكومة السابقة التي قامت بتزوير مرتين في 2001 و 2009 الإحصائيات الاقتصادية من أجل إعطاء صورة غير حقيقية عن العجز وبالتالي أصبحت الحكومة اليونانية تعاني من تآكل مصداقيتها في أعين الاتحاد الأوروبي والأسواق المالية نتيجة التلاعب بتقديم حسابات عمومية غير صحيحة والتي جعلت من العجز العمومي مقيم بأقل من قيمته بشكل كبير وذلك منذ تاريخ اندماج اليونان للاتحاد الأوروبي وهو ما كشفت عنه وكالات التنقيط في ديسمبر 2009 والتي كانت البداية الحقيقية لاندلاع الأزمة وبلغ الدين العام لليونان الآن نحو 320 مليار يورو، أي حوالي 183% من الناتج المحلي الإجمالي ⁽³⁾ .

⁽¹⁾ tag , Transformer a Gauche Crise De La Grèce Euro Et Perspectives , Disponible sur le site, <http://www.transformeragauche.fr/.../crise-de-la-grece-euro-et-perspectives.pdf> , P1 , Consulté le: 30/01/2016, 13:50h .

⁽²⁾ Mancel Jean-François , (2010): Op.Cit, P33.

⁽³⁾ Statista , La dette grecque ne cesse d'augmenter , <https://fr.statista.com/infographie/4924/la-dette-grecque-ne-cesse-daugmenter/>, Consulté le: 30/04/2017, 13:50h .

الشكل رقم (20) : تطور نسبة الدين العمومي إلى الناتج المحلي الإجمالي في اليونان



Source : Statista , La dette grecque necesse d'augmenter , Disponible sur le site, <https://fr.statista.com/infographie/4924/la-dette-grecque-ne-cesse-daugmenter/>, Consulté le: 30/04/2017, 13:50h .

2- معدل النمو الضعيف :

معدل النمو المرتكز على أرضية هشة و الذي يتميز بمعدل تصدير منخفض 20 % مع معدل مرتفع للاستدانة ومع حالة الكساد التي يتعرض لها الاقتصاد ، مثله مثل باقي دول العالم بسبب الأوضاع الاقتصادية السيئة التي صاحبت ظروف الأزمة المالية العالمية ، حيث تعتبر السياحة والنقل البحري من ركائز الاقتصاد اليوناني غير أنها تعرضت إلى خسائر معتبرة نتيجة الأزمة المالية العالمية ويقدر الانخفاض بـ 15% من دخلها وهو ما تسبب في استمرار ارتفاع عجز الميزانية وارتفاع معدلات البطالة ⁽¹⁾ .

3- ارتفاع معادلات إعادة التمويل:

الفارق المتزايد بين معادلات إعادة التمويل بين الدول الأوروبية *Spreads* لأن الدول تقترض من الأسواق المالية ، من اجل تمويل عجزها و منذ بدأ التعامل باليورو انخفضت معادلات إعادة التمويل ما بين الدول بشكل ملحوظ ، لتصل إلى معدلات متقاربة تماما مما يؤدي إلى تمتع الدول بأسعار فائدة منخفضة وهذا ما يبرر العملة الموحدة ، غير أن هذه المعاملات أصبحت مختلفة بسبب الأزمة وبالتالي يجب على اليونان الاقتراض بـ 6 % مما يؤدي إلى زيادة حجم الديون ويقلل من حجم انخفاض العجز في الميزانية ⁽²⁾ .

⁽¹⁾ Mancel Jean-François , (2010): Op.Cit, P 35 .

⁽²⁾ tag , Op.Cit, P2.

إن اليونان لم تستفيد من فترة النمو القوي الذي شاهدها بين عامي 1997-2007 (4,2 % سنويا) للتقليص من حجم الديون ، كما لم تستفد من معدلات الفائدة المنخفضة ذات الصلة مع عضويتها في منطقة اليورو بالتقارب مع المعدلات الألمانية على نطاق واسع غير أنها اغتتمت الفرصة لزيادة الإنفاق الحكومي (الصحة والتعليم) ، هذه الوفرة المالية أدت إلى تأخير الإصلاحات الجبائية و الهيكلية التي سيكون لها اثر على الحفاظ على صحة النظام ، حتى على الرغم من اتساع العجز العام والتجاري ⁽¹⁾ .

4-ارتفاع النفقات العامة وانخفضت عائدات الضرائب:

ارتفعت النفقات العامة بشكل كبير، في حين انخفضت عائدات الضرائب بسبب التهرب الضريبي والاقتصاد الغير الرسمي الذي يمثل نسبة 25 % من الناتج المحلي الإجمالي ، الذي يعاني منه الاقتصاد اليوناني الذي قد يحتوي على تهرب ضريبي جد مهم البالغ 10% ما بين 2004-2005 مما حرم الخزينة من الإيرادات الضريبية بالإضافة إلى معاناته من الفساد و الرشوة ، وهذا ما يقودنا إلى طرح التسأل التالي في هذا الإطار الذي يوجد فيه تهرب كبير من المواطنين ، لدفع الضرائب كيف تؤدي الدولة دورها في ابطار الإنفاق العام وكان الحل الوحيد هو التوجه نحو الاقتراض من الأسواق المالية و هذا ما قامت به اليونان ولكن بأي طريقة وبأي وسيلة ؟

5- دور الابداعات المالية :

المضاربة ودورها في اندلاع الأزمة مثل ما حدث في أزمة *subprimes* فان عقود *CDS* لها دور بارز في الأزمة اليونانية ، و لفهم ما حدث في اليونان يجب الإشارة ، إلى أن صناديق المضاربة تضارب إما من خلال الرفع المالي أو بالاعتماد على رؤوس أموالها أو من خلال عقود *CDS* التي هي عبارة عن عقود مشتقة تسمح بتأمين ضد مخاطر عدم السداد الخاصة بالديون المصدرة من طرف الدول ، إن علاوة الخطر التي يتم التفاوض عليها على مستوى السوق هي عبارة عن مؤشر، على نوعية الأصل حيث كلما كانت علاوة عقود *CDS* مرتفعة كلما كان الأصل محل التعاقد الذي هو في حالتنا السندات اليونانية تتميز بالخطورة ، و في نفس الوقت كلما تدهورت حالة المقترض نتيجة انخفاض تصنيفه الائتماني فان العلاوة الخاصة بعملية حماية جديدة ترتفع و بتالي فان العلاوة تتغير ، تبعا للتطور في التوقع الخاص بسوق نوعية الأصول وبتالي عند ارتفاع الخطر الخاص بالسندات اليونانية ترتفع معها علاوة الخطر المطلوبة ، من طرف بائع الحماية و بتالي من مصلحتهم أن تكون المخاطر المتوقعة في أعلى مستوى ممكن حيث ارتفعت المضاربة على الديون اليونانية المدعومة بالتصنيف المتدهور ، من طرف وكالات التقييم حيث قامت كل من وكالة *Fitch* و *Standard*

⁽¹⁾ Antonin Céline , La fatalité grecque un scénario prévisible ? , Disponible sur le site, <http://www.ofce.sciences po.fr/pdf/lettres/323.pdf> , P3 , Consulté le: 30/02/2017, 17:50h.

and Poor's بتخفيض تصنيف اليونان من A- إلى BBB+ المتبوعة بوكالة Moody's التي خفضت تصنيفها من A1 إلى A2⁽¹⁾ وبعبارة أخرى المستثمرين يضاربون على هوامش معادلات الاقتراض *SPREADS* وبتالي فالمستثمرين بإمكانهم شراء وبيع عقود *CDS* على السندات اليونانية التي لا يملكونها إذا كان مستثمر يملك سندات يعتقد إن معدل إعادة الاقتراض سوف يرتفع فإن من مصلحته هو شراء عقود *CDS* ، و إعادة بيعهم عندما ترتفع قيمتهم مع تدهور قدرة المقترض على السداد وبعبارة أخرى فإن المضاربين يراهنون على إفلاس اليونان ، دون التعرض للخطر وما يجذب الملاحظة هو إن هناك حلقة مفرغة فمعدلات الفائدة الخاصة بإعادة التمويل اليونانية في ارتفاع لأن الأسواق تطلب علاوة خطر إضافية لأنها تسعى إلى حماية نفسها من الخطر كما أن هناك إقبال من طرف المستثمرين على عقود *CDS* ، للتحوط ضد المخاطر و ارتفاع العلاوة الخاصة بـ *CDS* نتيجة المضاربة التي لا تشجع على إقراض اليونان مما تؤدي إلى ارتفاع معادلات الفائدة وبالتالي يؤدي كل هذا إلى زيادة مديونية اليونان لان عقود *CDS* عبارة عن مؤشر فارتفاعها يعبر عن عدم قدرة اليونان على تسديد جزء من ديونها، و ما يلفت النظر أن من بين المضاربين الذين ساهموا في ارتفاع أسعار الفائدة على الديون اليونانية نجد البنك الأمريكي *GoldmanSachs* دون إثبات ذلك نتيجة الضبابية التي تميز سوق المشتقات المالية⁽²⁾ .

6- الدور السلبي لوكالات التصنيف:

بعد الإعلان عن واقع الوضع المالي للحكومة اليونانية ، قامت وكالات التصنيف الثلاث الكبرى بخفض تصنيفاتها بشكل ملحوظ لليونان ، ثم خفضت مرة أخرى تصنيف اليونان في يونيو على الرغم من تنفيذ برنامج مساعدات الاتحاد الأوروبي ، مما أدى إلى انتشار حالة الذعر في الأسواق مرة أخرى ، و تعرضت وكالات التصنيف إلى عدة انتقادات والتي لم تتوقع هذه الأزمة ، بما في ذلك وجود التعاضي عن التناقض بين واقع الاقتصاد اليوناني واعتمادها المفرط على المديونية ، و حرصا منها على عدم تكرار أدائها الضعيف في أزمة الرهن العقاري من خلال التخفيض العنيف للتصنيف لم تأخذ في الحسبان بشكل كاف التضامن في منطقة اليورو وساهمت في نهاية المطاف إلى تفاقم الصعوبات التي تواجهها اليونان⁽³⁾ وهو الأمر الذي رفع تكاليف التمويل بالنسبة لكل المقترضين السياديين ، وبدأ المستثمرون الانسحاب من سوق السندات اليونانية مما رفع

⁽¹⁾Coriat Benjamin , L'imbroglie grec La Dette Souveraine Grecque Prise Au Piège De La Zone Euro , Disponible sur le site, <http://atterres.org/sites/default/files/L%27imbroglio%20grec.pdf> , P15 , Consulté le: 30/02/2017, 17:50h.

⁽²⁾tag Op.Cit, P2 .

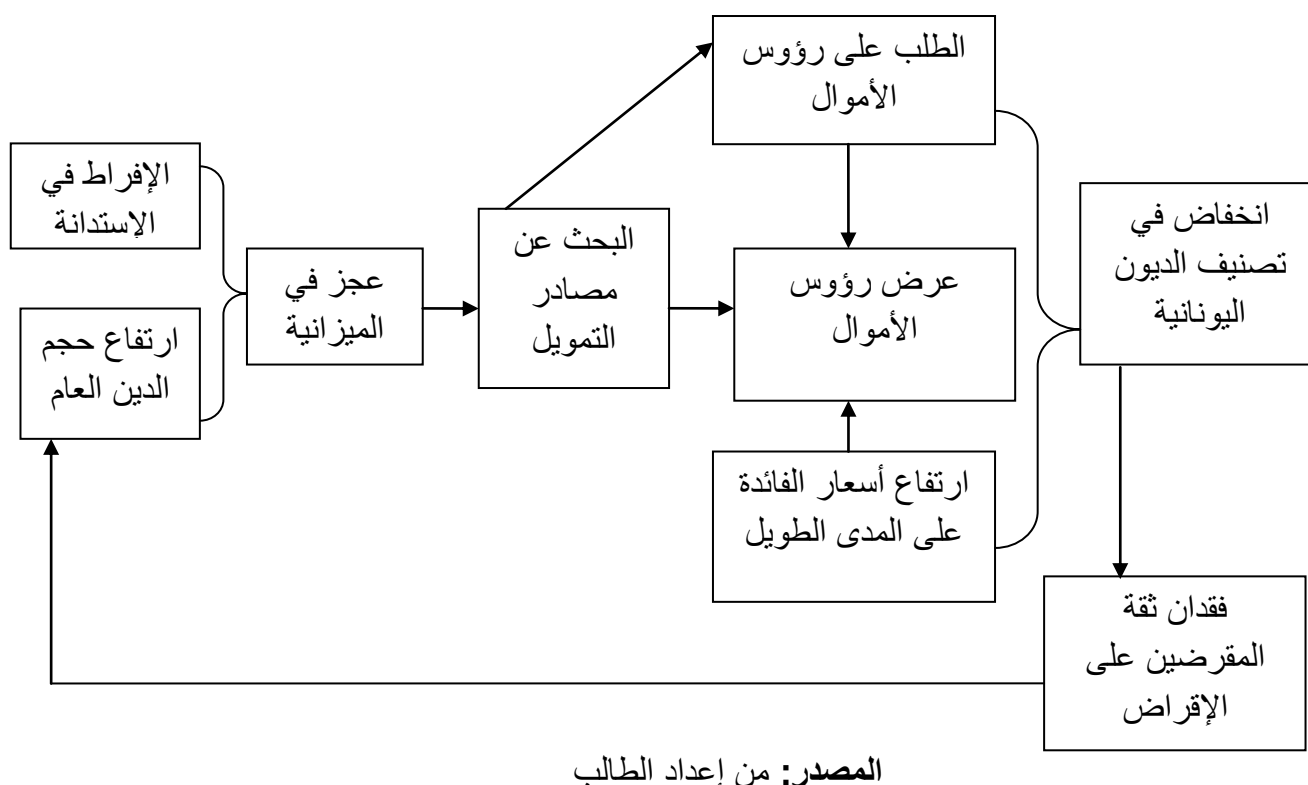
⁽³⁾Mancel Jean-François , (2010): Op.Cit, P 37 .

مستويات العائد المطلوب عليها ، ما جعل صناع السياسات يخشون انتشار الأزمة إلى بلدان أخرى في منطقة اليورو⁽¹⁾ .

7- تدهور الحساب الجاري:

سجل الاقتصاد اليوناني تدهورا خطيرا في الحساب الجاري فقد بلغ سنة 2008 51,5 مليار دولار وهو رقم جد مرتفع بالنسبة لاقتصاد صغير كالليونان ، ويعود السبب في ذلك إلى ارتفاع الطلب على السلع الاستهلاكية مما أدى إلى ارتفاع حجم الواردات ، ويعود سبب العجز في الميزان الجاري لليونان إلى ضعف قدرتها التنافسية في مجال التصنيع والصناعات الصغيرة و اعتياد اليونانيون على العيش فوق طاقة مدخلاتهم ، كما تعتبر اليونان أضعف اقتصاد في منطقة اليورو إذ لا تساهم إلا بـ 11,8 % من إجمالي الناتج الأوروبي ، مما جعلها تمول العجز المزدوج في الميزانية والحساب الجاري عن طريق الاقتراض في أسواق رأس المال الدولية وهو ما أسهم في ارتفاع الديون الخارجية بـ 115% من الناتج المحلي الإجمالي عام 2009⁽²⁾ .

الشكل رقم (21) : مراحل الأزمة المالية اليونانية



⁽¹⁾ مارتن شيهاك و سروبونا ميتيرا ، (2009) : أوروبا تفقد هالتها ، مجلة التمويل والتنمية ، المجلد 46 ، العدد2، صندوق النقد الدولي ،

⁽²⁾ Mancel Jean-François , (2010): Op.Cit, P 35.

المطلب الثاني: آثار أزمة اليونان

- رغم أن اليونان واحدة من أصغر الدول في منطقة اليورو (لا تشكل سوى 2,6 % فقط من الناتج الإجمالي للمنطقة) ، إلا أن تعثرها يمثل مشكلة خطيرة للمنطقة برمتها لأن من شأن ذلك ضعفة الثقة في العملة الموحدة ، وخلق ضغوطاً على الدول المشابهة من حيث خصائص المديونية والميزانية خاصة البرتغال وإسبانيا وإيرلندا ، و التسبب في مضاعفات خطيرة على بنوك الاتحاد الأوروبي التي تعود إليها 49,2 مليار يورو من ديون اليونان (35,1 مليار يورو منها عائدة إلى بنوك فرنسية وألمانية) .

- الأزمة اليونانية يمكن لها أن تتسبب بأزمات اقتصادية كبرى فالاقتصاد التايلندي ذي الناتج الوطني الإجمالي الأصغر من مثيله في اليونان أدى قبل حوالي 14 عام إلى شرارة أزمة ، فالعديد من الدول لها الدائنين أنفسهم وعندما تعاني هذه الجهات الدائنة من خسائر كبيرة في إحدى الأسواق المحلية فإنها تقوم في العادة بسحب أموالها ، التي أقرضتها للآخرين وإن كانت اليونان وإيرلندا وإسبانيا تبتعد عن بعضها البعض بأموال كثيرة فإن ذلك ، لا يمنع من أن تبدو على الحال نفسها في عيني مستثمر قلق فكلها ذات عجز مالي مستمر وديون كبيرة في ذمة القطاعين العام والخاص (1) .

- انتشار برامج التقشف الاقتصادي حيث سوف تضطر الدول ذات الدين العام الضخم ، أن تخضع نفسها لبرامج تقشف قاسية للتعامل مع أوضاعها المضطربة وتعديل أوضاع ميزانياتها العامة ، بصفة خاصة من خلال زيادة معدلات الضرائب وتخفيض مستويات الإنفاق العام بكافة أشكاله ، ومن الصحيح أن مثل هذه الحزم التقشفية تساعد الميزانية العامة لتلك الدول وتعمل على خفض العجز فيها ، ولكنها في الوقت ذاته تحمل آثاراً سلبية على النمو ومن ثم على فرص استعادة النشاط الاقتصادي والخروج من الأزمة .

- ازدياد الضغوط بصورة حادة على اليورو ، واستمرار تراجع معدلات صرفه أمام الدولار وما يترتب على ذلك على أسوأ الفروض انهيار الاتحاد النقدي بين الدول الأعضاء واختفاء اليورو ، وذلك إذا اضطرت الدول المضطربة مالياً إلى الخروج من منطقة اليورو ، وعودتها مرة أخرى إلى مجرد تكتل اقتصادي من دون عملة موحدة ، حيث ستتهار الثقة في اليورو ومن ثم ستفقد دول الاتحاد النقدي الأوروبي الفوائد التي تحققت من إدخال هذه العملة بدلاً من عملاتهم الوطنية .

- ارتفاع معدلات الفائدة على المستوى العالمي وبالتالي ارتفاع تكاليف الاقتراض بصفة خاصة بالنسبة إلى الحكومات التي تواجه عجزاً في ميزانيتها ، وكذلك سوف تزداد حدة القيود على عمليات الائتمان على المستوى

(1) فينسينت راينهاردت و كارمين راينهاردت، (2010) : من خرافات الأزمة المالية في اليونان ، مجلة منشورات مركز أمريكان أنتربرايز ، الولايات المتحدة ، ص 2-3 .

الدولي نتيجة ارتفاع المخاطر المصاحبة لعمليات الإقراض ، ما سيجعل الاقتراض مسألة في غاية الصعوبة عالميا وهو ما قد يؤدي إلى تراجع مستويات الاستثمار والنمو على المستوى العالمي ومن ثم احتمال دخول العالم في تراجع مزدوج ، الأول نتيجة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة والثاني كنتيجة لأزمة الديون السيادية في أوروبا ⁽¹⁾ .

المطلب الثالث: آليات علاج الأزمة اليونانية

1- حزمة الإنقاذ الأولى (مايو 2010 - يونيو 2011) :

قدمت الحكومة اليونانية طلبا رسميا في 23 يونيو 2010 إلى دول منطقة اليورو وصندوق النقد الدولي بتفعيل خطة الإنقاذ المالي ، وتتضمن الخطة قروضا من دول الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد بقيمة 45 مليار يورو تحتاجها الحكومة اليونانية لتمويل نفقاتها المالية، خلال السنة الجارية إضافة إلى حاجة اليونان لتسديد 166 مليار يورو لسندات يحل أجل سدادها مع نهاية شهر ماي وبسبب ارتفاع معدلات الفائدة إلى 8.3% فإن اليونان غير قادرة على إعادة تمويل هذه السندات.

وفي 2 ماي وافقت جميع دول الاتحاد الأوروبي إضافة إلى صندوق النقد الدولي على منح اليونان سلسلة من القروض المالية بمجموع 110 مليار يورو على مدى 3 سنوات خلال الفترة ماي 2010 حتى يونيو 2013 منها 80 مليار يورو مقدمة من دول الاتحاد الأوروبي، فيما قدم صندوق النقد الدولي 30 مليار يورو وتبلغ الفائدة على هذه القروض نحو 5.2% وفترة سداد 3 سنوات وقد خفضت الفائدة في مارس 2011 حيث تقرر تخفيض الفائدة بنحو 1% لتصبح 4.2% فيما زادت فترة السداد لتبلغ 7 سنوات ونصف، وقد اشترط على اليونان للحصول على القروض القيام بإجراءات تقشف تهدف إلى خفض الإنفاق.

وبحسب الخطة يتعين على اليونان خفض العجز في ميزانيتها إلى 8.1% من الناتج المحلي الإجمالي في العام الحالي و7.6% في عام 2011 و6.5% في عام 2012، ويتوقع أن ينخفض العجز إلى أقل من 3% من الناتج المحلي الإجمالي وهو الحد الأقصى بحلول عام 2014، في حين سيرتفع الدين العام إلى نحو 150% من الناتج المحلي الإجمالي في 2013 قبل أن يبدأ تراجعه بداية من عام 2014.

2- حزمة الإنقاذ الثانية (فبراير 2012) :

أقرت دول منطقة اليورو في 21 فبراير 2012 الحزمة الثانية لإنقاذ اليونان، وتتضمن الحزمة جملة إجراءات خصصت لها 130 مليار يورو، فضلا عن اتفاق لتبادل سندات ديون أثينا مع دائئها من القطاع الخاص ينص

⁽¹⁾ أحمد الكرم ، (2010) : أزمة أوروبا اقتصادية مالية...سياسية واليورو سيبقى ولن يتحول إلى مرجع ، مجلة المغرب الموحد، العدد8، تونس ، ص9 .

على شطب 107 مليارات يورو من خلال اتفاق مبادلة مع المؤسسات المالية الخاصة ينص على شطب 53.5% من قيمة سندات الدين اليوناني، التي تحوزها تلك المؤسسات أي ما يعادل 1077 مليارات يورو عن طريق تبديل السندات القديمة بأخرى جديدة بتاريخ استحقاق يحل بعد ثلاثين سنة ونسبة فائدة متغيرة، تتراوح بين 2% حتى 2015، و3% حتى 2020، و4.3% في السنوات الموالية، إلى أن تنتهي آجال استحقاق الديون اليونانية في 2042 وأما القروض التي سيقدمها الدائنون الدوليون فتصل في مجموعها إلى 130 مليار يورو، تسدد تدريجيا إلى غاية 2014 .

وتهدف خطة الإنقاذ إلى إعادة هيكلة ديون اليونان التي تناهز 350 مليار يورو ، ومن المتوقع أن تقلص إجراءات الحزمة الثانية ديون اليونان من 160% من ناتجها المحلي الإجمالي إلى 120.5% في 2020 وهي النسبة الأقصى للدين التي يمكن أن تتحملها البلاد على المدى البعيد.

3- حزمة الإنقاذ الثالثة (أغسطس 2015) :

توصلت الحكومة اليونانية في 14 أغسطس 2015 إلى اتفاق مع مجموعة الدائنين يقضي بحصول اليونان على حزمة جديدة من المساعدات تصل قيمتها إلى 86 مليار يورو بعد موافقة البرلمان اليوناني على شروط قاسية حاول تجنب إقرارها لوقت طويل، وقررت مجموعة الدائنين الدوليين تخصيص 10 مليارات يورو من هذه الحزمة لدعم موقف البنوك اليونانية التي تضررت بشدة نتيجة تقلبات الأسواق والضغط المالي الناتجة عن تخلف اليونان عن سداد دفعة من ديونها في نهاية يونيو 2015⁽¹⁾.

- إن منح المساعدات الأوروبية كان في مقابله اعتماد اليونان مجموعة من الإصلاحات الهيكلية للحد من حجم الإنفاق العام حيث أعلنت الحكومة اليونانية عن خطة تقشف وقد تضمنت مايلي :

- إلغاء الشهر 13 و 14 من رواتب العمال في الوظيف العمومي و الذي يعوض من خلال علاوة سنوية قيمتها 1000 أورو للموظفين الذين يكسبون أقل من 3000 يورو في الشهر .

- تجمد رواتب العمال في الوظيف العمومي لمدة ثلاث سنوات.

- إلغاء 150000 منصب في الوظيف العمومي إلى غاية 2015 من أصل 700000 .

- مرونة سوق العمل من خلال الرفع في مدة الاشتراكات للحصول على المعاشات إلى 40 عاما مقابل 37 حاليا ، و رفع متوسط سن التقاعد في القطاع العام من 61 عام إلى 67 عام في 2014 .

(1) ويكيبيديا، أزمة الدين الحكومي اليوناني، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8B1_2012.29، تاريخ الإطلاع: 2017/06/23، 15h30 .

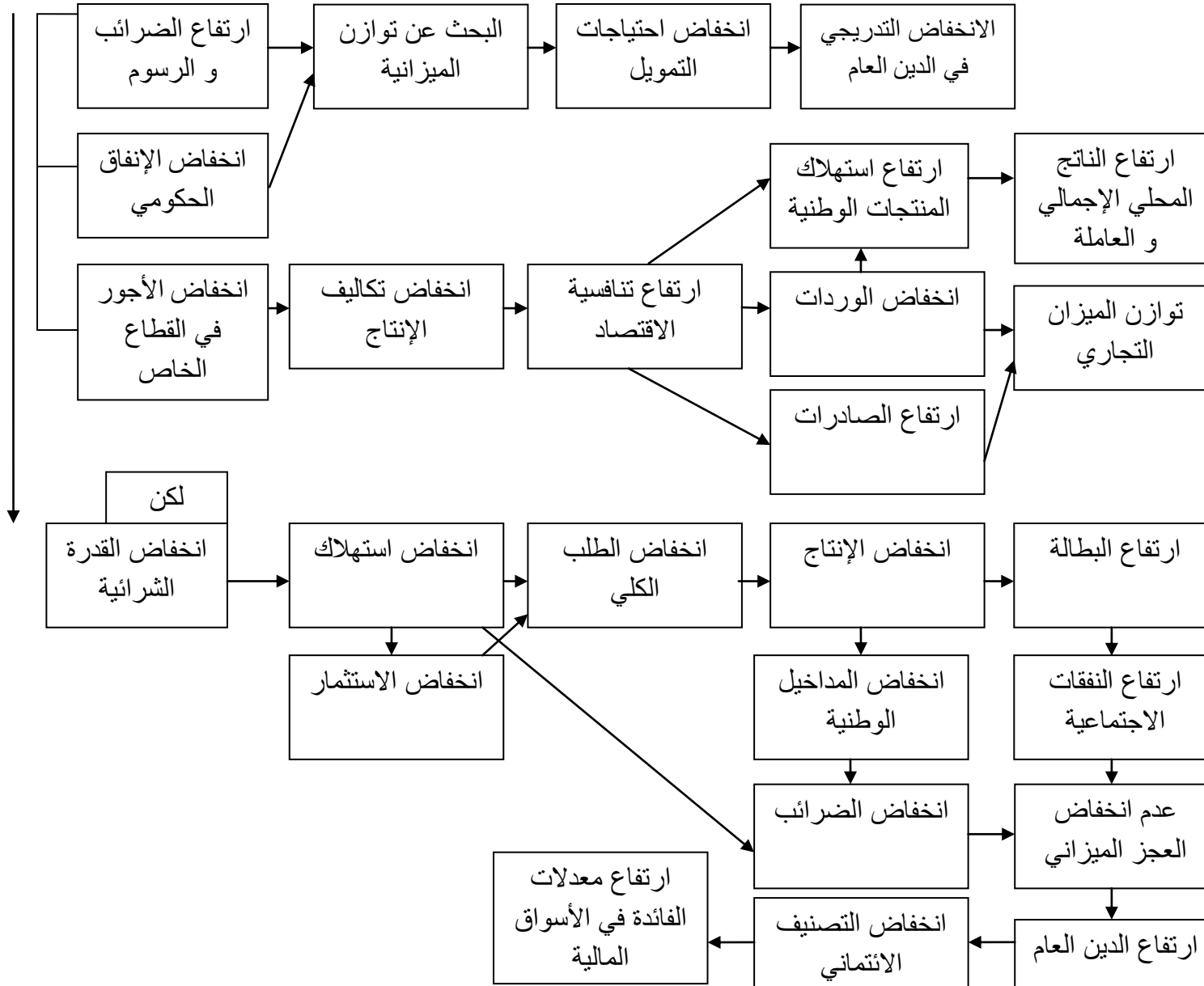
- خفض المعاشات التقاعدية بـ 7% في المتوسط لتعكس متوسط الراتب للمتقاعدين طوال حياته المهنية بدلا من الراتب النهائي.

- رفع الضريبة على القيمة المضافة إلى 23% مقابل 13% قبل الأزمة .

فرض خصخصة مكثفة من خلال خصخصة موانئ Pirée و Thessalonique والمطارات والسكك الحديدية والطرق السريعة ،ومياه سالونيك وأثينا، وحلبات السباق، والاتصالات، والتكرير والطاقة والمناجم والبنك البريدي للحصول على 50 مليار يورو بحلول عام 2015 لتتخفض إلى 30 مليار بحلول 2020 ⁽¹⁾ .

⁽¹⁾ Millet Damien et Toussaint Eric , (2012) : Op. Cit, P 44-45 .

الشكل رقم (22) : النتائج المترتبة عن سياسات التقشف في اليونان



Source: Effets attendus et effets de la politique d'austérité en Grèce, Disponible sur le site, <http://jseco22.blog.lemonde.fr/files/2015/09/Effets-attendus-et-effets-pervers-de-la-politique-daust%C3%A9rit%C3%A9.pdf,p1>, Consulté le: 30/08/2016, 11:43h.

المطلب الرابع: الحلول المقترحة لحل الأزمة اليونانية

1- إنشاء صندوق الاستقرار المالي الأوروبي *FESF*:

-إن صندوق الاستقرار المالي الأوروبي *FESF* هي نوع من أدوات الدفاع و تحقيق استقرار المالية لدول منطقة اليورو ،وقد تم تأسيس صندوق الاستقرار المالي الأوروبي *FESF* في 9 ماي 2010 في أعقاب بروز أزمة ديون اليونان، هذا الصندوق بإمكانه تقديم مساعدة مالية مؤقتة للبلدان في حالة صعوبة حيث أن مساعدته تخضع لشروط صارمة مع احترام اجراءت منح المساعدة المالية التي تتضمن طلب رسمي للحصول على الدعم من الدول الأعضاء الأخرى، والتفاوض على برنامج مع الاتحاد الأوروبي و بإمكانه توفير الأموال اللازمة في غضون 3 إلى 4 أسابيع .

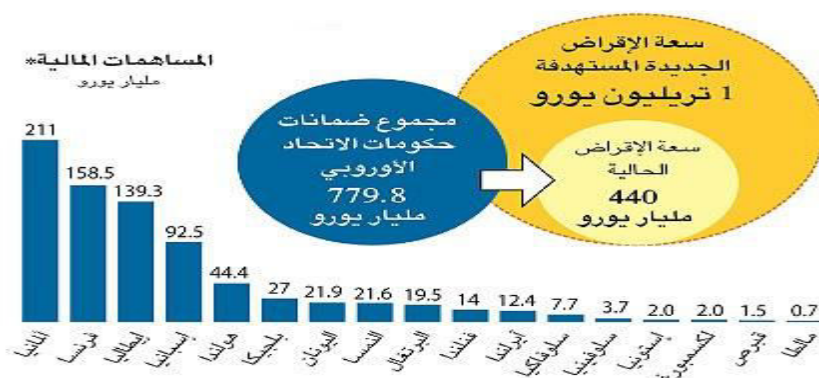
-و تتمثل أنشطة *FESF* في إقراض الدول التي تواجه صعوبة مالية ،التدخل في أسواق الديون من خلال شراء السندات السيادية لدول منطقة اليورو التي تعاني من مشكلات توفير السيولة ،تمويل الدول التي تسعى لإعادة رسملة بنوكها المتضررة ،منح حكومات هذه المنطقة ضمانات لتغطية الحصول على قروض بنسب فائدة متدنية لفائدة الدول المعنية يتم الحصول عليها بطرح سندات في الأسواق المالية، وإعادة توزيع هذه الأموال المقترضة على الدول الأوروبية المتعثرة بنسب فائدة أقل ،و الهدف من التدخلات على مستوى الأسواق الأولية هو إعادة العلاقات بين الدول الأعضاء مع المتعاملين الماليين و الحد من مخاطر فشل إصدار السندات أو تسهيل عودتهم إلى السوق بعد برنامج الإصلاح الاقتصادي أو الوقاية .

-إن الهدف من شراء السندات هو تمويل الدول و ذلك في حدود 50 % من حجم الإصدار و بإمكان صندوق الإنقاذ الأوروبي الاحتفاظ بهذه السندات حتى تاريخ الاستحقاق أو إعادة بيعها إلى الدولة المصدرة أو بيعها للمستثمرين أو البنوك ، و من خلال التدخل في السوق الثانوية يهدف *FESF* إلى تدعيم أداء أسواق الدين وشارك في آلية تشكيل أسعار السندات الحكومية كما يهدف صندوق الإنقاذ الأوروبي إلى خفض تكلفة التمويل بالنسبة للمستفيدين و بتالي إقراض أي دولة بشكل احترازي قبل أن تحدث فيها اضطرابات بسبب وضعها المالي .

- إن شروط الحصول وطرق تدخل *FESF* تعتمد على حالة البلدان مقدمة طلب الإعانة التي تفرض الرقابة من قبل *FESF* و لا يمكن أن يتجاوز مبلغ الإعانة ما بين 2 و 10% من الناتج المحلي الإجمالي، و لفترة محدودة (1 سنة قابلة للتجديد مرتين لمدة 6 أشهر) و يتم تمويل هذا الصندوق من خلال الإصدار السندي بواسطة القروض المشتركة، والمزادات، و التوظيفات الخاصة أو خطوط الائتمان، ومنذ عام 2011 عن طريق سندات مدتها 3 أو 6 أشهر لزيادة سيولته و يتم الاستثمار فيها من قبل المستثمرين المؤسستين و تحوز

السندات على أفضل درجة تصنيف ممكنة للصندوق، وهي AAA لـ ستاندرد آند بورز وفيتش ريتينغز، و B- AAA موديز كما منحتة أفضل درجة على الأمد القصير وهي A1+ من ستاندرد آند بورز و B F1 من موديز و F1 + من فيتش و تقدر مدتها بـ 7.5 سنوات في سبتمبر 2012 و تقدر قدرة الصندوق بـ 440 مليار يورو مع وعد بضمانات بقيمة 780 مليار، و قد استفادة اليونان بمساعدات من قبل FESF بـ 109 مليار يورو في سبتمبر 2012 .

الشكل رقم (23): موارد صندوق الاستقرار المالي الأوروبي FESF



المصدر: صحيفة الشرق الأوسط ، منطقة اليورو تبحث عن تمويل لصندوق الاستقرار الأوروبي، مقال متاح على الموقع الإلكتروني: <http://archive.aawsat.com/details.asp?section=6&article=647305&issueno=12023#.WRXFpvmL>، تاريخ الإطلاع: 2017/06/23، 15h30 .

2- إنشاء آلية الاستقرار الأوروبي MES :

- لقد تم إنشاء هذه الآلية في 11 جويلية 2011 و التي لديها نفس صلاحيات صندوق الإنقاذ الأوروبي و لديها قدرة مالية تصل إلى 700 مليار يورو بالإضافة إلى 80 مليار يورو كرأس مال ، وتستهدف مساعدة الدول الأعضاء المتعثرة ماليا في مواجهة أزماتها المالية ، بينما كان FESF مجرد تدبير مؤقت حتى عام 2013 والهدف الرئيسي من MES هو تقديم المساعدة المالية للدول التي تعاني من مشاكل التمويل الحادة في منطقة اليورو في حين أن هذه المساعدة لا يمكن الاستغناء عنها للحفاظ على الاستقرار في منطقة اليورو مع تطبيق شروط صارمة للسياسة الاقتصادية .

- كما بإمكانه توفير القروض للدول الذين يواجهون صعوبات و التي يمكن أن تتخذ أشكالاً مختلفة ولكن سوف تكون خاضعة لشروط صارمة ، ويمكن منح هذه القروض للوقاية من خطر عدم الاستقرار في منطقة اليورو لدعم استقرار الدولة طالبة المساعدة أو لإعادة رسملة المؤسسات المالية (1).

- تعتبر صلاحيات صندوق الإنقاذ الأوروبي وآلية الاستقرار الأوروبي من قبل البعض مجحفة و ذلك من خلال شروط منح المساعدة التي تخضع لشروط قاسية في طريقة تنفيذها، حيث أن التدابير الإصلاح الاقتصادي الكلي لا يمكن تحملها كما أن قدرات إقراض هذه الصناديق يمكن أن تكون غير كافية بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة التمويل حوالي 5% مع هامش يقارب 50% (2).

3- السندات الأوروبية المشتركة *Eurobonds* :

لكي تستدين دول منطقة اليورو ، تطرح كل دولة منفردة في الأسواق سندات خزانة والمستثمرون يحددون بأي فائدة يشترون هذه السندات وبأخذون في الاعتبار الأوضاع المالية والاقتصادية للدولة التي تطرحها، أوضاع الميزانية العامة، ونسبة العجز فيها، حجم ديونها قياساً إلى الناتج الداخلي الخام، والتوقعات المحتملة للنمو الاقتصادي فيها و تعني سندات الخزانة الأوروبية أن الدول في منطقة اليورو تتكافل وتتضامن فيما بينها من خلال طرح سندات أوروبية مشتركة باسم دول منطقة اليورو بفائدة موحدة تعكس الوضع الصحي لاقتصاديات منطقة اليورو بأكملها، وإذا ما رأت سندات الخزانة النور يوماً ما، فإن كل دولة من دول الاتحاد الأوروبي ستكون قادرة على الاستدانة بفوائد تعادل المعدل الوسطي لفوائد الدول الـ 17، مع الأخذ في الاعتبار الحجم الاقتصادي لكل دولة، أي أن دولة صغيرة لا يشكل اقتصادها سوى 5% من الناتج الداخلي الخام لدول منطقة اليورو لا يمكن أن تستدين أو تطرح سندات خزانة أوروبية تفوق هذه النسبة في حين، كل الدول الأوروبية في منطقة اليورو تستفيد من هذا النظام لأنه يعكس منطقة اقتصادية كبيرة للأسواق وسندات الخزانة الأوروبية تحمي الدول ذات الأوضاع الاقتصادية الهشة من مضاربات الأسواق العنيفة في الأزمات، وإذا كانت كل الدول في منطقة اليورو تستفيد منه لأنه يوفر الاستقرار فإن دولاً تستفيد أكثر من غيرها حيث الدول ذات الأوضاع الاقتصادية الصعبة هي الأكثر استفادة على حساب الدول ذات الاقتصاديات المتينة فإسبانيا اليوم تستدين لمدة عشر سنوات بفوائد تزيد على 6 في المائة، بينما تستدين ألمانيا للفترة ذاتها بفوائد أقل بكثير 1.34 في المائة وفرنسا بفوائد بنحو 2.34 في المائة، وهكذا فإن الفوائد على سندات الخزانة الألمانية ستصبح أعلى عندما تصدر ألمانيا سندات خزانة أوروبية لتحصل على قروض من الأسواق وستتمكن إسبانيا من الاستدانة بفوائد أقل

(1) Armelle Renault-couteau, (2013): L'essentiel de la gouvernance économique et monétaire de la zone euro, édition Lextenso, Paris, P 94-95 .

(2) Catherine Karyotis, (2013): Op. Cit, P 62-64.

وهذا السبب الذي يدفع دول أوروبا الشمالية وألمانيا وهولندا وفنلندا والسويد لمعارضة السندات الأوروبية، بينما تحظى بدعم إيطاليا، إسبانيا، رومانيا، والنمسا، إضافة إلى دعم المفوضية الأوروبية والبرلمان الأوروبي فالمستشارة الألمانية ترفض أن يدفع الألمان الذين يستدينون بأدنى مستوى للفوائد لدول لم تتعامل بجدية مع موازناتها العامة مثل اليونان وإيطاليا، وإسبانيا، وترفض برلين التكافل بالنسبة للديون الأوروبية لأنها تخشى أن تعود دول جنوب أوروبا التي تعاني من الديون السيادية، إلى التعاطي بخفة مع موازناتها العامة والإنفاق العام بينما ترى فرنسا أن السندات الأوروبية تشكل رافعة تسمح بالقضاء على أزمة الديون الأوروبية لأنه من دون الثقة لا يمكن أن يعود النمو الاقتصادي، ولا يمكن أن تتوافر الثقة في ظل غياب النمو والهدف من سندات الخزنة الأوروبية هو طمأننة الأسواق⁽¹⁾.

4- دور البنك المركزي الأوروبي :

قد تأخر تدخل البنك المركزي الأوروبي في الأزمة اليونانية وهذا لأسباب التالية :

- بسبب الخوف من الوقوع في عدم احترام قواعده و قوانينه المتمثلة في عدم مساعدة الدول التي تعاني من العجز المالي، حيث كان يعتبر استخدام هذا الحل بمثابة التنازل عن قواعد البنك المركزي الأوروبي التي تشكل استقلاله السياسي والفلسفة الاقتصادية للمصدر إنشائه.

- خطأ تقييم الصعوبات المالية التي كانت تعاني منها اليونان حيث احتمال انهيار اليونان كان من الصعب أن يتم تصوره و الذي لا يمثل اقتصاده سوى 3% من منطقة اليورو كما أن عدم وجود موقف حازم من دول الاتحاد النقدي الأوروبي والبنك المركزي الأوروبي، في صياغة حلول بشأن الديون اليونانية أدى إلى خلق عدم الثقة والذعر في الأسواق المالية الأمر الذي أدى إلى بيع واسع للسندات من دول أخرى من الاتحاد النقدي الأوروبي.

- وقد مكن رد فعل الأسواق بالوعي بالعدوى والمخاطر المالية المرتبطة بالأزمة اليونانية و قد تدخل البنك المركزي الأوروبي من خلال عمليات الشراء للسندات من الدول للتخفيف من الضغط في سوق الديون في منطقة اليورو، و كان لهذا التدخل على الفور تأثير إيجابي على أسعار الفائدة، وخاصة على السندات لمدة عشر سنوات وبذلك انخفضت معدلاتها ولكن فقط لبعض الوقت⁽²⁾.

- وبين مارس وأوت 2011، ووفقا لتصريحات البنك المركزي الأوروبي أوقف هذا الأخير عمليات الشراء الأمر الذي اسخط البنوك و التي كانت تسعى للتخلص من تلك الأوراق المالية مما اضطرت إلى بيع تلك الأوراق في

⁽¹⁾ حسن الحسني، ما هي سندات الخزنة الأوروبية؟، جريدة العرب الاقتصادية الدولية، مقال متاح على الموقع الإلكتروني: http://www.aleqt.com/2012/06/02/article_663019.html، تاريخ الإطلاع: 2017/06/23، 15h30.

⁽²⁾ Armelle Renault-couteau, (2013) : Op. Cit, P71-72 .

السوق الثانوية وبأسعار منخفضة، و خلال هذه الفترة عرفت البورصات انخفاض قدر بنسبة 15% إلى 25% وبين 8 يوليو و 8 أوت 2011 فإن سعر أسهم البنوك الدائنة لليونان تميزت بانخفاض كبير مما اجبر البنك المركزي الأوروبي على الرضوخ و إعادة شراء السندات في 8 أغسطس 2011 ولكن عمليات الشراء لا تتم إلا في السوق الثانوية، حيث أن البنك المركزي الأوروبي لا تشتري الأوراق المالية مباشرة من الحكومة اليونانية و إنما تشتريها من البنوك بشكل أعلى من سعر السوق و بكميات كبيرة حيث بين ماي 2010 ومارس 2011، اشترى البنك المركزي الأوروبي ما قيمة 66 مليار يورو من السندات اليونانية من البنوك والمستثمرين و ما بين 8 و 12 أغسطس 2011، اشترت BCE 22 مليار يورو من السندات اليونانية، الأيرلندية والبرتغالية والإسبانية والإيطالية و في الأسبوع التالي، اشترت بمبلغ 14 مليار يورو حيث ارتفعت محفظة الأوراق المالية الخاصة بها من 16,5 مليار يورو في ماي 2010 إلى 203,5 مليار يورو في أواخر نوفمبر 2011.

- إن البنك المركزي الأوروبي لا يشتري مباشرة من الدول التي أصدرت السندات و ذلك لأن الدول التي أنشأته أردت تخصيص منح الائتمان من احتكار القطاع الخاص فان نظامها الأساسي ومعاودة لشبونة تحظر عليه و على البنوك المركزية في الاتحاد الأوروبي من لإقراض مباشرة للدول، وبالتالي فإنها تقرض المصارف الخاصة والتي بدورها مع المستثمرين من المؤسسات الأخرى تقرض الدول بمعدل أعلى و الذين حققوا أرباح كبيرة نتيجة عرضهم أسعار فائدة مرتفعة لهذه الدول من أجل إعادة تمويل ديونها، و من بين هذه المستثمرين هي المصارف الخاصة التي حققت المزيد من الأرباح لأنها كانت مباشرة تحصل على تمويل من البنك المركزي الأوروبي عن طريق الاقتراض لرؤوس الأموال ب 1% و قد زادت هذه النسبة إلى 1.25% في أبريل 2011، تم 1.5% في يوليو قبل أن ينخفض إلى 1.25% في أوائل نوفمبر 2011 تم إلى 1% وفي ديسمبر 2011 وفي الوقت نفسه كانت تقرض اليونان لمدة ثلاثة أشهر ب 4 أو 5% لمدة 10 سنوات .

وفي مقابل منح معدلات منخفضة جدا للمصارف الخاصة طلب البنك المركزي الأوروبي منهم إيداع ضمان حيث أودعت هذه البنوك كضمان الأوراق المالية والتي تحصلت عن طريقها فائدة تراوحت بين 3.75 و 5% للأوراق المالية التي مدتهم أقل من عام ، وأكثر للأوراق المالية التي مدتهم 3 و 5 و 10 سنوات و بتالي اقترضت البنوك أقل من 1.5% من البنك المركزي الأوروبي لإقراض بعض الدول ب 3.75% على الأقل و بمجرد أن يتم شراء الأوراق المالية و الحصول على العوائد، كانت قد حققت فائدة مزدوجة من خلال إيداع هذه الأوراق المالية كضمان و تقترض من جديد بأسعار فائدة منخفضة جدا من البنك المركزي الأوروبي وتقرض على المدى القصير الدول بأسعار فائدة مرتفعة وهكذا سمح البنك المركزي الأوروبي لهم من جديدة بتحقيق أرباح كبيرة، و في ديسمبر 2011 قام البنك المركزي الأوروبي بتوسيع نطاق قبول الأوراق المالية كضمان مقابل

الحصول على القروض لتشمل الأوراق المالية الأكثر خطورة و من خلال التفكير يتضح انه كان لابد على البنك المركزي الأوروبي أن يتدخل خلاف ذلك، من خلال إقراض اليونان مباشرة بأسعار فائدة لا تقل عن 1.5% ⁽¹⁾ ، كما ساهم البنك المركزي الأوروبي في تخفيف الديون اليونانية بـ 10 مليار يورو من خلال التنازل عن الفوائد التي كانت يمكن أن تحصل عليها من سداد 35 إلى 55 مليار يورو من القروض التي تحوز عليها و هو ما لا يعتبر من المساعدات للدولة التي تتعارض مع معاهدتها ⁽²⁾ .

5- برامج ضخ السيولة لتجنب أزمة الائتمان:

1-5 برامج *LTRO* و *TLTRO 2* :

كان أول ضخ للسيولة من قبل البنك المركزي الأوروبي في الفترة ما بين ديسمبر 2011 وفبراير 2012 و ذلك من خلال عمليتين لإعادة التمويل على المدى الطويل *LTRO* و التي مكنت مؤسسات الائتمان في منطقة اليورو من الاقتراض بأسعار فائدة منخفضة لمدة 3 سنوات ، حيث مكنت العملية الأولى 523 بنك لرفع ما يقرب من 489 مليار يورو بمعدل فائدة 1% منها 325 مليار يورو من طرف بنوك في اليونان وايرلندا وإيطاليا وإسبانيا وقد مكنت العملية الثانية أكثر من 800 بنك لرفع 530 مليار يورو و لم يرقم البنك المركزي الأوروبي ،من قبل بضخ كميات كبيرة من السيولة على فترات طويلة و إذا كانت عمليات *LTRO* قد مكنت من تقادي جفاف سوق الإقراض مابين البنوك، فمع ذلك يعتقد بعض المحللين أنها أبقت على قيد الحياة بشكل مصطنع العديد من البنوك التي أصبحت تعتمد بشكل مفرط على سيولة البنك المركزي الأوروبي.

و في 5 يونيو 2014 كشف البنك المركزي الأوروبي عن إجراءات استثنائية جديدة لضخ السيولة ذات 400 مليار يورو هذه العمليات تستهدف إعادة التمويل على المدى الطويل *TLTRO* التي تقرض على البنوك التي استفادة من هذه البرامج استخدام السيولة من أجل تحفيز الإقراض للشركات و في 10 مارس 2016 كشف البنك المركزي الأوروبي عن عملية ثانية *TLTRO 2* التي توفر فرص للبنوك لإعادة التمويل بتكلفة منخفضة لمدة 4 سنوات .

2-5 توفير السيولة في حالات الطوارئ (*ELA*):

بشكل استثنائي، فان البنوك في منطقة اليورو يمكن أن تتلقى الدعم من البنك المركزي الأوروبي من خلال توفير السيولة في حالات الطوارئ التي لا تدخل في السياسة النقدية التقليدية للمؤسسة الأوروبية ،حيث هذا النظام *ELA* ينص على توفير مؤقت لمساعدة البنك المركزي في الدولة المعنية شريطة أن يكون البنك الذي

⁽¹⁾ Millet Damien et Toussaint Eric , (2012) : Op. Cit, P 58-59 .

⁽²⁾ Armelle Renaut-couteau, (2013) : Op. Cit, P74.

يواجه مشاكل سيولة مؤقتة ذات جدارة ائتمانية و أن يقدم في المقابل ضمانات صلبة و المسؤولية عن منح السيولة الطارئة تقع على عاتق البنوك المركزية الوطنية ،و التي تتحمل كامل التكلفة والمخاطر المرتبطة بها حيث تم إشراك البنك اليوناني المركزي في 2015 من أجل تجنب انهيار النظام المصرفي اليوناني الذي واجه سحبات هائلة من الودائع ،و مع موافقة البنك المركزي الأوروبي تمكن من التوفير للبنوك اليونانية أكثر من 90 مليار يورو كسيولة طارئة.

3-5 التيسير الكمي *Quantitative easing* :

كشف البنك المركزي الأوروبي في 22 يناير 2015، المزيد من التيسير النقدي من خلال إطلاق برنامج واسع من التيسير الكمي أي شراء الأصول العامة والخاصة كما فعلت من قبل البنوك المركزية الإنجليزية و اليابانية والاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في مواجهة الأزمة المالية عام 2008، و بلغت المشتريات الشهرية للأوراق المالية العامة والخاصة إلى 60 مليار يورو و تبقى هذه العملية إلى نهاية سبتمبر 2016 و في 3 ديسمبر 2015، مدد البنك المركزي الأوروبي التيسير الكمي حتى مارس 2017 و في 10 مارس 2016 تم رفع الحد لشراء من 60 إلى 80 مليار يورو لكل الأوراق المالية شهريا و يتيح هذا البرنامج عمليات شراء سندات الدين من الدول .

ومع إطلاق البرنامج في مارس 2015، فإن الديون اليونانية لم تكن مؤهلة حيث قام البنك المركزي الأوروبي بتطبيق شرطين للبلد الذي تصنف ديونه قريب من حافة الإفلاس، فمن الضروري أولاً أن تكون الدولة المعنية خاضعة لخطة إنقاذ تحت رعاية الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي، و علاوة على ذلك وفيما يخص برنامج التكيف الذي يتم تطبيقه في سياق خطة الإنقاذ يجب أن يعتبر ذات مصداقية ⁽¹⁾ .

6- هيكلية الديون السيادية:

1-6 مخاطر إعادة هيكلة :

وفقا لبعض المستثمرين، لا يمكن لليونان التغلب على الصعوبات المالية إلى تعاني منها إلا بانخفاض لنسبة كبيرة من ديونه بـ 30 إلى 50% و بتالي ستقوم اليونان بفرض خصم على دائنيها أي عدم تسديد جزء من المبالغ المستحقة، عليها مما يتوجب على حائزو الديون اليونانية أن يقبلوا على خصم بـ 30% من سنداتها في اطار خطة تسمح لليونان لاستعادة ملاءتها في عشرين عاما وينبغي أن تكون عمليات الخصم أكثر أهمية في المستقبل.

⁽¹⁾ allemand frederic et bion mathieu et sauron jean luc, (2016) :Gouverner la zone euro après la crise l'exigence d'intégration, édition Lextenso , Issy-les-Moulineaux, P197-207.

إن إعادة هيكلة الديون اليونانية لا تمثل ، حلاً قابلاً للتطبيق مثل هذه العملية من شأنها تجميد إمكانية وصولها إلى الأسواق لفترة طويلة، وبتالي عزوف المستثمرين عن إقراض اليونان و تعزى أكبر مخاطر إعادة هيكلة الديون السيادية لأية دولة من دول منطقة اليورو إلى زعزعة الاستقرار المالي والأداء الاقتصادي لدول منطقة اليورو ككل ،نتيجة ازدياد احتمال انتشار العدوى المالية والتأثير الكبير لأسواق الديون السيادية على مصارف دول منطقة اليورو .

إن التخلف عن السداد، حتى إذا اقتصر على ثلث القروض سيكون له تأثير مباشر على النظام البنكي اليوناني وبالتالي، على الأسر حيث تحوز البنوك اليونانية على حوالي 48 مليار يورو من السندات الحكومية وبتالي محو جزء من الديون يؤدي إلى تشديد منح الائتمان وتجميد الودائع مما يساهم في التباطؤ الاقتصادي ، إن خطر انهيار النظام المصرفي سيقود الحكومة اليونانية لإعادة رسملة القطاع المصرفي من الأموال التي تم الحصول عليها من إعادة هيكلة شركات التأمين وصناديق التقاعد اليونانية التي هي ثاني أكبر الدائنين للدولة التي من شأنها أن تحقق خسائر من قبل هذه التدبير .

2-6 تمديد آجال الديون و تخفيض الفائدة *reprofilage* :

وهي بمثابة إعادة الهيكلة من خلال تمديد آجال استحقاق السندات الحكومية اليونانية وانخفاض مستوى معدل الفائدة و يمكن أن تأخذ عملية *reprofilage* شكل تبادل السندات اليونانية بـ 65 إلى 75 % من قيمتها الاسمية ،و إتباع مخطط *Brady bonds* في أوروبا مع الأخذ بالنظام الذي وضعه *Nicholas Brady* وزير الخزانة الأمريكية في عام 1982 لمواجهة الأزمة المكسيكية التي أثرت بشكل مباشر على البنوك في بلاده تتمثل في قبول الدائنين سندات جديدة لها مدة أطول و معدلات الفائدة أقل من المعدلات السائدة في السوق في مقابل عودة الثقة ،و في حالة اليونان كما فعلت المكسيك بالنسبة للولايات المتحدة تتعهد بشراء السندات الفرنسية أو الألمانية ذات التصنيف AAA و التي يتم إيداعهم كضمان في حساب لدى البنك المركزي الأوروبي ، والتي في حال التخلف عن السداد من شأنه أن تدفع تعويضات لدائني الدولة اليونانية حيث أبدى البنك المركزي الأوروبي تحفظاً اتجاه عملية *reprofilage* قائلاً أنه سيكون له تأثير سلبي على البنوك في اليونان والتي ستبقى تواجه مشاكل إعادة التمويل في الأسواق وفي هذا السياق، كما هو الحال في حالة إعادة هيكلة صعبة فإن البنك المركزي الأوروبي سيتوقف عن توفير السيولة كما أنه لن يقبل سندات الدين اليونانية كضمان في مقابل منح القروض للبنوك .

3-6 إعادة جدولة الديون *Le rééchelonnement* :

ويستند هذا الحل على تمديد أجال استحقاق الديون اليونانية دون تخفيض أسعار الفائدة وفقا للأرقام الصادرة عن بنك *ING*، فإن تمديد استحقاق السندات اليونانية لمدة 3 سنوات سيسمح لليونان بتوفير من 20 إلى 30 مليار يورو سنويا، أو 10 مليار يورو إضافية إذا كانت مدفوعات الكوبونات مختلفة الأجل حيث أن حاملي السندات المستحقة في 2012 هم الأكثر تضررا في حين أن أولئك الذين يحزون على السندات التي تستحق في 2015 و 2019 و 2020 سيحققون عوائد و لكن منخفضة ⁽¹⁾ .

الجدول رقم (09): تأثير عملية *Le rééchelonnement* على مدة 3 سنوات

03/ 2012	05/ 2013	08/ 2014	08/ 2015	07/ 2016	07/ 2017	07/ 2018	07/ 2019	06/ 2020	03/ 2026
- 27,1	- 11,7	- 1,8	+ 0,3	- 12,4	- 10,5	- 8	+ 0,8	+ 0,3	- 2,2

Source: Humbert Jean-François et Sutour Simon, (2010-2011) : Rapport D'Information Sur La Crise Economique et financière en Grèce, sénat, N° 645, P 17.

7- تحويل الديون إلى استثمارات:

لتجنب حدوث انهيار مفاجئ كما حدث في الأرجنتين قام الأوروبيين بإقراض اليونان شريطة تخفيض الإنفاق العام وإجراء إصلاحات هيكلية لاقتصادها من أجل إعادة تشغيل اقتصادها وكذلك أيضا لتجنب عدوى الأزمة اليونانية للبنوك في منطقة اليورو، وخاصة الألمانية والفرنسية التي تحوز على الديون اليونانية بالنسبة كبيرة حيث لو تركت اليونان للإفلاس لكان من الضروري انقراض هذه البنوك وهو ما من شأنه تحميل تكلفة الانقراض لدافعي الضرائب الأوروبيين .

لكن منطقة اليورو وصندوق النقد الدولي كانت بطيئة في فهم خطورة الوضع اليوناني من خلال فرض إصلاحات غير صالحة للاقتصاد اليوناني مثل التخفيضات الوحشية في الموازنة العامة للدولة و إصلاح رابع لنظام التقاعد في سبع السنوات المقبلة ،و التقليل من الآثار الانكماشية للإصلاحات المطلوبة أدى إلى خسارة اليونان لـ 27% من الناتج المحلي الإجمالي منذ عام 2010 دون إعادة تشغيل الجهاز الاقتصادي .

وفي الوقت الحاضر، فإن خروج اليونان من منطقة اليورو الذي يليه انخفاض حاد في قيمة العملة الوطنية سيؤثر سلبا على قدرة اليونان للحصول على المنتجات التي يحتاجونها ليعيشوا ليس فقط إن اليونان تستورد معظم معداتها والسلع الاستهلاكية ،ولكن أيضا ميزانها التجاري يسجل تراجعاً في مجالات الطاقة والأدوية والمنسوجات والأجهزة الإلكترونية المنزلية حتى القطاع الزراعي يسجل عجز ، و قد شهد استهلاك الشعب اليوناني ارتفاعاً محسوساً ليصل إلى مستويات الشعوب الأوروبية الأخرى، و في نفس الوقت انهار الإنتاج

⁽¹⁾ Humbert Jean-François et Sutour Simon, (2010-2011) : Op. Cit, P 14-17.

الصناعي الذي بلغت حصته في الناتج المحلي الإجمالي 17% في عام 1980 تم إلى 10% في عام 2009 كما تراجع في الفترة الممتدة ما بين 2009 و 2013 إلى 30 % ، مثل هذا الوضع يجعل البلاد تعتمد اعتمادا كبيرا على السياحة والتحويلات من الخارج لتحقيق التوازن الخارجي و تاريخيا، كانت تأتي من الأشخاص الذين يعيشون ويعملون في أماكن أخرى من العالم (1960-1980) ومن 1980-1990 ، تم استبدالها ب التمويل الأوروبي و في 1980 ، تحولت اليونان إلى الأسواق المالية لتمويل نفسها وهذا الخيار هو ما يفسر انفجار الفائدة المستحقة على أثينا و بتالي انخفاض الجهاز الإنتاجي من جهة، والاعتماد على التمويل الخارجي من جهة أخرى طالما أن الاقتصاد لا ينتج ما يكفي لدعم الدخل والاستهلاك أو لتمويل الدولة والمرافق العامة و بتالي انفجار الأزمة ،وفي مواجهة العجز من جهة التجارة الخارجية والحسابات العامة استجابت الحكومات التي تداولت بين 2008 و 2015 عن طريق تخفيض الاستهلاك والإنفاق العام بهدف تخفيض العجز التجاري وعجز حسابات الدولة غير أن الآثار كانت كتالي تراجع الناتج المحلي الإجمالي ب 25% وزيادة في معدل البطالة ب 26% وانفجار الديون و السؤال الذي يطرح نفسه ماهو الحل ؟ (1) .

1-7 الحد من الديون دون إلغائها من خلال تحويل الديون اليونانية لكل دولة أوروبية إلى شهادات الاستثمار، وبتالي فان دائني اليونان بدلا آن يعتبروا أنفسهم مقرضين يصبحون مستثمرين و سيتم إنشاء صناديق استثمار ثنائية و التي تعود ملكيتها مناصفة بين مؤسستين عامة بنك الاستثمار للبلد الذي يملك الديون اليونانية ونظيره اليوناني و مهمة هذه الصناديق ،هي الاستثمار في استثمارات منتجة لتحديث الجهاز الإنتاجي اليوناني وزيادة فعاليته و إشراكه في نموذج جديد للتنمية المستدامة والبيئية والبشرية ،وزيادة طاقته الإنتاجية في القطاعات التي تعاني العجز في مجال التجارة الخارجية و سوف يسير هذا الصندوق من قبل فريق من الخبراء مسؤول عن تحليل واختيار الاستثمارات ومراقبة تنفيذها ويمكن أن يستثمر في مشاريع مشتركة جديدة، تقديم الائتمان، أخذ حصص في رأس المال أو مزيج من الاثنين معا في الشركات الموجودة اليونانية أو فروع الشركات الأجنبية اليونانية (2)، و يتم إعطاء الأولوية لهذه الاستثمارات في القطاعات التي تستهلك اليونان فيها كثيرا دون إنتاجها نفسها مما أدى إلى الإفراط في الواردات و لا يتمثل الاستثمار لجعل اليونان الصين الأوروبية

(1) Colletis Gabriel et Robé Jean-Philippe et Salais Robert, Comment sauver vraiment la Grèce Convertir la dette en investissements, Disponible sur le site, http://www.monde-diplomatique.fr/2015/07/Colletis_53221, Consulté le: 30/05/2016, 14:43h.

(2) Colletis Gabriel et Robé Jean-Philippeet, Salais Robert, Une proposition pour sortir la Grèce de l'impasse de la dette, Disponible sur le site, <http://www.latribune.fr/opinions/tribunes/annuler-une-partie-de-la-dette-grecque-ou-la-reduire-470194.html>, Consulté le: 30/05/2016, 14:43h.

ولكن لتلبية الاحتياجات الأساسية لسكانها مما يتعلق ب الزراعة، التي تعاني عجزا كبيرا والغذاء، والصحة و الأدوية ومعدات المستشفيات و الإسكان والنقل (1) .

و ستقوم الدول حاملي الديون اليونانية المستحقة في 2016-2024 بإيداع 50 مليار من مستحقاتهم في صناديق الاستثمار الثنائية أي مقايضة الديون التي قبلتها الدول الدائنة، و حوكمة كل صندوق مضمونة من طرف الدولة المدينة (اليونان) والدولة الدائنة وبعبارة أخرى، بدلا من رؤية الفائض الأولي من الميزانية اليونانية يوجه إلى سداد مستحقات الدائنين لليونان، فإنه سيتم تحويلها إلى استثمارات منتجة في اليونان والتي للدائنين حقوقا عليها والذي يتطلب فائض الأولي والذي هو اليوم متوفر.

و سوف يتم تسديد الدول الدائنة المستثمرة في مختلف الاستثمارات التي أنجزت هذا الدائنين أصبحوا مستثمرون و بتالي سوف يقومون بإعادة تصنيع اليونان وخلق فرص عمل صناعية، و بتالي انخفاض البطالة و ارتفاع الاستهلاك و والعائدات الضريبية ونمو الناتج المحلي الإجمالي، وضمان في نهاية المطاف سداد الديون، ورسم حلقة ايجابية عكس تماما تلك الحلقة المفرغة التي تنتجها سياسات التقشف و من فوائد مثل هذه الخطة ستكون خلق فرص استثمارية جديدة للصناعيين في شمال أوروبا و إنعاش أوروبا المثقلة بالديون (2) .

8- تكثيف مكافحة ضد التهرب الضريبي :

و المقيم بـ 15 مليار يورو سنويا كما تعكس حالة الاقتصاد الخفي الذي يتراوح ما بين 25 % و 37 % من الناتج المحلي الإجمالي ، ونتيجة ذلك اعتمدت الحكومة اليونانية خطة لمدة ثلاث سنوات تهدف إلى تحديث آلية جمع الضرائب وتحسين جمع المعلومات و تعاون أفضل مع دافعو الضرائب (3) .

9- الرفع من تنافسية الاقتصاد اليوناني :

لكي ترفع اليونان من تنافسياتها هناك حلين، الأول هو أن تخفض من الأجور الحقيقية للعمال بها من خلال التضخم مثلا ، أو أن تخفض قيمة عملتها المحلية المشكلة إذن بالنسبة لليونان ذات وجهين الأول يرجع إلى ضعف مرونة عملية تحديد الأجور بها ، بما يضمن خفض الأجور في ظل تراجع التنافسية ومن ثم مالت أسعار السلع اليونانية نحو الارتفاع بصورة أكبر، من باقي الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي ، ولم يساعد ذلك على معالجة تنافسياتها المتراجعة ، والثاني هو أن معدل الصرف بالنسبة لها يعتبر ثابتا باعتبارها عضو في

(1) Binctin Barnabé, Pour sortir du piège de la dette, des économistes avancent une solution alternative, Disponible sur le site, <https://reporterre.net/Pour-sortir-du-piege-de-la-dette-des-economistes-avancent-une-solution>, Consulté le: 30/05/2016, 14:43h.

(2) Colletis Gabriel et Robé Jean-Philippeet, Salais Robert : Op.Cit.

(3) Molinatti Emmanuel et Daudigny Michel, 2008 - 2011 , l'échec de la mondialisation ? , Disponible sur le site, <https://www.fichier-pdf.fr/2011/07/13/2008-2011-echec-de-la-mondialisation/preview/page/1/P3> Consulté le: 30/05/2016, 14:43h.

اتحاد نقدي ، ذلك أن الوحيد الذي يمكنه أن يتخذ السياسات التي تؤثر على معدل صرف اليورو هو البنك المركزي الأوروبي ، ومن ثم لم تتمكن اليونان من أن تلجأ إلى تخفيض قيمة العملة التي تتعامل بها كسبيل لزيادة تنافسيتها .

هذا الوضع الحرج ترك اليونان أمام خيارين، إما أن تغرق في الكساد ، أو أن تترك العملة الموحدة وتعود لعملتها الوطنية السابقة (الدراشم) ، كي تتمكن من رفع تنافسيتها من خلال تخفيض قيمة عملتها الوطنية وزيادة قدرتها على توفير إيرادات بالنقد الأجنبي تمكنا من سداد التزاماتها ، وقد نظر إلى كلا الخيارين بأنهما يعدان فشلا جزئيا للاتحاد النقدي الأوروبي.

وبالتالي يمكن طرح السؤال التالي ماذا يمكن القيام به لخفض أسعار المنتجات والخدمات اليونانية الموجهة للتصدير، كما في حالة تخفيض قيمة العملة *une devaluation* ؟ من الناحية النظرية يجب تخفيض جميع أسعار السلع اليونانية المحلية باليورو بقيمة 40 % مما يعني الأجور ، وتجارة الجملة والتجزئة ويمكن توجيه هذه العملية إلى قطاعات التصدير الرئيسية مثل السياحة ، عن طريق دعمها حتى يتمكنوا من تخفيض أسعارها و سيكون تعويض الدولة من خلال الربح المحقق و بتالي لا يوجد حل لهذه المشكلة غير أن تدابير النقشف إلى اتخذتها الحكومة تضع الاقتصاد في وضعية انكماشية أي تؤدي إلى انخفاض الأسعار مما تؤدي إلى عودة الأسعار اليونانية تدريجيا إلى التنافسية في حين سيتراجع الاستهلاك المحلي الذي يفتح المجال إلى زيادة القدرة على التصدير وبتالي فإن الفنادق اليونانية ستفقد الكثير من عملائها المحليين ومحاولة استبدالها بالزبائن الأجانب ، من خلال تقديم العروض الترويجية في السوق الدولية ⁽¹⁾ .

المطلب الخامس :سيناريوهات خروج اليونان من اليورو GREXIT

تتركز إشكالية اليونان في تعاظم حجم الديون التي تراكمت عليها خلال السنوات الماضية والتي وصلت في الآونة الأخيرة إلى نحو 320 مليار يورو رغم أن ميزانية الحكومة ليست سوى 91 مليار يورو من اقتصاد لا يبلغ أكثر من 240 مليار يورو، أي أن ديون اليونان أكثر من مجموع الاقتصاد كله ، وقد صنفها صندوق النقد الدولي بأنها ديون غير قابلة للسداد الأمر الذي فتح الباب أمام احتمال تعثر اليونان عن سداد ديونها وإعلان إفلاسها و أثارت المحادثات المتوترة بين الحكومة اليونانية الجديدة ومنطقة اليورو، حول تمديد مؤقت لبرنامج الدعم المالي، النقاشات مجددا حول خروج اليونان من منطقة اليورو و بهذا ظهر مصطلح *grexit* حيث أن انتماء دولة إلى الاتحاد النقدي، أمر لا رجوع عنه بالاستناد إلى المعاهدات الأوروبية وعلى الرغم من عدم وجود

⁽¹⁾ Shea Anthony , Après La Crise De L'euro , Disponible sur le site, <http://www.hec.fr/content/.../Après%20la%20crise%20de%20l'euro.pdf> , P3 , Consulté le: 29/05/2016, 10:43h.

بند ينص على مغادرة دولة ما لمنطقة اليورو، فإنه من الممكن إيجاد حيثية قانونية تسمح بذلك حيث إذا توقفت أثينا عن الوفاء بالتزاماتها، سيكون أمام منطقة اليورو والبنك المركزي الأوروبي وسائل فرض الخروج عبر تقليص إمكانيات إعادة تمويل المصارف اليونانية، مما يجبر أثينا على طرح عملة موازية.

1- الخطوات الفنية لتطبيق GREXIT :

ماذا لو تحقق السيناريو الصعب وهو خروج اليونان من منطقة اليورو، ما هي السيناريوهات المتوقعة والتداعيات المالية والاقتصادية لخروجها؟

إن أولى المعضلات التي ستواجهها اليونان، هي العودة لعملتها القديمة، دراخما *drachme* بعد ترك اليورو وفي هذا الصدد، قد تتحقق لأثينا مكاسب ضئيلة مقابل خسائر ضخمة، ربما ستتكبدها اليونان ومنطقة اليورو فهناك من يرى أن خروج اليونان من منطقة اليورو، سيمنح الحكومة اليونانية فرصة للعودة إلى عملة الدراخما وتخفيض قيمتها بنسبة كبيرة تسمح لليونان بزيادة صادراتها وإنعاش سياحتها واستعادة القدرة التنافسية للاقتصاد، لأن العملة الضعيفة ستغري السياح من أوروبا وأميركا باختيار اليونان كوجهة سياحية لما يحققونه من وفورات مقارنة ببلدان اليورو الأخرى، وكذلك هناك اعتقاد أن خفض قيمة سعر صرف الدراخما سيسهم بدرجة فعالة في رفع تنافسية البضائع اليونانية على نظيراتها الأوروبية وبالتالي العودة للدراخما ستكون لصالح إنعاش الاقتصاد اليوناني وفي مقابل هذه النظرة، يرى خبراء اقتصاد أوروبيون أن خروج اليونان من اليورو سيشكل كارثة لليونان لأن اليونان ليست دولة صناعية أو ذات قوة تصديرية تجعلها تستفيد من العملة الضعيفة لكن ما هي السيناريوهات المعروضة لخروج اليونان من اليورو؟

على صعيد تحديد موعد خروج اليونان من اليورو، يقول العديد من خبراء المال إن منطقة اليورو ستحدد موعدا يصادف إجازة وطنية في اليونان لعدة أيام، حتى تتمكن الحكومة اليونانية خلالها من إغلاق جميع البنوك وماكينات السحب وتمنع بالتالي تحويلات اليورو خارج اليونان، ثم يقوم البنك المركزي بعد هذه الإجازة بتحويل جميع حسابات اليورو إلى الدراخما، ثم يتم تشجيع المواطنين على استخدام بطاقات الائتمان بدلا من النقد إلى حين طباعة عملة الدراخما .

وبعد طباعة عملة الدراخما، سيتم تعويمها مقابل اليورو والدولار وفي هذا السيناريو من المتوقع أن يقوم المودعون بإخراج إيداعاتهم إلى خارج اليونان، لأن قيمة اليورو في الخارج ستكون أعلى من قيمة اليورو المودع أو المدخر داخل اليونان، حيث سيتعرض اليورو بعد عملية استبداله بالدراخما إلى التخفيض وبالتالي من المتوقع أن يتدفق أثرياء اليونان إلى لندن وسويسرا لإيداع أموالهم في البنوك البريطانية والسويسرية واستباق أي احتمال لخروج اليونان من منطقة اليورو .

وربما من الناحية الفنية ستتخذ الحكومة اليونانية خطوة أولى في استبدال العملة، وهي أن يختم البنك المركزي اليوناني على أوراق اليورو المتداولة لدى المواطنين بختم الدراخما وبعمم ذلك في جميع البنوك التجارية، وهذا الإجراء سيكون إلى حين إكمال البنك المركزي اليوناني عملية طباعة أوراق الدراخما .

2- مخاطر GREXIT :

- في حال حدوث مثل هذا السيناريو فإن من المتوقع أن تتهار الدراخما في الأيام الأولى، ما يعني أن البضائع اليونانية الرخيصة جداً ستتدفق على أوروبا ولكن ليست لدى اليونان صادرات يعتد بها، فهي دولة مستهلكة أكثر منها مصدرة، وبالتالي فلن تكون الفائدة كبيرة من تخفيض قيمة الدراخما و من مخاطر خروج اليونان على الأسواق الأوروبية ستهدد ثقة المستثمرين في سندات اليورو و سيجعل من الصعوبة إعادة هيكلة الديون اليونانية و ستجد اليونان صعوبة حقيقية في إدارة الأزمة المالية المترتبة على الخروج من اليورو .

ومن المخاطر المتوقعة على الصعيد الداخلي في حال خروج اليونان، انهيار النظام المصرفي وامتناع المستثمرين عن إقراض اليونان وارتفاع كلفة الاقتراض بالنسبة لدول منطقة اليورو الضعيفة الأخرى مثل البرتغال وقبرص.

- إن الاقتصاد اليوناني سيعيش مرحلة من الفوضى حيث ستجد اليونان الخارجة من منطقة اليورو، صعوبة في إيجاد تمويل أو من يقرضها، وبالتالي ستجد صعوبة في تسديد فاتورة الوقود ومعظم المواد الأساسية كما أن السياحة التي تعد مصدر الدخل الرئيسي للبلاد، ربما تتعرض لنكسة إذا تواصلت التظاهرات والاحتجاجات⁽¹⁾.

- إن خروج اليونان من منطقة اليورو لديها العديد من العواقب الاقتصادية كما لديها تأثيرات سلبية على الأسواق المالية من خلال انخفاض أحجام التداول في الأسواق المالية ، ويخشى المحللون التخلي عن سياسات النقشف كاسبانيا والبرتغال نتيجة عدوي خروج اليونان من منطقة اليورو⁽²⁾ ولكن المشكلة بالنسبة لليونان بالإضافة إلى دينها العام، لديها حالياً ديون أجنبية كبيرة جداً لذا فإن تخفيض قيمة العملة من شأنه أن يؤدي إلى آثار سلبية على الاقتصاد اليوناني لان الديون الخارجية المقومة باليورو سوف يزيد حجمها ، و أول من سيتأثر ستكون الشركات التي لديها ديون باليورو فإنها ستضطر إلى خفض الأجور، أو تسريح العمال أو زيادة أسعار منتجاتها بالإضافة إلى ذلك فإن تخفيض العملة سيؤدي إلى زيادة في أسعار الواردات و لن تجد الشركات من يقرضها لكي تتمكن من الاستيراد و لن يوافق احد على تحويل ديونها إلى الدراشم.

(1) موسى مهدي ، سيناريوهات خروج اليونان من اليورو، مقال متاح على الموقع الإلكتروني:

https://www.alaraby.co.uk/economy/2015/4/10/%2017/05/23، تاريخ الإطلاع: 15h30 .

(2) Russell Géraldine ,Que signifie le Grexit ? , Disponible sur le site,

http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2015/02/11/20002-20150211ARTFIG00430-que-signifie-le-grexit.php,

Consulté le: 29/05/2016, 10:43h.

وفي حال حدوث *GREXIT* يجب أن يكون على نحو منظم من خلال أولاً تخفيف عبء الديون وعلى الفور تغيير العملة لتفادي خروج تدفقات كبيرة لرؤوس المال ، و نلاحظ أن تخفيف عبء الديون التي يتحملها الدائنين سوف تكون أكثر أهمية في حالة خروج اليونان من منطقة اليورو وينبغي تعويض عبء الديون المتزايدة الناتجة عن الفارق مابين سعر صرف اليورو / الدراشم ، و في حالة استيفاء هذه الشروط يمكن أن يجد في النهاية الدراشم توازنه بسرعة ⁽¹⁾ .

- سوف يحاول كل مدخر يوناني سحب أموالهم باليورو بدلا من العملة ذات القيمة المنخفضة ومع إفلاس الشركات، وبتالي حدوث هلع مصرفي سيؤدي إلى سحبات كثيفة من الأموال من البنوك مما سيتسبب في إفلاس البنوك ⁽²⁾ ولمواجهة حالة الهلع المصرفي يجب على اليونان فرض رقابة على رؤوس الأموال، وتأمين بنوكها و بتالي سينكمش كل من الاستثمار ومنح الائتمان، و الاستهلاك مما يدفع اليونان إلى الدخول في ركود اقتصادي طويل مع ارتفاع البطالة وانخفاض القدرة الشرائية لليونانيين و يقدر تراجع الناتج المحلي الإجمالي بـ 7.5 % .

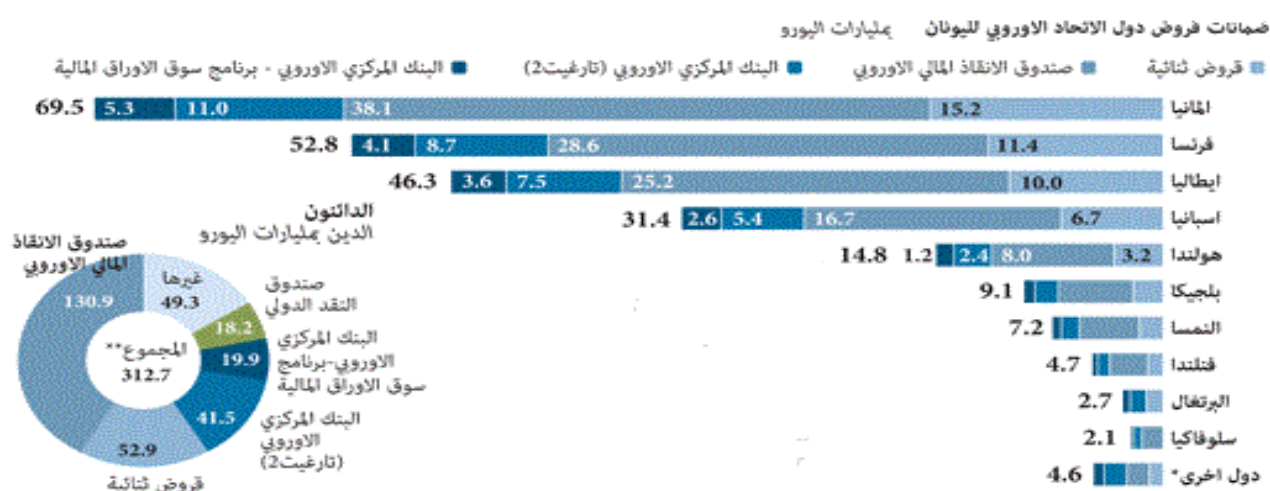
-إن خروج اليونان من شأنه أن يضع شكوكا عن سداد الديون من طرف اليونان و سيكلف ذلك المليارات للدول التي قامت بضمان و منح القروض لليونان و في مقدمتها فرنسا وألمانيا وكذلك سيتحمل كل من البنك المركزي الأوروبي، والصندوق الأوروبي للاستقرار المالي والآلية الأوروبية للاستقرار المالي خسائر فادحة و الذين يحزون على ثلاث أرباع ديون اليونان و المقدرة بـ 312 مليار يورو نهاية مارس مما سينعكس سلبا على الحكومات الوطنية ودافعي الضرائب. ⁽³⁾

⁽¹⁾ Shea Anthony , Op.Cit .

⁽²⁾ lorelle tina , grexit vers une sortie de la grece de la zone euro ? , Disponible sur le site, <http://fr.adfn.com/journal/tina-lorelle/2137/> , Consulté le: 29/03/2016, 10:43h.

⁽³⁾ Dion Romain, Grexit quelles conséquences si la Grèce sort de l'euro ? , Disponible sur le site, <http://www.lerevenu.com/bourse/grexit-quelles-consequences-si-la-grece-sort-de-leuro>, Consulté le: 29/03/2016, 10:43h.

الشكل رقم (24) : اليونان و دائنوها في جوان 2015



المصدر: حيدر الحسيني، ألمانيا وصندوق النقد الأكثر تشدداً في المفاوضات والأكبر تضرراً من الإفلاس الأوروبية اليوم إنقاذ اليونان أم بداية تصدع الاتحاد النقدي والسياسي؟، مقال متاح على الموقع الإلكتروني:

15h30، 2017/05/23، تاريخ الإطلاع: <http://www.almustaqbal.com/v4/Article.aspx?Type=NP&ArticleID=665708>

وفي تشريح مبسط لخارطة ضمانات القروض الأوروبية لليونان، تجدر الإشارة بدايةً إلى أن أنها تمت من خلال 4 آليات مختلفة : الأولى القروض الثنائية المباشرة، والثانية تلك الممنوحة عبر صندوق الإنقاذ الأوروبي، والثالثة من خلال برنامج تارغيت2 الذي يقوده المصرف المركزي الأوروبي، والرابعة عن طريق برنامج سوق الأوراق المالية الذي يشرف عليه وينفذه المركزي الأوروبي أيضا وفقا للبيانات المتاحة حتى نهاية آذار 2015 يتبين أن مجموع حصة ألمانيا من ضمانات القروض الأوروبية لليونان تبلغ 69,5 مليار يورو، تليها فرنسا 52,8 مليار، ثم إيطاليا 46,3 مليار، وإسبانيا 31,4 مليار، وهولندا 14,8 مليار، وبلجيكا 9,1 مليار، و النمسا 7,2 مليار، وفنلندا 4,7 مليار، والبرتغال 2,7 مليار، وسلوفاكيا 2,1 مليار، و 4,6 مليار يورو من 7 دول مختلفة هي أيرلندا وسلوفينيا ولوكسمبورغ وأستونيا ولاتفيا وقبرص ومالطا ومن البيانات الرسمية أيضا، يتبين من توزيع الدائنين أن صندوق النقد الأوروبي ، يأتي في طليعة مقرضي اليونان بمبلغ 130,9 مليار يورو، تليه القروض الثنائية بقيمة 52,9 مليار، والمصرف المركزي الأوروبي (ضمن برنامج تارغيت2) 41,5 مليار، والمصرف المركزي الأوروبي (عبر برنامج سوق الأوراق المالية) 19,9 مليار ومن خارج الآليات الأوروبية الأربعة هذه يتصدر صندوق النقد الدولي المقرضين الدوليين بمبلغ 18,2 مليار يورو، كما تتوزع 49,3 مليار

يورو المتبقية على مصادر مختلفة ، ليصل مجموع الديون المترتبة على الدولة اليونانية حتى 31 آذار الماضي إلى 312,7 مليار يورو⁽¹⁾.

في حين خفضت البنوك الخاصة بشدة تعرضهم لسندات لليونان حيث كانت تحوز البنوك الفرنسية في أواخر عام 2010 على 15 مليار يورو من ديون الحكومة اليونانية ، أما في 2014 خفضت تعرضها لديون الحكومة اليونانية إلى 20 مليون يورو أما حصتها في ديون القطاع الخاص اليوناني انخفضت من 39 مليار يورو إلى 1.27 مليار يورو، و نفس الشيء بالنسبة للبنوك الألمانية التي أصبح تعرضها لديون الحكومة اليونانية من 14.7 مليار يورو إلى 212 مليون يورو و كذلك في القطاع الخاص اليوناني من 9 إلى 5.8 مليار يورو .

- إن خروج اليونان سيولد عدم اليقين في منطقة اليورو و ذلك يؤثر على ثقة المستهلكين والاستثمار وتشير تقديرات ING أن التأثير سيكون ما بين 0.3% و 0.5% من الناتج المحلي الإجمالي ولكن إذا كان خروج اليونان قد سير بشكل جيد في المجال الاقتصادي، غير أن التكلفة السياسية ستكون أكبر من خلال خيار مغادرة بلد يعاني من وطأة الديون وسوف تستخدم من قبل دول أخرى في منطقة اليورو مع كل مفاوضات جديدة.

- إن خروج اليونان يؤدي إلى هروب المستثمرين من الاستثمار في أسواق الأسهم الأوروبية و يقدر انخفاض الأسهم الأوروبية بين 10% و 15% كما ستخفيض عائدات السندات الألمانية، إلي الصفر أما السندات الحكومية لمدة عشر سنوات في إيطاليا وإسبانيا سيرتفع معدل الفائدة إلى 2.5% كما سيتجه سعر صرف الاورو إلى أدنى مستوياته في مستوى 1.05 \$ لكل 1 اورو⁽²⁾ .

⁽¹⁾ حيدر الحسيني، ألمانيا وصندوق النقد الأكثر تشدداً في المفاوضات والأكبر تضرراً من الإفلاس القمة الأوروبية اليوم إنقاذ اليونان أم بداية تصدع الاتحاد النقدي والسياسي؟، مقال متاح على الموقع الإلكتروني:

http://www.almustaqbal.com/v4/Article.aspx?Type=NP&ArticleID=665708، تاريخ الإطلاع: 15h30، 2017/05/23.

⁽²⁾ Dion Romain , Op.Cit.

الشكل رقم (25) : مخاطر خروج اليونان من منطقة اليورو



Source: Dette grecque un accord en suspens , Disponible sur le site, <http://www.lafinancepourtous.com/Actualites/Dette-grecque-un-accord-en-suspens>, Consulté le: 29/05/2016, 10:43h.

المبحث الثالث: الأزمة النفطية 2015

شهدت أسعار النفط انخفاضا تدريجيا ملحوظا خلال عام 2015 بعد أن كانت بحدود (110) دولارات للبرميل الواحد طوال السنوات الأربع الماضية (منذ نهاية عام 2010 وحتى نهاية عام 2014) ، إذ أن الأسعار انخفضت من أعلى مستوى لها وهو (110) دولار للبرميل الواحد عام 2015 حتى وصل السعر الآن إلى أقل من (48) دولاراً للبرميل الواحد.

الجدول رقم (10): تطور أسعار النفط خلال الفترة أوت 2014 - أوت 2015

الشهر	2014/08	2014/09	2014/10	2014/11	2014/12	2015/01	2015/02	2015/03	2015/04
السعر	100.75	95.98	85.06	75.57	59.46	44.38	54.06	52.46	57.30
الشهر	2015/05	2015/06	2015/07	2015/08					
السعر	62.16	60.22	54.19	46.20					

المصدر: من إعداد الباحث.

المطلب الأول : أسباب الأزمة النفطية

1- زيادة العرض وانخفاض الطلب العالمي على النفط :

إن انخفاض أسعار النفط كان مدفوعاً بعوامل العرض والطلب على حد سواء فزيادة المعروض النفطي عن المستوى المتوقع، لاسيما من الولايات المتحدة، لم توازنها تخفيضات في الإنتاج من البلدان الأعضاء في منظمة أوبك، كما أن الطلب العالمي على النفط وخاصة من الصين واليابان ومنطقة اليورو كان آخذاً في الانخفاض فقد قامت الولايات المتحدة الأمريكية بزيادة إنتاجها من النفط الخام من 7.4 مليون برميل يوميا في عام 2013 إلى 8.6 مليون برميل يوميا في عام 2014 ، و يرجع ذلك إلى تنامي ظاهرة النفط الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية فقد ارتفع إنتاجها من 3.2 مليون برميل في 2013 إلى 4.2 و 4.8 مليون برميل يوميا عامي 2014 و 2015 على التوالي، مما أدى إلى انكماش صافي الواردات النفطية منذ عام 2012 بنحو 8.8 % لتصل إلى 6.4 مليون برميل يوميا 2015 مقارنة بحوالي 8.5 و 7.6 مليون برميل يوميا 2012 و 2013 على التوالي مما أدى إلى تراجع الطلب العالمي على النفط ⁽¹⁾ .

2- تزايد إنتاج النفط الصخري:

بفضل إنتاج النفط الصخري تحولت الولايات المتحدة من أكبر مستهلكي النفط إلى أكبر منتجه، حيث أصبحت الولايات المتحدة تنافس منتجي العالم الكبار، مثل السعودية وروسيا من حيث حجم الإنتاج اليومي نتيجة التطور الكبير في تقنيات استخراج النفط الصخري فضلا عن الأنواع الأخرى من النفط صعب الإنتاج مثل نفط المياه العميقة، وهو ما مكن أكبر مستورد للنفط من إحلال النفط المحلي محل جانب كبير من النفط المستورد، ونتيجة لذلك استعادت الولايات المتحدة طاقتها الإنتاجية في الثمانينيات، إلى الحد الذي تفكر فيه أمريكا حاليا بجدية في رفع الحظر على عمليات تصدير النفط الأمريكي، ونتيجة لذلك بدأت الولايات المتحدة في الاستغناء عن كميات

(1) جمال قاسم حسن، (2015): النفط والغاز الصخريين وأثرهما على أسواق النفط العالمية، أوراق صندوق النقد العربي، صندوق النقد العربي، أبوظبي، ص 14-15 .

كبيرة من النفط المستورد من الخارج، وهو ما أدى إلى وجود فائض في الطاقة الإنتاجية في الدول المنتجة للنفط و ساعد في انخفاض الأسعار (1) .

3- ارتفاع سعر صرف الدولار:

لقد أثبتت الدراسات أن التغير في أسعار صرف الدولار تخلف أثراً كبيراً على صناعة النفط العالمية، كما أن هناك علاقة عكسية بين قيمة الدولار وأسعار السلع التجارية التي تقيم بالدولار، فعندما ترتفع قيمة الدولار تصبح مثل هذه السلع منخفضة القيمة داخل الولايات المتحدة ومرتفعة القيمة بالنسبة لباقي دول العالم، ومع ارتفاع قيمة الدولار يتحول النفط إلى منتج مرتفع التكلفة بالنسبة للدول الأخرى خارج الولايات المتحدة، وهو ما يقلل الطلب العالمي عليه وبالتالي تتزايد الضغوط على سعره نحو التراجع (2) كما أن انخفاض الطلب على النفط يزيد من إنتاجه الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار النفط (3) .

4- الانكماش في الطلب العالمي:

إذ شهد الاستهلاك العالمي للنفط تراجعاً لاسيما خلال الربع الثالث من العام 2014 ، ويأتي ذلك بعد المراجعة التي قام بها صندوق النقد الدولي عن مرئيات النمو في الاقتصاد العالمي المحرك الرئيسي للطلب، وتشير توقعات الصندوق إلى انخفاض النمو في الناتج المحلي الإجمالي العالمي من 3.4% إلى 3.3% في ظل التباطؤ في الاقتصادات الصناعية في أوروبا واليابان وتراجع النمو في الاقتصادات الناشئة لاسيما الصين ثاني أكبر مستهلك للنفط في العالم حيث أن في السنوات العشر الماضية، ارتفع الاستهلاك الصيني للبترو من سبعة ملايين إلى 11 مليون برميل يومياً ، أي ما يعادل استهلاك أمريكا اللاتينية ومنطقة ما دون الصحراء في أفريقيا مجتمعة وبالتالي ، فلا عجب في أن مؤشرات أزمة اقتصادية بالصين قد تؤثر على أسعار النفط العالمية بالانخفاض (4).

5- انخفاض النمو الاقتصادي العالمي:

لا يزال الاقتصاد العالمي بعيداً عن التعافي من تداعيات الأزمة المالية العالمية التي ألمت به منذ أكثر من ستة أعوام، في ظل ارتفاع مستويات المديونيات العامة والخاصة وارتفاع مستويات البطالة، اللذين يؤثران سلباً على

(1) المصارف، (2015): مجلة شهرية يصدرها اتحاد مصارف الكويت، العدد 135 ، ص 08-09 .

(2) المصارف، (2015): المرجع سبق ذكره، ص 09 .

(3) إبراهيم بلقطة، (2013): تطورات أسعار النفط وانعكاساتها على الموازنة العامة للدول العربية خلال الفترة 2000-2009 ،مجلة الباحث، العدد 12 ، الجزائر ، ص 11 .

(4) يوهانس بك/ ياسر أبو معيلق ، ثمانية أسباب وراء انهيار أسعار النفط، مقال متاح على الموقع الإلكتروني: <http://www.dw.com/ar/a-19068874>، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23 ، 15h30 .

مستويات الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري في الدول المتقدمة والنامية رغم السياسات التحفيزية غير المسبوقة التي تبناها صانعو القرار لتجاوز آثار الأزمة.

وانعكست هذه التطورات على معدل نمو الاقتصاد العالمي الذي بلغ في المتوسط نحو 2% خلال فترة 2008-2014 مقارنة بنحو 4% للمعدل النمو المسجل خلال الفترة 2003-2007 وتشير التقديرات الدولية إلى أن معدلات النمو الاقتصادي المسجلة في 80% من دول العالم في الآونة الأخيرة لا تزال أقل من مثيلاتها المسجلة قبل الأزمة المالية العالمية خاصة الصين الذي تراجع فيها معدل النمو من 7.7% في 2012 إلى 6% في 2015 واليابان التي وصل فيها معدل النمو إلى 0 في 2014 ودول الاتحاد الأوروبي التي حققت نمو طفيف وصل إلى 0.9% في 2014 و هو ما انعكس على استهلاك النفط لهذه الدول مما دفع الانخفاض الأخير في أسعار النفط⁽¹⁾.

المطلب الثاني: آثار تراجع أسعار النفط العالمية

- يرى كثير من المختصين أن تراجع أسعار النفط ومنتجاته سيقود إلى رفع معدلات النمو العالمي، حيث سيستفيد المستهلكون سواء كانوا أسراً أو شركات من تراجع أسعار النفط وينفقون على سلع وخدمات أخرى، ما سيزيد الطلب على باقي السلع والخدمات ويرفع معدلات النمو العالمية وقد يضغط تراجع أسعار النفط على أسعار أنواع الطاقة الأخرى مما يسهم في تعزيز معدلات النمو، ومن المتوقع أن يقود تراجع أسعار النفط بنحو 20 دولاراً للبرميل إلى زيادات معدلات نمو الاقتصاد العالمي بنحو نصف نقطة مئوية وسيقلل من زيادة معدلات النمو العالمي تأثير تراجع أسعار النفط في منتجي الطاقة وتراجع دخولهم واستثماراتهم وتوظيفهم، وإن كان من المتوقع أن يكون أقل من تأثيرات نمو الناتج العالمي .

- سيزداد بشكل آني الناتج المحلي بالأسعار الجارية للدول المستوردة للنفط وبمقدار نفسه من قيمة الواردات بينما سيتراجع الناتج المحلي، بالأسعار الجارية للدول المصدرة للنفط وستتأثر الدول بدرجات مختلفة فالصين ستكون أكبر المستفيدين من تراجع أسعار النفط ، بينما سيكون التأثير طويل الأمد مختلطاً في الولايات المتحدة بسبب مخاطر تراجع الاستثمار في النفط الصخري الذي أضاف نحو مليوني وظيفة خلال الأعوام الأربعة الماضية .

- سيقود تراجع أسعار النفط إلى تراجع حجم التجارة الدولية بالقيمة نفسها ويعتبر النفط ومنتجاته من أهم السلع المتبادلة على المستوى العالمي ،حيث تزيد الكميات المتبادلة دولياً على 50 مليون برميل يومياً ما يعني أن

(1) صندوق النقد الدولي، (2015): التعايش مع انخفاض أسعار النفط في سياق تراجع الطلب، مستجدات آفاق الاقتصاد الإقليمي، واشنطن، ص 03.

حجم التجارة الدولية سينخفض بنحو مليار دولار في اليوم وذلك على افتراض تراجع متوسط أسعاره بنحو 20 دولارا للبرميل وسيؤدي تراجع أسعار النفط ، إلى تحسن الموازين الخارجية للدول المستوردة بينما ستتضرر الموازين التجارية والجارية للدول المصدرة، وستكون الصين والولايات المتحدة أكبر المستفيدين من تحسن هذه الموازين حيث سيزداد الفائض التجاري والجاري لأكثر مستورد للنفط في العالم وهي الصين، كما سيتراجع العجز التجاري والجاري في الولايات المتحدة، بينما ستكون المملكة وروسيا أكبر المتضررين.

- ستتراجع أسعار منتجات النفط نتيجة لتراجع أسعار النفط الخام، ما سيخفض من تكاليف المعيشة في الدول المحررة لأسعار النفط وهذا سيسهم في خفض معدلات التضخم في معظم دول العالم ولو بشكل محدود ومع أن معظم دول العالم ستستفيد من هذه الظاهرة، إلا أن بعض الدول التي تعاني مخاطر انكماش الأسعار وأهمها المجموعة الأوروبية واليابان ستضطران إلى اتخاذ إجراءات إضافية للحد من آثار تراجع أسعار النفط في الأسعار.

- ستخفض فاتورة دعم منتجات النفط في الدول التي تدعم أسعار منتجات النفط ، مما سيوفر دعومات مالية لميزانيات الدول المستوردة للنفط والداعمة لأسعاره أو أسعار بعض منتجاته وستخفض إيرادات الدول المصدرة للنفط وبالقيم نفسها الناتجة عن تراجع أسعار النفط ، وستخفض إيرادات حكومات الدول المستوردة للنفط من ضرائب الوقود النسبية ولكن ستسعى هذه الدول إلى تعويض الفرق عن طريق رفع نسب الضرائب على النفط والوقود المستورد.

- سترتفع إنتاجية القطاعات المستخدمة للنفط بسبب تراجع تكاليفه، حيث ستخفض تكاليف إنتاج تلك السلع والخدمات، ما سيساعد على خفض أسعارها أو رفع الأجور والأرباح في تلك السلع والخدمات أو بكل هذه الأمور مجتمعة ، وسيستفيد القطاع الزراعي مثلاً من تراجع أسعار الوقود والمبيدات والأسمدة الذي سينتج عن تراجع أسعار النفط ، ما سيدعم الإنتاج الزراعي ويزيد المعروض من السلع الزراعية وتراجع أسعار عدد من المواد الغذائية والأعلاف ، وفي المقابل سيقود تراجع أسعار النفط إلى خفض ربحية الوقود الحيوي مما سيخفض الاستثمار في إنتاجه (1) .

(1) صحيفة الاقتصادية، آثار تراجع أسعار النفط العالمية ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني: <https://sites.google.com/site/sypeteng/research/55>، تاريخ الإطلاع: 2017/04/23، 15h30 .

خلاصة الفصل الثاني :

لقد رافقت الأزمات المالية والاقتصاد الرأسمالي منذ الثورة الصناعية ، ولكنها تتباين في حدتها ومداهها بين أزمة وأخرى ، بحسب الظروف المؤسسية والهيكلية التي واجهت هذه الدول ، إذ تعرضت مختلف اقتصاديات الدول المتقدمة والناشئة حتى الدول النامية إلى أزمات مالية عديدة ، اختلفت في الأسباب والحلول حسب الأنظمة النقدية والمالية المتبعة في تلك الدول ، كتوسع المؤسسات المالية في منح القروض عالية المخاطر للمؤسسات العاملة في مجال الرهن العقاري وسياسات الإنفاق الحكومي، ولقد تسارعت الأزمات المالية الحالية أكثر من السابق في ظل عولمة الأسواق المالية ، وحدث تدفق مفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية من بلدان الأزمة ، إضافة إلى عوامل الاختلال على صعيد الاقتصاد الكلي والجزئي والتشوهات في القطاع المالي وضعفه وعدم ملائمة نظام الصرف الأجنبي ، مما دفع الكثير من علماء الاقتصاد الرأسمالي إلى دراسة هذه الأزمات ومعرفة أسبابها والحلول اللازمة للخروج منها وتجاوزها و التفكير في خيارات فيما بعدها تضمن تحقيق التنمية المستدامة لمواجهة تداعياتها السلبية كالتفكير في إصلاح المالية الدولية و هذا ما يتم تناوله في الفصل الثالث .

الفصل الثالث

أهم الاقتراحات الرامية إلى إصلاح
النظام المالي أعقاب الأزمات المالية.

تمهيد:

أظهرت أزمة الرهن العقاري 2007 والأزمة المالية اليونانية 2010 التي أعقبتها واجتاحت بآثارها المدمرة منطقة الاتحاد الأوروبي مدى هشاشة النظام المالي والمصرفي العالمي خاصة وان هذا الأخير تعرض طيلة العقود السابقة إلى سلسلة من الأزمات كان السبب المشترك في وقوعها التحرير المالي المفرط وغياب القوانين الصارمة مما شجع المؤسسات المالية وخاصة البنوك ، على اتخاذ المضاربة في الأسواق المالية أسلوب عمل ساعدها في ذلك الانتشار الكبير الذي عرفته المشتقات المالية التي صارت تلعب دورا سلبيا من خلال خلق حالة عدم استقرار و يضاف إلى ذلك ظهور مؤسسات جديدة كصناديق التحوط التي صارت تلعب دورا سلبيا من خلال خلق حالة عدم الاستقرار في الأسواق المالية نتيجة طبيعتها المضاربة ، لكي يجمع المختصون أن تكرار مثل هذه الأزمات في المستقبل سيدفع العالم إلى المجهول الذي لا يحمد عقباه ، و لتفادي ذلك ينصحون بضرورة اتخاذ مجموعة من التدابير وإجراء عدد من الإصلاحات الجذرية على النظام المالي والمصرفي العالمي تتمثل أبرزها في وضع اتفاقية بازل 3 بالإضافة إلى تبني النظام المالي الإسلامي الذي أثبت نجاعته في معالجة الأزمات المالية و خاصة العمل بالهندسة المالية الإسلامية بدلا من الهندسة المالية القائمة التي أثبت دورها السلبي في الأزمة .

المبحث الأول: نحو نظام مالي دولي أكثر استقرار

المطلب الأول: إصلاح وكالات التقييم

ظهرت الحاجة إلى إعادة تنظيم نشاط وكالات التصنيف و ضرورة إخضاعها لجملة من الاجراءات من خلال حيث أن وكالات التقييم تتقاضى عمولاتها من قبل الجهة المصدرة مما يؤدي إلى مشكلة تضارب المصالح هذا النموذج يؤدي إلى إعطاء تقييم الذي يحقق مصلحة الجهة المصدرة ، بدلا من الاستجابة لمصالح المستثمرين عن طريق إعطاء تقييمات غير متحيزة ، ودقيقة للأصول المالية .

و حل هذا الإشكال قد يتمثل وببساطة في الفصل بين مهمة التقييم أو التقييم ، و الاستشارة بموجب قانون مثل *Glass-Steagall Act* وكذلك كسر الاحتكار الذي تمارسه كبريات هذه الوكالات على هذا النشاط بفتح المجال للمنافسة و تسهيل إجراءات الحصول على الاعتماد لوكالات جديدة ومن تم سيتسنى للسوق معاقبة الوكالات التي تخفق في أداء مهمتها ، بأن تفقد زبائنهم أو حصتها في السوق أي بعبارة أخرى جعل الوكالة مسئولة عن النقطة التي تمنحها ، و خدمة لمصلحة المستثمرين وحرصا على تحقيق مبدأ كفاءة السوق من الضروري نشر كل المعلومات حول الأصول محل التعاقد التي تستند إليها المنتجات المهيكلية ، و يجب على الوكالات أن لا تقيم الأصول المهيكلية قبل الحصول على كافة المعلومات الضرورية عليها و إلزامها بتحسين طريقة تقييم الأصول المالية المهيكلية بوضع نماذج جديدة تتلاءم و الطبيعة الخاصة لهذه المنتجات (1) .

و كذلك فيما يخص تصنيف المنتجات المهيكلية المورقة فهي تتميز بالتعقيد مقارنة بالسندات التقليدية الخاصة بالمؤسسات و الحكومات و بالتالي ينبغي أن يكون لديهم نظام تصنيف مختلف حتى و إن عارضة الجهة المصدرة ، ووضع حد للتضارب في المصالح من خلال إيجاد بديل لنموذج عملها والخاص بالرسوم التي تتقاضاها من الجهات المصدرة للدين، و ذلك من خلال إيجاد طرق بديلة لتمويل وكالات التصنيف من خلال تشجيع النماذج الاقتصادية التي بموجبها يتم دفع التقييمات من قبل المستثمرين الذي من صالحهم أن تكون التقييمات جد دقيقة للأصول المالية (2) .

الطلب من وكالات التصنيف بأن تتحلى بالشفافية في نماذجها ومناهجها وإدخال في تقييمها مخاطر السيولة ومراجعة نماذج التقييم الخاصة بها ،ويجب عليها إصلاح سلمها التقييمي و جعله أقل تعقيدا (3) .

(1) بن نعمون حمادو ، (2009) : المرجع سبق ذكره ، ص 15.

(2) groupe d'auteurs, (2010): La crise financière réforme et stratégies de sortie , édition ocde , P 45 .

(3) Mouhoubi Salah , (2009): La Face Cachée De La Crise Financière Mondiale , édition l'harmattan , paris, P 134.

إن الدور المهم الذي تلعبه وكالات التقييم في تقييم كل أداة دين وتصنيف جميع الجهات المصدرة للذين سواء سيادية أو خاصة، وخصوصا في ظل القرارات التي اتخذتها وكالات التصنيف الائتماني بإعادة تصنيف الديون السيادية للدول الأعضاء في منطقة الأورو، ما يعني وجوب رفع معدلات الفائدة وعلاوات التأمين المرتبطة بالديون السيادية ، وسيزيد تخفيض التصنيف الائتماني لهذه الدول من مخاطر تفاقم أزمة الديون من جراء ارتفاع معدلات الفائدة، وبالتالي زيادة خدمات الديون من جهة، وصعوبة إيجاد التمويل اللازم في ظل المضاربة بالنسبة إلى بعض الدول ذات الوضع الهش كاليونان ،وعليه فإن ووكالات التصنيف الائتماني مارست دورا حيويا في التأثير السلبي في الأزمة وتعميقها ⁽¹⁾ ويمكن إصلاحها من خلال منع عمليات التصنيف الخاصة بالدول التي تتبع برامج الإنعاش الاقتصادي، ومخططات إنقاذ النظام المصرفي ⁽²⁾ .

كما أن البديل الأنسب لوكالات التقييم أو السبيل الأفضل لإصلاحها وإخضاعها للرقابة، أن تقوم وكالة تقييم حكومية على مستوى دولي بالاستحواذ على هذه الوكالات لتصبح تقييماتها بذلك خاضعة لرقابة وإشراف الدولة كما أن على هذه الوكالات أن ترفع تقاريرها وتخضع لرقابة كاملة من هيئة الأوراق المالية في الولايات المتحدة و إنه يجب أن تكون لدى كل وكالة لجنة تقييم ذاتي مستقلة كليا تعمل على تقييم عملها وقراراتها، بحيث ترفع هذه اللجان تقاريرها بصفة دورية لهيئة الأوراق المالية الأمريكية ⁽³⁾.

المطلب الثاني: مراقبة صناديق الاستثمار

إن القواعد الاحترازية المفروضة على البنوك تتميز بنقص الفاعلية نظرا لعدم قدرتها على تجنب الأزمات المالية غير أنها موجودة لكن ليس هو الحال ، بالنسبة للمستثمرين الذين ينشطون في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة لصناديق الاستثمار لأن هذه الصناديق لا تحترم المعايير المعمول بها فيما يخص الأموال الخاصة الذي يجب أن تحوزه عليها، كما أنها غير مجبرة على نشر المعلومات حول نشاطها إلى الجهات المنظمة للعمل المالي كما أنها تعمل كالبنوك ، أي أنها تتخذ أخطار كبيرة بالإضافة إلى الاستدانة المفرطة و لا تتقبل الودائع التي من شأنها أن تسد احتياجاتها من السيولة وقت الأزمات ،و بالأخذ بهذه الاعتبارات فإن العديد من الخبراء يقترحون تطبيق القواعد الاحترازية المفروضة على البنوك على صناديق الاستثمار ⁽⁴⁾.

(1) اوكيل نسيم و بوكساني رشيد ، (2013) : الأزمة المالية في منطقة الأورو أسباب نشوبها وانتشارها، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العددان 21-22 ، ص 13-14 .

(2) Le cercle Turgot , (2013): Grandeur et misère de la finance moderne Regards croisés de 45 économistes, édition Eyrolles , paris , P 222.

(3) عبير أبو شمالة ،وكالات التقييم الائتماني بحث عن بديل أم إصلاح؟، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://www.alkhaleej.ae/economics/page/296eb487-99b4-4865-948a-ca18fee7b933> ، تاريخ الإطلاع: 2017/06/23 ، 15h30 .

(4) Lacoste Olivier, (2009) : Op.Cit , P 129-130 .

المطلب الثالث: الحد من جاذبية و دور الواحات الضريبية

يقدر الخبير الاقتصادي ومؤلف كتاب "الثروات المخفية للأمم" غابريل زوكمان المبالغ التي يتم تداولها في الملاذات الضريبية بأكثر من 7.6 تريليون دولار و التي تساوي نحو 8% من الثروات المالية الفردية العالمية في 2014 ، ما أسفر عن تهرب وفقدان عائدات ضرائب للحكومات من أفريقيا إلى أمريكا اللاتينية بنحو 190 مليار دولار في السنة ، لكن خبراء آخرين يعتبرون أن تقديرات زوكمان شديدة التحفظ وأن الأموال المستثمرة في الاوفشور تصل إلى أربعة أضعاف مبلغ 7.6 تريليون دولار⁽¹⁾ .

وتشير تقارير إلى أن المصارف العالمية الكبرى من أكثر مستخدمي الملاذات، تحركها لمصالحها الخاصة ولغايات ضريبية أو من أجل المخاطرة في أدوات المال، ويبرر مراقبة المراكز المالية الخارجية أوفشور أنها تسمح بحرية كاملة للمتعاملين الماليين ، بأن يطوروا نشاطات ذات أخطار عالية ورهانات مالية خطيرة فهذه الملاذات لم تتسبب بأزمة الرهانات العقارية العالية الأخطار في أمريكا ، لكنها لعبت دورا مهما حيث أن جزء من النظام المصرفي الوهمي، أسسته مصارف أميركية في جزر كايمان، من أجل أن يروج لحسابها سندات المال المعقدة، التي كانت في أساس أبعاد الأزمة⁽²⁾ كما لا تخضع الواحات الضريبية إلى أي نوع من التنظيم والمراقبة من طرف السلطات النقدية والمالية و التركيبات المالية التي تتم في هذه الواحات تجعل من المستحيل تقريبا للوصول إلى هوية المتعاملين التي تحوز عليها و قامت بإنشائها⁽³⁾ .

و السؤال المطروح هو كيفية تعديل هذه الواحات و المراكز التي لعبت ولا تزال تلعب دورا رئيسيا في إحاطة النظام المالي و البنوك و المستثمرين الماليين بالضبابية و يتم ذلك حسب *Mark Pieth* و *joseph Stiglitz* من خلال ضبط هذه الجناات الضريبية إما بحذفها، وهو أمر مستحيل أو إدخال نوع من الشفافية وهذا ما بدأ الاشتغال عليه من خلال مشروع لمنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي العالمية ، والتي أخذت على عاتقها إنجاز مشروع كبير هدفه الشفافية بواسطة التبادل الإلكتروني للمعلومات المالية ، بين الدول حول دافعي الضرائب و تخص هذه المعلومات (الحسابات المصرفية نسبة المساهمة في الشركات ومختلف المصالح المالية الخ) ، مع الالتزام بالإفصاح عن هوية المستفيدين الحقيقيين من الشركات الوهمية *trusts* والحسابات المصرفية المفتوحة في هذه الواحات وذلك بشكل دوري بحيث يصعب عبر هذا الإجراء إخفاء أي من الأصول عن محصلي

⁽¹⁾ CNBC عربية ،الملاذات الضريبية تستقطب 8 تريليونات دولار والعالم يخسر 190 مليار دولار ضرائب في السنة ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://www.cnbcarabia.com/news/view/17459> ،تاريخ الإطلاع: 2017/06/23 ، 15h30 .

⁽²⁾ ميشال مرقص ،تحليل اقتصادي جسيم الجناات الضريبية، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :

http://daharchives.alhayat.com/issue_archive/Hayat%20INT/2009/4/20 ،تاريخ الإطلاع: 2017/06/23 ، 15h30 .

⁽³⁾ Quême Philippe et Daniel Lebègue, (2014) : Finance et éthique Le prix de la vertu, édition L'Harmattan, Paris, P 177 .

الضرائب حيث أن تحسين توفير المعلومات عن المستفيدين والذي يعتبر هذا الإجراء ضروري لزيادة الشفافية و الكشف عن حجم الأموال المخبأة في الملاذات الضريبية، و قد انطلق هذا المشروع في 2011 وبدأ العمل به وسيدخل حيز التطبيق الرسمي سنة 2017 أو 2018⁽¹⁾.

تنظيم المعاملات المصرفية و مراقبة التعامل في الأدوات المالية الخاصة بالهندسة المالية التي تتم في الواحات الضريبية كما يجب إقامة تقرير مابين الدول المتقدمة و الواحات الضريبية ، من أجل تقليل أو تقييد جاذبيتها و كذلك فرض رقابة دائمة على هذه الواحات والمراكز المالية ، و كذلك على عملاتها⁽²⁾ .

إنشاء سجل مالي عالمي و الذي يكون في متناول الجميع و الهدف الأساسي من هذا السجل هو تسجيل جميع العمليات المالية في هذه الواحات مع تسجيل أصحاب الأوراق المالية المتداولة من أسهم و سندات و المشتقات المالية ، و سيسمح هذا الإجراء لجميع الإدارات المالية و الضريبية بمعرفة أن بحوزتها جميع المعلومات لوضع كل الوسائل لمحاربة التهرب الضريبي و العمليات المالية المعقدة التي من شأنها زعزعة استقرار النظام المالي العالمي⁽³⁾.

الرقابة على تدفق الأموال و ذلك من خلال اقتراح القاضي *Charles Prats* المتخصص في التهرب و الذي يشير من جانبه إلى ضرورة التغيير في النهج بدلا من التركيز على مكان وجود المال يجب اقتفاء أثر استخدام هذه الأموال و ذلك عن طريق بسيطة، يمكن أن تحدث تغييرا جذريا تتمثل الأولى في سيطرة أكثر صرامة على تداول السيولة النقدية، أما الثانية من خلال إلزام تقديم تبرير لمصدر الأموال في المعاملات الدولية حيث إذا كان أحد المتعاملين قد وضع أمواله في ملاذ ضريبي فإنه يعلم انه لم يعد قادرا على إخراجها، مما يعمل على الحد من جاذبية هذه الواحات⁽⁴⁾ .

المطلب الرابع: تنظيم صناديق التحوط

إن الهدف من صناديق التحوط هو توظيف الأموال لحساب المستثمرين الخواص وخاصة المستثمرين المؤسساتيين (صناديق التقاعد و شركات التأمين) و لا يخضعون لأي قانون أو رقابة مالية ، كما أن صناديق

⁽¹⁾ Anne Michel , Les recommandations de Joseph Stiglitz et Mark Pieth pour lutter contre les paradis fiscaux, Disponible sur le site,

http://www.lemonde.fr/economie/article/2016/11/15_5031592_3234.html#4awVXclYwsTi8CVZ.99, Consulté le: 30/08/2017, 11:43h.

⁽²⁾ Gasser maxime , (2010) : thèse Les Pistes De Reforme Du Système Monétaire Et Financier Internationale Depuis La Crise, Université Pierre Mendès-France ,Grenoble, Disponible sur le site,

<http://www.memoireonline.com/09/10/3924/Les-pistes-de-reforme-du-systeme-monetaire-et-financier-international-depuis-la-crise.html> , Consulté le: 30/08/2017, 11:43h.

⁽³⁾ Quême Philippe et Daniel Lebègue, (2014) : Op.Cit, P179-180 .

⁽⁴⁾ Castagnet Mathieu et Husson Séverin , Comment en finir avec les paradis fiscaux, Disponible sur le site, <http://www.la-croix.com/Economie/Comment-finir-avec-paradis-fiscaux-2016-04-04-1200751062>, Consulté le: 30/08/2017, 12:43h.

التحوط مصدر للمخاطر النظامية من خلال السلوك القطيعي *mimétique* لحالات التوتر في الأسواق المالية الذين ساهموا في الأزمة المالية من خلال التوريق ، أي بالمضاربة عن طريق عقود *CDO* و التغطية ضد الخطر باستخدام عقود *CDS* و في حالة أن الأموال الموظفة من طرف صناديق التحوط مصدرها البنوك و صناديق التقاعد فعندما يفلس صندوق التحوط يؤدي إلى إفلاس البنوك معها وهو ما حدث مع بنك *bear stearns* ⁽¹⁾ لهذا يجب تنظيم صناديق التحوط من خلال جملة من الإصلاحات من بينها مايلي :

- إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية إجراء أساسي للحد من خطورة هذه الصناديق التي تجد في هذه الأسواق مجالا ملائما لتنفيذ استراتيجياتها المبنية على المضاربة خاصة ، في الأسواق الغير المنظمة لما تتمتع به من عدم الشفافية وغياب الرقابة .

- تعزيز التعاون للقضاء على الواحات الضريبية لكونها الفضاءات التي تحتضن هذا النوع من الصناديق فهي تمنحهم الحرية الكاملة ، لممارسة نشاطهم دون أي نوع من الرقابة وتمثل القواعد الخلفية التي تنطلق منها هذه الصناديق ، لزراع حالة عدم الاستقرار في الأسواق المالية العالمية ⁽²⁾ .

إن صناديق التحوط التي تسير أكثر من 150 مليون دولار مجبرة على نشر معلومات على أساس سنوي في شكل نموذج *PF* و التي يشمل العديد من المعلومات حول هيكل الصندوق ، طبيعة و هيكل المستثمرين الاستراتيجيات المتبعة من طرف الصندوق ، وضعية البيع و الشراء في سوق المشتقات المالية اللجوء إلى القرض و الاقتراض ، من البنوك وخاصة بنوك الاستثمار لشراء الأوراق المالية حجم استعمال الرفع المالي التعريف عن مستوى التعرض لخسائر الأطراف المقابلة ، و نسبة المساهمة في الصناديق التي أصولها تتجاوز 1.5 مليار دولار ، و بتالي يجب أن توفر هذه المعلومات على أساس كل 3 أشهر مع تقديم معلومات كذلك جد مفصلة حول محفظة السندات والمبالغ الاسمية المستثمرة في مختلف فئات الأصول وتركيز محافظهم ، والتوزيع الجغرافي للاستثمار وسيولة المحفظة ومستوي السيولة المحتفظ بها أو معلومات تخص موقعها في أسواق المشتقات و المنتجات المالية المركبة ، و حجم الرفع المالي ومصادر تمويلها ويهدف هذا الجمع المستمر للبيانات على نشاط صناديق التحوط إلى تحليل الروابط بين مختلف الجهات الفاعلة في ظل النظام المصرفي الموازي ، لتقديم إلي هيئة الرقابة المالية أداة فعالة لتحقيق سياسات الرقابة الاحترازية و منع تحقق الخطر النظامي .

⁽¹⁾ Gasser maxime , (2010) : Op.Cit .

⁽²⁾ بن نعمون حمادو ، (2009) : المرجع سبق ذكره ، ص 15.

و ضمن قانون دود فرانك *Dodd-Frank Act* ، و قاعدة فولكر *Volker Rule* والتي تهدف إلى الحد من أنشطة المضاربة للبنوك التجارية مما سوف يؤثر على صناديق التحوط و الهدف من هذا القانون هو منع البنوك لاستخدام ودائع عملائها للمضاربة لحسابهم الخاص خاصة منها نشاطات *proprietary trading* كما لا يمكنها من الاستثمار ، و أخذ حصص في هذه الصناديق أكثر من 3 % من حجم رؤوس الأموال الخاصة هذا لمنع البنوك من أخذ وضعيات مخاطرة بالنسبة لرأسمالها و كذلك لحماية المستثمرين من مخاطر لا يفهمونها و بتالي حماية أفضل للمستثمرين ⁽¹⁾ و نفس الشيء بالنسبة لصناديق التحوط لا يمكن أن تحوز إلا على 3% من رأس المال البنك و الهدف من هذا الإجراء هو تفادي الإفلاس البنكي على طريقة بنك *Bear Sterns*.

وضع شروط خاصة تتعلق ب السيولة والاستدانة و حجم رؤوس الأموال الخاصة مع إلزامها بالتقييد بالقواعد الاحترازية خاصة بما يتعلق بمراعاة حد أدنى من الأموال الخاصة على غرار ما هو معمول به في البنوك و التي تقدر ب 0.02 % ، من حجم المحفظة لجعل هذه الصناديق أكثر متانة مع إضفاء الشفافية من خلال إرغام مسيري صناديق التحوط على التحلي بمتطلبات الشفافية اتجاه المستثمرين والجهة التنظيمية من خلال تحرير تقرير سنوي، الذي يقدم وصف تفصيلي عن إستراتيجية الاستثمار وإدارة المخاطر، ونوع الأصول المتداولة و الوضعيات في أسواق المشتقات والأصول غير السائلة ، و حجم استخدام الرفع المالي مع إجبار المسيرين على استعمال امثل لأدوات المراقبة و تسيير أفضل للمخاطر ، و بتالي تجنب الصدمات و الخطر النظامي و تحقيق الاستقرار المالي خاصة بعد ما تبين أن الأخطار النظامية لم تعد حكرًا على النظام المصرفي كما كان يعتقد لكونه النظام الوحيد المخول له تقبل الودائع، فحجم أنشطة هذه الصناديق تنقل صدمات السيولة بين النظام المصرفي الموازي و النظام المصرفي التقليدي مما توجب إخضاعها للرقابة و تقييد أنشطتها.

الحد من مستوى الرفع المالي المستخدم من قبل المسيرين أو تقييد نشاط المسيرين مؤقتًا في سوق معينة عندما تشير المعلومات إلى ظهور المخاطر النظامية أو عندما تتطلب ظروف الاستثنائية للسوق كما أن الاجراءات المتخذة حول عمليات البيع على المكشوف ، يمكن أن يكون لها تأثير أكثر أهمية على صناديق التحوط وإلى جانب منع عمليات البيع على المكشوف *nues* فان السلطات الأميركية والأوروبية لديها الحق في التوقيف المؤقت لعمليات البيع على المكشوف في بعض الأوراق المالية أو السوق ككل، و من شأن هذا الإجراء التأثير

⁽¹⁾ Bourguinat Henri et Briys Eric, (2010) : *Marchés De Dupes Pourquoi la crise se prolonge*, édition Maxima, paris , P 148.

على العديد من استراتيجيات المراجعة لصناديق التحوط أو الشروع في إيقاف عمليات بيع اضطرارية كما كان الحال في أزمة 2008⁽¹⁾.

المطلب الخامس: إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية

إن المنتجات المالية المشتقة وجدت أساسا من أجل توفير الحماية للمستثمرين ضد الأخطار المالية وقد عرفت الأسواق الخاصة لهذه المنتجات تطور كبير بحيث يفوق حجم التداول فيها عدة مرات حجم التداول في أسواق الأصول الحقيقية ، لكن ما زاد من خطورة أسواق المشتقات المالية هو عنصر تركيز الأخطار الذي عادة ما يكون سببا في ظهور الخطر النظامي ، فالملاحظ في توزيع الأخطار على الأطراف التي تقبل تحملها اعتقادها أنها تملك التغطية الكافية مما يدفعها إلى تحمل المزيد من التركيز الكبير للأخطار ، في لحظة واحدة الذي قد يؤدي إلى حدوث حالة إفلاس ، التي تنتقل بفعل العدوى المالية إلى باقي مكونات النظام المالي ، متسببة في حدوث أزمة نظامية وهذا ما أثبتته مساهمتها الكبيرة في اندلاع الأزمة المالية العالمية و التي تتميز بالضبابية وعدم الخضوع لأي مراقبة و محدودية المعلومات المنشورة حول عقودها و تعقيد الالتزامات بين أطرافها كون الصفقات غير معلنة ، و مسجلة خارج الميزانية لذلك كان من الضروري إدخال تعديلات و إصلاحات عليها تتمثل فيمايلي :

1-التوريق:

حسب *Aglietta & Rigot* يمكن التفريق بين التوريق الفاعل من جهة و بين التوريق الغير الفاعل من جهة أخرى و الذي يساهم في تحقق الخطر النظامي حيث قامت البنوك الاستثمارية بوضع نموذج يحفز انتشار المخاطر ، أين تكون المعلومات حول القروض تتميز بالغموض و عدم الشفافية وفي الوقت نفسه تعزيز حجم الائتمان على حساب جودة القروض و السمعة الائتمانية ، هذا النموذج يمثل سوء إدارة المخاطر لأن المعلومات حول الأصول تتميز بالغموض و عدم الشفافية .

إن التسيير الفعال للتوريق من شأنه أن يوفر تسيير فعال وتفكيك لطبيعة المخاطر مع تقديم تخفيض في تكاليف التمويل واختيار أوسع للأصول في المحفظة ، و ينبغي تبسيط التوريق من خلال التخلص من تركيبة الأوراق المالية المعقدة مثل عقود *CDO* من أجل الحصول على أوراق مالية يكون فيها الخطر مقسم و يسهل التعرف عليه⁽²⁾ و بتالي تصبح الأسواق أكثر تنظيم مما يسمح بإشراف أفضل سواء من جانب المستثمرين أنفسهم أو من قبل الجهة الإشرافية المكلفة بمراقبة الأسواق المشتقة ، وتدعيمها بغرفة مقاصة التي تسهر على توازن السوق

⁽¹⁾ Monarcha Guillaume et Teiletche Jérôme, (2013) : Les hedge funds, 2eme éd , édition La Découverte , paris , P 78-80 .

⁽²⁾ Aglietta Michelle et Rigot Sandra, (2009) : Crise et rénovation de la finance, édition Odile Jacob , Paris, P141-144 .

وتقلل من الأخطار خاصة خطر السيولة مما يؤدي إلى التقييم الفعال للأصول من طرف جميع المتعاملين أي سهولة التعرف على المخاطر الأمر الذي يدفع المستثمرون إلى تحمل الخطر عند المضاربة ، وليس إلى تحويله إلى طرف آخر و بتالي على التوريق إتباع منطق اقتصادي لا مضاري لتجنب انحراف المشتقات المالية التي تؤدي إلى الأزمات (1) .

توفير المعلومات حول المشتقات المالية و منتجات التوريق أي جميع البيانات ذات الصلة بـ المنتجات المشتقة مثل المبلغ الكلي للقروض ، مصدره ، تاريخ الاستحقاق ، طبيعته هل هي خطيرة وهذا ما كان ينقص في أزمة الرهن العقاري مع إضفاء الشفافية أولا على المنتجات الائتمانية المهيكلة من خلال الكشف عن كيفية إنشاء هذه المنتجات من أجل فهم طبيعتها ، و وصولا إلى مستوى من التعقيد أكثر بساطة من الرهون العقارية عالية المخاطر وإضفاء الشفافية من خلال الإفصاح عن العلاقات في كثير من الأحيان الغير الواضحة بين البنوك و هياكل التوريق SPV و خصوصا إمكانية رقابة ميزانيات البنوك التي قامت بإنشائها ومن شأن الشفافية أيضا تحسين كبير في السيولة للبنوك ، و انطلاقا من هذا فإن الطبيعة الجديدة للتوريق ستصبح كمعيار لإصلاح النظام المالي و تجنب الأزمات المالية (2) .

-إن عقود CDO تقوم بتجميع قروض سامة و قروض خالية من المخاطر ، هذا المزيج يغطي المخاطر الحقيقية الخاصة بالائتمان و الذي يعتبر السبب الرئيسي في اندلاع الأزمة المالية ، وينبغي إصلاحه من خلال إنشاء العديد من الأسواق الخاصة بالسندات التي يتم فيها التفاوض و التداول على حدي كل شريحة من شرائح عقود CDO و بتالي سهولة التعرف ، و التحكم في المخاطر حيث أن الأوراق المالية المدعومة بموجودات ABS سوف يتم جمعها وتنظيمها وتوحيدها وتسييرها ، حسب نوعيتها و جودتها أما الخطيرة منها سوف يتم تسجيلها في قاعدة معلومات مركزية وتعديلها عن طريق غرفة مقاصة ، و الهدف الرئيسي هو تجنب الخطر النظامي من خلال الحد من الاستعمال المكثف للرفع المالي و التمرکز في مركز واحد (3) .

تبسيط مع إلغاء عمليات تركيب المنتجات الائتمانية المهيكلة الأكثر تعقيدا و يتم ذلك من خلال القضاء أولا على المنتجات الائتمانية المهيكلة ، وتحديد تلك التي تميزت أو ما أطلق عليها اسم الأصول السامة خاصة فيما يتعلق بعقود CDO مربع أي التزام الدين المضمونة بأصول ، التي تقوم بالاستثمار في عقود CDO أخرى أو عقود CDO الاصطناعية التي تتطلب إدخال ، بأئعو الحماية من خلال عقود CDS مبادلات تعثر الائتمان

(1) Klein Laure , (2008) : Op.Cit, P 303 .

(2) Briys Eric et Bourguinat Henri , (2009) : l'arrogance de la finance comment la théorie financière a produit le krach , édition La Découverte, Paris, P 204 .

(3) Aglietta Michelle et Rigot Sandra, (2009) : Op.Cit, P146

على التزامات الدين المضمونة الأخرى ، كل هذه المنتجات الائتمانية المهيكلية الأكثر تعقيدا ينبغي حظرها و تخصيصها لفئة معينة من المستثمرين و يتم تقييمها من خلال النماذج التي تأخذ بعين الاعتبار السيولة. إجبار تداول التزام الدين المضمونة بأصول عبر الأسواق المنظمة لأن عمليات التداول التي تتم في الأسواق الموازية عبر المنصات الالكترونية ، لا تقدم نفس الضمانات التي تقدمها الأسواق المنظمة التي تفرض تقديم ودائع لضمان العمليات و توحيد الأدوات المالية و كذلك إجبار الوسطاء الغير البنكين على الالتزام بمخصصات رؤؤس الأموال و تحسين نوعية السيولة (1) .

إعادة العلاقة بين منشئ القرض والذي يتحمل المخاطر و تتميز هذه العلاقة بالانفصال نتيجة تركيب المنتجات الائتمانية المهيكلية المتميزة بالتعقيد و يتم إعادة هذه العلاقة من خلال إجبار منشئ القرض على الاحتفاظ على جزء كبير من المخاطر ، عن طريق الحد من تخريج المخاطر وإجبار البنوك التي تقوم بتوريق قروضها على الاحتفاظ في ميزانياتها، بجزء من الأوراق المالية المسندة لهذه القروض أي عدم إخراج الخطر كلياً والإبقاء على جزء منه داخل البنك ، كأن يلزم البنك بشراء نسبة مئوية من كل شريحة عقود *CDO* يتم إصدارها في مثل هذه الظروف ستضطر البنوك إلى تحري السمعة الائتمانية لمقترضين لأنها معنية مباشرة بالخطر الذي يمثلونه، الأمر الذي من شأنه تحسين نوعية القروض والأوراق المالية التي تسند إليها عند توريقها وفي النهاية سينخفض حجم المخاطر في السوق (2) و تلتزم البنوك بالاحتفاظ بالنسبة 10 % من القروض الممنوحة بالإضافة إلى إصلاح رئيسي آخر و هو توفير متطلبات رأس المال على المخاطر التي تم تخريجها من ميزانيات البنوك (3) .

2- المشتقات المالية :

حسب البنك الدولي للتسويات في غضون عشر سنوات، ما بين 1999 و 2009 تضاعفت حجم المشتقات المالية بأكثر من 7 مرات و التي يتجاوز الآن حجمها 600000 مليار دولار كما وضعت الأزمة المالية المشتقات المالية وسط اهتمام الجهات الرقابية حيث أن شبه إفلاس *Bear Stearns* في مارس 2008، و إفلاس *Lehman Brothers* في 15 سبتمبر 2008 وإنقاذ مجموعة *AIG* في 16 سبتمبر 2008 سلطة الضوء على الآثار الهامة للأسواق المشتقات بالتراضي *OTC* بشكل عام و أسواق *CDS* بشكل خاص بالنسبة للاستقرار المالي مما يتوجب إصلاحها من خلال :

(1) Briys Eric et Bourguinat Henri , (2009) : Op.Cit, P199-203 .

(2) بن نعمون حمادو ، (2009) : المرجع سبق ذكره ، ص 20.

(3) Briys Eric et Bourguinat Henri , (2009) : Op.Cit, P201 .

1-2 تحويل الصفقات من الأسواق الغير منظمة نحو الأسواق المنظمة:

اتخاذ التدابير الضرورية من أجل تحويل معظم الصفقات من الأسواق الغير منظمة نحو الأسواق المنظمة أما ما يبقى من تعاملات في الأسواق الغير المنظمة، فيجب إخضاعه لرقابة صارمة لتفادي التراكم العشوائي للأخطار، لدى طرف واحد يكون سبب في بروز الخطر النظامي وتبرز أهمية هذا الإجراء في أن الصفقات في الأسواق الغير منظمة متروكة للتفاوض بين المتدخلين وهذا يطرح عدة مشاكل من بينها عدم الشفافية التي تحيط الصفقات والتي تشجع خاصة المؤسسات المالية الكبرى، على المبالغة في تحمل المخاطر وتعريض النظام المالي للانهدار دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك كون الصفقات ثنائية غير معلنة، و مسجلة خارج الميزانية و في المقابل الصفقات في الأسواق المنظمة أكثر أمانا للطرفين إذ يراعى فيها التقيد الصارم بالتنظيمات والقوانين، و الأهم من ذلك أن لهذه الأسواق المنظمة خصوصيته تكمن في وجود غرفة مقاصة تسهر على توازن السوق وتقلل من الأخطار⁽¹⁾.

2-2 تركيز المعاملات في غرفة المقاصة:

اللجوء إلى غرفة المقاصة كحل للتخفيف من مخاطر الطرف المقابل ومنع العدوى و خطر عدم السداد على مستوى أسواق CDS حيث تتدخل غرفة المقاصة CCP كمشتري بالنسبة لكل بائع و كبائع بالنسبة لكل مشتري لتوفير الحماية، و بتالي عزل كل الأطراف عن خطر عدم السداد الذي يخص الأطراف الأخرى حيث تلزم غرفة المقاصة الأعضاء المكلفين بالمقاصة بأن يقدموا لديها ودائع ضمان، وديعة ضمان أولية ووديعة ضمان تسليم موجهة لتغطية الوضعيات المفتوحة التي تكون في حوزتهم في إطار نشاط المقاصة ويجوز لغرفة المقاصة أن تقوم بطلبات هامش كل هذا من شأنه التقليل من الخسائر في حالة التخلف عن السداد وتخفيف مخاطر الطرف المقابل كما أن تسيير الضمانات و نداءات تقديم الهوامش من شأنه تقليل المخاطر التشغيلية في السوق CDS⁽²⁾.

إن اللجوء إلى غرف المقاصة لتسيير مخاطر المشتقات المالية يضم عددا من المزايا الهامة مقارنة بالتعويض الثنائي:

-إدارة المخاطر من قبل غرف المقاصة يتميز بالفعالية المبني على العديد من أدوات متابعة الأخطار ذات التقنية المتطورة جدا، بما في ذلك آليات تقاسم المخاطر في حال فشل محتمل لأحد الأعضاء التي لا تظهر في أدوات إدارة المخاطر المصرفية التقليدية.

⁽¹⁾ بن نعمون حمادو، (2009): المرجع سبق ذكره، ص 17.

⁽²⁾ Rama Cont, (2010): Op.Cit, P45.

- عن طريق التدخل بصفة بائع و مشتري في وقت واحد بين مختلف الأعضاء إن من شأن هذا التدخل التقليل من الترابط الثنائي المتبادل بين المؤسسات المالية الكبرى، مما يساهم إلى حد كبير في الحد من خطر العدوى في النظام المالي.

- للمقاصة المركزية تأثير إيجابي على السيولة في السوق بسبب الطبيعة المتعددة الأطراف لهذه العملية مما يؤدي إلى توفير السيولة لضمان تسوية مختلف المعاملات المالية ، وكذلك مواجهة المخاطر و التكاليف المرتبطة به لأن غرف المقاصة تتدخل في حال فشل المشتري أو البائع لضمان سير و إتمام العمليات المالية عن طريق إحلال الجهة المدينة ، كما تسمح المقاصة المركزية بحل عدد من المشاكل الناتجة عن نقص في المعلومات التي قد تمنع إدارة فعالة للمخاطر و زعزعة استقرار الأسواق المالية (1).

-إن الشفافية قبل وبعد التفاوض يزيد من كفاءة السوق ويقلل من خطر السوق و هو ما هو مطلوب على مستوى أسواق المشتقات المالية و التي تتميز طبيعتها بالضبابية ، و بتالي فان غرفة المقاصة بإمكانها تحسين شفافية الأسعار على مستوى هذه الأسواق كما تسمح بتحديد ما هي الأطراف التي لديها وضعيات خطيرة بالنسبة للنظام المالي كما يمكن للمقاصة المركزية ، نشر هذه المعلومات على أساس يومي حيث أن هذا النوع من المعلومات جد مهم بالنسبة للجهات الرقابية (2) .

- تضمن غرفة المقاصة حسن نهاية المعاملات التي قامت بتسجيلها، كما تعمل على تسيير السداد/التسليم وتضمن التسليم المحتمل للأصول الأساسية و أو السداد النقدي برسم المعاملات المتعلقة بالمشتقات المالية الآجلة التي تقوم بتسجيلها.

-تضمن غرفة المقاصة مراقبة وضعيات الأعضاء المكلفين بالمقاصة ، ويمكنها أن تحد من وضعياتهم وفي أقصى الحالات تعمل على تصفيته كما يجوز لغرفة المقاصة أن تحد من تدخل أحد الأعضاء المكلفين بالتداول في السوق وعند بلوغ حد التأثير *limite d'emprise* أو حد تعرض *limite d'exposition* أحد الأعضاء المكلفين بالمقاصة في السوق الآجلة أو الحد الأقصى للوضعيات في السوق، يجوز لغرفة المقاصة أن ترفض تسجيل كل معاملة يمكن أن يترتب عنها الرفع من الوضعيات المفتوحة لأحد الأعضاء المكلفين بالمقاصة كما يجوز لها أن تقرر الرفع من مبلغ وديعة الضمان لوضعيات عضو مكلف بالمقاصة، ويجوز لها أن توجه إعدارا لعضو مكلف بالمقاصة للتخفيض من وضعياته المفتوحة في أجل تحدده وفي حالة عدم التخفيض من وضعياته

(1) Russo Daniela , (2010) : Op.Cit, P121 .

(2) Wellink Nout, (2010) : Réduire le risque systémique sur les marchés de dérivés de gré à gré (OTC) autorités , Revue de la stabilité financière, N° 14, Banque de France , P153 .

المفتوحة في الأجل المذكور، يجوز لغرفة المقاصة أن تقوم بالتصفية التلقائية لوضعيات العضو المكلف بالمقاصة الذي يتعدى الوضعية المفتوحة المسموح بها.

-تقوم غرفة المقاصة كذلك بمراقبة نشاط الأعضاء المكلفين بالمقاصة ويجوز لها أن تطلب من هؤلاء كل معلومة ضرورية لتنفيذ مهمتها ، وتعمل غرفة المقاصة على تقييد الأعضاء المكلفين بالمقاصة بالقواعد الاحترازية وعندما تعتبر غرفة المقاصة بأن تصرفات أحد الأعضاء، المكلفين بالمقاصة من شأنها أن تهدد سلامة السوق الآجلة للأدوات المالية، يمكنها أن توقف مؤقتا ولوج العضو المعني للسوق و لضمان سير عمل المقاصة المركزية و مواجهة خطر القرض يتم استحداث صندوق ضمان للمقاصة يخصص لتغطية العجز المحتمل للأعضاء المكلفين بالمقاصة ،الذي لا تتم تغطيته بإيداع الضمان وطلبات الهامش ويتم تمويل صندوق الضمان بواسطة مساهمات الأعضاء المكلفين بالمقاصة منذ بداية نشاطهم ويتم تسيير صندوق الضمان من طرف غرفة المقاصة طبقا، للكيفية المحددة في نظامها العام وفي حالة عجز أحد الأعضاء المكلفين بالمقاصة يتم اللجوء في أول الأمر إلى مساهمته في صندوق الضمان وإذا كانت هذه المساهمة غير كافية يتم اللجوء إلى تضامن مجموع المساهمات ،في صندوق الضمان للأعضاء الآخرين المكلفين بالمقاصة وتحدد قواعد احتساب هذه المساهمات وطرق دفعها وتحيينها في النظام العام لغرفة المقاصة (1) .

3-2 إصلاح المشتقات المالية من خلال قانون البنية التحتية للأسواق الأوربية EMIR :

يستجيب هذا القانون للالتزامات التي وضعتها مجموعة العشرين في مؤتمر بيتاسبرغ 2009 لتعزيز شفافية أسواق المشتقات المالية، و تخفيض خطر الطرف المقابل الذي تحدثه أسواق التراضي و بتالي تحقيق الاستقرار المالي ،القانون الأوربي الجديد لإصلاح الأسواق المالية الأوربية يشمل العديد من المحاور نذكر منها إلزامية تعويض المشتقات المالية الموحدة عبر غرفة المقاصة وفقا لمعايير ومقاييس نشرتها AEMF ويفرض هذا التعويض علي الأطراف المقابلة المالية ، (شركات الاستثمار و مؤسسات الائتمان، مؤسسات التأمين وصناديق الاستثمار المشتركة OPCVM) والمؤسسات المماثلة لها مثل المؤسسات الغير المالية الذين يبرمون الصفقات في أسواق المشتقات المالية لأغراض أخرى مثل التحوط من المخاطر، شريطة أن تتجاوز عتبة المليار يورو لمشتقات الائتمان والأسهم ثلاثة مليارات يورو للأصول محل التعاقد مثل معدلات الفائدة والصرف والسلع ،والغرض من هذا الشرط هو الحد من مخاطر الطرف المقابل و بتالي ضمان شفافية الأسواق المشتقة أما بالنسبة للمشتقات الغير موحدة ،وبالتالي الغير قابلة للتعويض يجب اتخاذ تدابير محددة والتي تهدف إلى الحد من المخاطر المرتبطة بالأدوات التي لا يمكن تعويضهم وتلتزم هذه المشتقات أيضا على أن تودع وديعة

(1) Wellink Nout, (2010): Op.Cit, P153

ضمان أكبر مما هو مطلوب للمشتقات الموحدة وسواء كانت هذه المشتقات غير موحدة أو تعويضية أو متفاوض عليها في منصة ، فإنه يجب تسجيل معاملات المشتقات المالية في قاعدة معلومات مركزية خلال 24 ساعة من عملية التداول والهدف من هذا الالتزام هو تعزيز شفافية الأسواق.

4-2 توحيد عقود المشتقات المالية :

يساهم توحيد عقود مشتقات المالية في شفافية و سيولة الأسواق المالية فتوحيد نماذج العقود و عمليات التداول ضروري لتخضع عقود المشتقات لمقاصة مركزية ، تتداول في السوق المنظم و عبر المقصورات الالكترونية و كل المعاملات التي لا تخضع للمقاصة المركزية سوف تخضع لمتطلبات رأس مال أكبر في حين ثم إعفاء عقود المبادلة *swaps* التي تخص تغطية مخاطر المعاملات الخاصة ، بالمؤسسات كما ثم كذلك إعفاء البنوك الأمريكية من ضرورة العبور عبر غرفة مقاصة مركزية فيما يخص المشتقات في أسواق الصرف (1) .

5-2 تسجيل جميع المعاملات في قاعدة معلومات مركزية:

من بين التوصيات مجموعة العشرين في 2009 هي إنشاء سجلات *trade repositories* و التي تهدف أن تلعب دورا رئيسيا في ضمان الشفافية في أسواق المشتقات ،من خلال تسجيل جميع المعاملات وحاليا فان الجهات الرقابية لا يمكنها معرفة دون قيد أو شرط حجم المعاملات في أسواق المشتقات و بتالي هذا الوضع يجب أن يتغير ،من خلال تحديد الأهداف المسندة إلى قاعدة البيانات المركزية من أجل أن تلعب دور الإشراف حيث إذا كانت التقرير الذي تقدمه المؤسسات المالية مفصل بما فيه الكفاية ، فإن المعاملات التي تم تسجيلها في قواعد المعلومات المركزية يتم استخدامها لإغراض الرقابة فيما يخص المخاطر النظامية و الكشف عن التجاوزات و التدخل قبل تفاقم الأوضاع (2).

أما فيما يخص سوق *CDS* يجب إصلاحها لأنها تعبر عن الثقة الضرورية التي يجب توفيرها في النظام المالي الدولي ، وذلك من خلال توحيدها و تسييرها بإتباع معايير دولية و تداولها في أسواق محددة حسب أنواع عقود *CDS* مع إنشاء غرفة مقاصة ، تتولى ضمان السيولة للعقود من خلال اشتراط إيداع ودائع مسبقا لمواجهة أخطار الوضعيات في المراكز و التي تعوض في نهاية اليوم (3) .

(1) Simon Yves , (2014): Les 100 mots des marchés dérivés, édition Presses Universitaires de France, paris , P62.

(2) Jouyet Jean-Pierre , (2010): La finance du XXIe siècle ne peut faire l'économie d'une bonne régulation des marchés dérivés de gré à gré Banque de France , Revue de la stabilité financière, N° 14, Banque de France , P-100-101.

(3) Klein Laure, (2008): Op.Cit, P 303 .

إن أزمة الديون اليونانية توضح أن المضاربة من طرف صناديق التحوط تؤدي إلى زيادة أسعار عقود *CDS* مما يزيد من إدراك المخاطر وزيادة أسعار الفائدة في النهاية ، وبالتالي صعوبة تمويل اليونان من الأسواق و لمواجهة المضاربة يمنع حيازة و تداول عقود *CDS* وبالتالي فإنه من الضروري إجبار مشتري عقود *CDS* على حيازة السندات السيادية للدول محل التعاقد ، لأن في الواقع الحصول على تأمين على أصل الذي لا نمتلكه يطرح مشكل أخلاقي ، الذي يتمثل في الرغبة في تحقق الخطر كما يجب إزالة الضبابية التي تميز هذه الصفقات.

إلزام المصارف ، وصناديق التحوط عن الإفصاح عن حجم عقود *CDS* التي يحزونها إلى السلطات الإشرافية حيث أن مثل هذا الالتزام موجود بالفعل في الولايات المتحدة ، حيث يتعين علي المؤسسات المالية الرئيسية أن تفصح عن مشتقاتها إلى مؤسسة *DTCC* و التي تنشر المبالغ العالمية عن حجم عقود *CDS* علي شبكه الإنترنت.

6-2 البيع على المكشوف :

البيع على المكشوف *Short selling* يتم من خلال بيع المستثمر لأسهم شركة معينة لا يملكها حالياً، على أن يقوم بشرائها مستقبلاً وتتم هذه العملية من خلال اقتراض المستثمر لأسهم شركة ما من شركة الوساطة ثم يبيعها مباشرة في السوق توقعاً منه بانخفاض سعر السهم ، وفي حال صحة توقعه بانخفاض سعر السهم مستقبلاً يمكنه شراء الأسهم مرة أخرى بسعر أقل من سعر بيعه، وإعادة الأسهم للمقرض (تغطية البيع المكشوف) وبذلك يكون حقق ربحاً رأسمالياً من العملية ، أما في حال عكس اتجاه توقع المستثمر وارتفع سعر السهم فإنه سيضطر إذا قرر تغطية مركزه إلى شراء السهم بسعر أعلى لإعادة الأسهم للمقرض وبالتالي يتكبد خسارة.

كما يساعد البيع على المكشوف في رفع كفاءة الأسواق المالية من خلال اكتشاف أفضل الأسعار وتأمين أكبر مقدار من السيولة، كما يساهم في عدم المبالغة في رفع الأسعار فوق قيمتها العادلة أو خلق فقاعات و تحقيق مكاسب رأسمالية في ظل تراجع الأسواق، و الاستفادة من الرافعة المالية لمضاعفة المكاسب ولكن من الضروري الإشارة إلى أن هذه العمليات لا يمكن تحقيقها إلا إذا كان المستثمر قادراً، من العثور على طرف ثالث يوافق على إعطائه قرضاً من الأوراق المالية وبالتالي فإن هذه الممارسة لإقراض الأوراق المالية بطريقة مجهولة تسهل عمليات البيع على المكشوف، ونتيجتها الرئيسية هي اختفاء رأس المال لأن بيع الأوراق المالية لن تظهر في الحسابات وبالتالي تشكل عمليات البيع على المكشوف ممارسات مضاربة محفوفة بالمخاطر و يتم إصلاحها من خلال فرض العديد من القيود في معظم بلدان العالم بل وحظرها عندما تتعلق بالسندات السيادية و المشتقات المالية، و منذ مارس 2012 اعتمد البرلمان الأوروبي إشعار إلزامي بإبلاغ الجهة التنظيمية عن أي

صفقة بيع قصيرة الأجل تتجاوز 0.2% من رأسمال أي شركة مدرجة، والنشر الإلكتروني في السوق عندما يتجاوز 0.5% من رأس المال (1).

للقضاء على خطر عدم السداد المتعلق بها فإن الأشخاص الذين يقومون بعمليات البيع على المكشوف على الأسهم أو السندات السيادية يجب عليهم إما اقتراض الأسهم أو السندات أو التوقيع على اتفاقية إقراض على الأسهم و السندات أو اتحاد تدابير لضمان اقتراض الأسهم أو السندات ، من أجل تسوية عمليات البيع على المكشوف في غضون الفترة المحددة و الهدف من هذا الإجراء هو منع الحالة التي يكون فيها البائع في وضعية مكشوفة ،أي وضع يمكنه من تقديم عدد من الأوراق المالية بكمية غير محدودة و التي تمثل مصدر محتمل للمخاطر النظامية في السوق كما يسمح أيضا من الحد من عمليات البيع على المكشوف لأن البائع سوف يكون مجبر على توفير الأسهم ،أو السندات الذي هو من أجلهم في وضعية قصيرة الأجل وبالتالي يجب عليه التأكد من أن يسلم بفعالية خلال ثلاثة أيام الأسهم أو السندات التي يبيعها ،و إلا سيكون مجبر على تقديم تسوية نقدية في اليوم الرابع مع فرض غرامة يومية لتعويض المشتري عن خسائره في حالة التخلف عن التسليم (2) .

7-2 وقف التداول الآلي للمعاملات العالية المخاطر :

و يتمثل الأمر في أوامر الشراء أو البيع عن طريقة أجهزة إعلام آلي قوية بشكل خاص والتي تتعامل في مبالغ كبيرة جدا و التي تعمل في ميلي ثانية وبطبيعة الحال ، فإن الهوامش منخفضة ولكن حجم المبالغ المستمرة يساعد على تحقيق نتائج عالية جدا ، ومن الملاحظ أيضا أن المعاملات العالية المخاطر لا تهدف في معظم الحالات ، إلى التعاقد على المعاملات وهي في الواقع تهدف لتطوير السوق في اتجاه إيجابي للمضارب، ولذلك فإنها قادرة على الاحتفاظ بالصفقة التي يبدو أنها مثيرة للاهتمام من بين العديد من الصفقات أو في أسوأ الأحوال عدم اختيار أي صفقة مما يجعلها تفتقد إلى أخلاقية العمل حيث تخضع هذه المعاملات إلى الخوارزميات ،أين لا يوجد فيها تدخل من قبل المتعاملين للحكم على طبيعة العمليات وعلى سبيل المثال ما يفسره *flash crash* في 6 ماي 2010 في وول ستريت حيث قام المتعاملين ببيع كل مواقعهم عندما انهار السوق في دقائق، وخسر مؤشر داو جونز ما يقرب 1000 نقطة ولكن على الرغم من قطع التعامل بأجهزة الإعلام الآلي التي وضعتها السلطات التنظيمية الأمريكية ، في حالة انهيار الأسواق لوقف التداول و إعادة تثبيت الأسعار حدثت العديد من الانهيارات مثل مما يبدو الحاجة الملحة لمعالجة المخاطر النظامية التي تولدها المعاملات العالية المخاطر *High Frequency traders* في الأسواق لذا قرر المنظم لشركات الأوراق

(1) Quême Philippe et Lebègue Daniel, (2014): Op.Cit, P 150-151 .

(2) Mancel Jean-François, (2010): Op.Cit, P221.

المالية الأمريكية *FINRA* ، فرض عقوبات على أعضائه الذين يفتحون المجال أمام تجارة المخاطر العالية السرعة في الأسواق دون أن تكون لديهم نظم كافية لأداره المخاطر⁽¹⁾ و كذلك فرض ضرائب على هذا النشاط المضاربي فمن السهل جعله غير مربح وبالتالي توقفه طالما أن التداولات العالية المخاطر ، لا تحقق أرباح إلا من هوامش صغيرة فان ضرائب ضعيفة كافية لإلغاء تحقيق أي هامش ربح وبالتالي حرمان الفائدة من عمليات التداول الآلي ، في الأسواق المالية التي تتأثر مباشرة بالزيادة في تكاليف المعاملات الناجمة عن الضريبة الجديدة⁽²⁾ .

المبحث الثاني: نحو نظام مصرفي أكثر صلابة

المطلب الأول: اتفاقية بازل III

1- مفهوم اتفاقية بازل III :

تطمح اتفاقية بازل الثالثة الجديدة التي طورتها لجنة بازل للرقابة المصرفية إلى تعزيز صلابة الأنظمة المصرفية من خلال معالجة العديد من العيوب التي كشفت الأزمة المالية العالمية النقاب عنها، حيث تطرح معايير جديدة لرأس المال والمديونية والسيولة لتقوية قدرة القطاع المصرفي في التعامل مع الضغوط الاقتصادية والمالية ومواجهة الأزمات وتحسين إدارة المخاطر وزيادة الشفافية، وستكون مساهمتها كبيرة في الاستقرار المالي والنمو على المدى الطويل.

و على هذا الأساس ماذا كان ينبغي أن يكون الحد الأدنى لرأس المال لاستيعاب الخسائر في عام 2008؟ حيث تشير بعض الأبحاث إلى أن متوسط الخسائر للمصارف خلال الأزمة كان 5% من أصولها المرجحة ووفقا لتقرير *Finance Watch 2012* تشير دراسات أخرى إلى أن وجود 10 % من رأس المال سيعزز من قدرتها على استيعاب الخسائر في حين أن الأزمة الأخيرة بمعدل 16% كان قادر على استيعاب معظم الخسائر لكل بنك في حين أن معدل 24 % كان قادر على استيعاب جميع الخسائر الناجمة عن الأزمات المصرفية منذ عام 1988⁽³⁾ .

⁽¹⁾ Quême Philippe et Lebègue Daniel, (2014): Op.Cit, P 154 .

⁽²⁾ Keller Fabienne, (2012): le projet de taxe sur les transactions financières, rapport d'information, sénat, N° 259, P33.

⁽³⁾ Catherine Karyotis, (2013): Op.Cit, P95.

2- الإصلاحات الواردة في اتفاقية بازل III :

1-2 تحسين جودة و متانة وشفافية قاعدة رأس المال:

تهدف مقترحات اتفاقية بازل 3 إلى زيادة جودة وتجانس وشفافية رأس مال للمصارف بمجرد تنفيذها بحلول نهاية عام 2019 من أجل استعادة ثقة السوق، حيث أن خلال الأزمة كانت بعض الأدوات الهجينة التي أدرجت في تعريف رأس المال غير كافية لاستيعاب الخسائر، وبالإضافة إلى ذلك فإن تنوع وتعقيد رأس المال لم يجعل من الممكن تقييم الملاءة الحقيقية للبنوك من قبل المشرفين والأسواق.

ولذلك فإن إعادة النظر في النسب الاحترازية أمر ضروري هذه النسب التي لا تتكيف مع الأزمات النظامية وتؤدي بالقطاع المالي نحو دوامة انخفاض قيمة الأصول ، لأنها إلزامي بالنسبة للمصارف وبالتالي تضر إلى حد كبير بالقطاع الحقيقي الاقتصادي، وبالتالي فإن متطلبات رأس المال الجديدة تأخذ في الاعتبار هذه المشكلة.

إن تحسين نوعية وبنية وشفافية قاعدة رأس مال البنوك، تجعل مفهوم رأس المال الأساسي *Tier One* مقتصرًا على رأس المال المكتتب به والأرباح غير الموزعة من جهة ،مضافا إليها أدوات رأس المال غير المشروطة بعوائد وغير المقيدة بتاريخ استحقاق، أي الأدوات القادرة على استيعاب الخسائر فور حدوثها أما رأس المال المساند *Two Tier* فقد يقتصر بدوره على أدوات رأس المال المقيدة لخمس سنوات على الأقل والقابلة لتحمل الخسائر ،قبل الودائع أو قبل أية مطلوبات للغير على المصرف وأسقطت بازل 3 كل ما عدا ذلك من مكونات رأس المال التي كانت مقبولة عملا بالاتفاقيات السابقة.

إلزام البنوك بالاحتفاظ بقدر من رأس المال الممتاز يعرف باسم رأس مال أساسي وهو من المستوى الأول ويتألف من رأس المال المدفوع والأرباح المحتفظ بها ويعادل 4.5 % على الأقل من أصولها التي تكتنفها المخاطر ، بزيادة عن النسبة الحالية والمقدرة ب 2 % وفق اتفاقية بازل 2 ورفع معدل المستوى الأول من رأس المال الإجمالي الحالي من 4 % إلى 6 % وعدم احتساب الشريحة الثالثة في معدل كفاية رأس المال وتكوين احتياطي جديد منفصل يتألف من أسهم عادية ويعادل 2.5 % من الأصول، أي أن البنوك يجب أن تزيد كمية رأس المال الممتاز الذي تحتفظ به لمواجهة الصدمات المستقبلية إلى ثالث أضعاف ليبلغ نسبة 7 % وفي حالة انخفاض نسبة الأموال الاحتياطية ،عن 7 % يمكن للسلطات أن تفرض قيودا على توزيع البنوك للأرباح على المساهمين أو منح المكافآت المالية لموظفيهم⁽¹⁾.

(1) اضاءات مالية و مصرفية ،اتفاقية بازل الثالثة ،مقال متاح على الموقع الإلكتروني:

http://www.kibs.edu.kw/upload/EDAAT_Dec_2012_Basel_III_404.pdf ، ص 3، تاريخ الإطلاع: 2017/06/23، 15h30.

و تتمثل النقطة المحورية للإصلاح في الزيادة في نسبة كفاية رأس المال حيث أن الحد الأدنى من هذه النسبة للبنوك ارتفعت من 8% إلى 10.5% كما أن هذه النسبة يكملها هامش الحماية المضادة للتقلبات الدورية⁽¹⁾.

2-2 هامش الحماية من التقلبات الدورية *Coussin contracyclique* :

بموجب الاتفاقية الجديدة ستحتفظ البنوك بنوع من الاحتياطي لمواجهة الآثار السلبية المترتبة على حركة الدورة الاقتصادية بنسبة تتراوح بين 0 و 2.5% من رأس المال الأساسي أي حقوق المساهمين مع توافر حد أدنى من مصادر التمويل المستقرة، لدى البنوك وذلك لضمان عدم تأثرها بأداء دورها في منح الائتمان والاستثمار جنباً إلى جنب، مع توافر نسب محددة من السيولة لضمان قدرة البنوك على الوفاء بالتزاماتها تجاه العملاء⁽²⁾. ويستند هذا المقترح على فكرة أن الائتمان هو دوري ويتعرض للفقاعات ولذلك يجب على المصارف تجميع رأس مال إضافي خاصة خلال فترات الرخاء ، والتي من شأنها أن تساعد على إبطاء نمو الائتمان خلال فترات التوسع، وتعزيز قوة البنوك خلال فترة الركود⁽³⁾.

الجدول رقم (11): متطلبات رأس المال ورأس مال التحوط وفق مقررات بازل III

إجمالي رأس المال	رأس المال الشريحة الأولى	حقوق المساهمين-الشريحة 1-	
8%	6%	4.5%	الحد الأدنى
2.5%			رأس المال التحوط
0%-2.5%			حدود رأس المال التحوط للتقلبات الدورية
10.5%	8.5%	7%	الحد الأدنى + رأس المال التحوط-بازل 3-
8%	4%	2%	بازل 2

المصدر: مفتاح صالح و رحال فاطمة ، (2013) : تأثير مقررات لجنة بازل III على النظام المصرفي الإسلامي المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي النمو والعدالة والاستقرار من منظور إسلامي ، المنعقد يومي 09-10 سبتمبر ، اسطنبول، تركيا ، ص 11.

3-2 تعزيز تغطية المخاطر:

لمواجهة الأزمة ركزت السلطات التنظيمية على نقاط الضعف في النظام والمتمثلة في أنشطة التوريق والأسواق حيث خلال الأزمة احتفظت البنوك ، بمجموعة كبيرة من المنتجات المعقدة وغير السائلة في محافظها دون أن تتوفر على رأس مال كاف لمواجهة المخاطر، التي تتطوي عليها كما كشفت الأزمة أيضاً أن بعض مخاطر الائتمان التي تعتبر متوسطة الخطر يمكن أن تتصاعد فجاء خلال فترة التوتر وهذا هو الحال بالنسبة لبعض

⁽¹⁾Hache Frédéric, Bâle 3 en 5 questions, (2012): des clefs pour comprendre la réforme, Disponible sur le site, http://pechesbancaires.eu/pdf/Finance_Watch_Bale_3_en_5_question.pdf, P3, Consulté le: 30/05/2016, 14:43h.

⁽²⁾ اضاءات مالية و مصرفية ، المرجع سبق ذكره، ص 3 .

⁽³⁾Hache Frédéric, (2012): Op.Cit, P4 .

السندات السيادية التي تم تصنيفها بشكل جيد ،من قبل وكالات التصنيف أو شرائح AAA لبعض المنتجات المهيكلية أو المشتقات المبرمة مع أطراف مالية تعتبر ذات نوعية جيدة و لمواجهة هذه المخاطر تشدد مقترحات لجنة بازل ،على تغطية مخاطر الجهات المقترضة المقابلة والناشئة عن العمليات في المشتقات وتمويل سندات الدين من خلال فرض متطلبات رأس مال إضافية للمخاطر المذكورة، وكذلك لتغطية الخسائر الناتجة عن إعادة تقييم الأصول المالية على ضوء تقلبات أسعارها في السوق ⁽¹⁾ .

ومن أجل تصحيح هذه الإختلالات أدخلت لجنة بازل العديد من الإصلاحات لتعزيز متطلبات رأس المال لمحفظه عمليات التداول والتعرض لمخاطر المشتقات الأكثر تعقيدا و التي تعد مصدرا رئيسيا لخسائر العديد من البنوك العالمية من بينها:

-التوريق من خلال رفع متطلبات رأس المال لعمليات التوريق المعقدة ومطالبة البنوك بتحليل الجودة الائتمانية للقروض بشكل أكثر دقة ،و تحليل وضعيتها بالنسبة لعمليات التوريق المصنفة من وكالات التصنيف .

- محفظة التداول من خلال الزيادة في رأس المال فيما يتعلق بأنشطة السوق و التداول والمشتقات وكذلك منتجات التوريق المعقدة في محفظة التداول ،و خلق هامش حماية على القيمة المعرضة للخطر في أوقات الأزمات، للمساعدة في التخفيف من تقلبات الدورة الاقتصادية ، كذلك اشتراط متطلبات رأس المال إضافي فيما يتعلق بالمخاطر المقدرة للتخلف عن السداد و التغير السريع في تصنيف المشتقات المالية مع الأخذ بعين الاعتبار أيضا السيولة.

-مخاطر الطرف المقابل من خلال تعزيز كبير لمعالجه مخاطر الطرف المقابل مع قياس أكثر صرامة لوضعيات البنوك ، و تحفيز البنوك لاستخدام نسبة كفاية رأس المال لاستخدام غرف المقاصة بالنسبة لمعاملات المشتقات المالية بالإضافة إلى ترجيح الوضعيات في محفظة التداول فيما بين المؤسسات المالية.

- التعرض اتجاه غرف المقاصة من خلال تخصيص وزن بنسبة 2% في التعرض اتجاه غرف المقاصة مع حساب وفقا للمخاطر من خلال تقدير بسيط وموحد، لمتطلبات رأس المال للتعرض بالنسبة لصناديق ضمان المشتقات المالية في غرف المقاصة ⁽²⁾ .

4-2 نسبة الرفع المالي:

تدخل لجنة بازل في المحور الثالث نسبة جديدة وهي نسبة الرفع المالي التي تهدف لوضع حد أقصى لتزايد نسبة الديون في النظام المصرفي وهي نسبة بسيطة ، كما أن المخاطر التي لا تستند إلى نسبة الرفع المالي

⁽¹⁾ اضاءات مالية و مصرفية ، المرجع سبق ذكره، ص 3 .

⁽²⁾ Karyotis Catherine , (2015): L'essentiel de la banque 2015-2016 , édition Lextenso, lesMoufinaux , P 69 .

تستكمل متطلبات رأس المال على أساس المخاطر، وهي تقدم ضمانات إضافية في وجه نماذج المخاطر ومعايير الخطأ وتعمل كمعيار إضافي موثوق لمتطلبات المخاطر الأساسية (1).

كما تنص اتفاقية بازل 3 على إدخال حد أقصى للرفع المالي من خلال تحديد المبلغ الإجمالي للأصول التي يمكن للبنك أن يملكها مقارنة مع أمواله الخاصة، حيث أن هذا السقف لا يأخذ في الاعتبار معاملات ترجيح المخاطر و بالتالي هو أبسط للفهم وأكثر صعوبة في التلاعب.

من الناحية التقنية سيتم احتساب نسبة الرافعة المالية بقسمة رأس مال أساسي المكون أساسا من الأسهم على إجمالي الأصول بما في ذلك ما يسمى بالأصول خارج الميزانية، ومن المتوقع أن تبلغ هذه النسبة 3 % مما يعني أن لكل يورو من رأس المال، يمكن للبنك إقراض ما يصل إلى 33.3 يورو وبالإضافة إلى ذلك لا يزال سقف نسبة الرافعة المالية المقترح منخفضا للغاية لأن العديد من صناديق التحوط تعتبر ذات مخاطر عالية مع نسبة رافعة مالية من 10 مرات إلى 15 مرات في حين أن الاقتراح الحالي سيسمح للبنوك بالعمل برافعة أعلى بكثير من 33 مرة، في حين تقترح *Finance Watch* نسبة رافعة مالية أكثر صرامة.

5-2 اعتماد مقاييس جديدة بخصوص السيولة:

تشمل الأعمال المصرفية التقليدية ما يسمى التحويل حيث أن البنوك تقترض الأموال في المدى القصير باستخدام الأدوات السائلة لشراء الأصول طويلة الأجل غير السائلة، و بالتالي فإن البنوك تصبح معرضة لخطر صعوبة تجديد قروضها على المدى القصير، مع إلزامية تسديد هذه القروض قبل أن تتمكن من استرداد أموالهم أي الاستثمارات طويلة الأجل وهذا ما يسمى بمخاطر السيولة و في السنوات التي سبقت الأزمة، دفعت بعض البنوك إلى أقصى الحدود فيما يخص أحيانا الاقتراض لأسبوع لشراء أصول غير سائلة على المدى الطويل، و بالتالي ارتفاع المخاطر المحيطة بها ونتيجة لذلك، واجهت عدة بنوك أزمة سيولة في عام 2008 وما بعدها ومن أجل معالجة هذا الخطر، قامت لجنة بازل بتطوير معاييرين للإشراف على السيولة التي تتطلب من البنوك الاحتفاظ باحتياطي ادني من السيولة وهما :

- نسبة تغطية السيولة القصيرة الأجل *LCR* : والتي تهدف إلى ضمان حصول البنوك على أصول سائلة كافية ذات جودة عالية لتغطية التدفق النقدي، وتمكنها من الصمود خلال الـ 30 يوما خلال أوقات حدوث الأزمات .
- نسبة صافي مصادر التمويل المستقرة *NSFR* : و التي تهدف إلى ضمان أن البنوك لديها التمويل الكافي على مدى 12 شهر المقبلة لتغطية حاجيات التمويل خلال نفس الفترة (2) .

(1) اضاءات مالية و مصرفية، المرجع سبق ذكره، ص 3 .

(2) Hache Frédéric, (2012): Op.Cit, P5 .

3- مراحل تنفيذ مقررات بازل III :

لكي تستطيع البنوك مواكبة هذه الزيادة الكبيرة، فعليها إما رفع رؤوس أموالها (عبر طرح أسهم جديدة أو إيجاد مصادر أخرى للتمويل)، أو التقليل من حجم قروضها وفي الحالتين، فإن الأمر يحتاج لبعض الوقت، لذا فقد منحت اتفاقية بازل الجديدة المصارف حتى عام 2019 فرصة لتطبيق هذه القواعد كلية ، على أن يبدأ التطبيق تدريجيا مع بداية عام 2013 ، وبحلول عام 2015 يجب على البنوك أن تكون قد رفعت أموال الاحتياط إلى نسبة 4.5 %، وهو ما يعرف باسم *core tier - one capital ratio* ، ثم ترفعها بنسبة إضافية تبلغ 2.5 % بحلول عام 2019، وهو ما يعرف باسم *counter - cyclical* كما أن بعض الدول مارست ضغوطا من أجل إقرار نسبة حماية إضافية بمعدل 2.5 %، ليصل الإجمالي إلى 9.5 % بحيث يفرض هذا المطلب في أوقات الرخاء، غير أن مجموعة بازل أخفقت في الاتفاق على هذا الإجراء وتركت أمره للدول الفردية والجدول رقم (12) يوضحان بالتفصيل مراحل تنفيذ مقررات بازل 3 (1) .

(1) مفتاح صالح و رحال فاطمة ، (2013) : المرجع سبق ذكره ،ص 13.

الجدول (12) : مراحل التحول إلى نظام بازل III

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
رأس المال	نسبة الرافعة المالية		فترة التقييم الموازي من 2017-01-01/ 2013-01-01 النشر ابتداء من 2015-01-01				دمجها في الدعامة الأولى	
	الحد الأدنى لنسبة مساهمة حقوق رأس المال و الأسهم العادية	3,5 %	4,0 %	4,5 %				4,5 %
	هامش حماية رأس المال				0,625 %	1,25 %	1,875 %	2,5 %
	الحد الأدنى لنسبة مساهمة حقوق رأس المال + هامش حماية رأس المال	3,5 %	4,0 %	4,5 %	5,125 %	5,75 %	6,375 %	7,0 %
	الافتقاعات التدريجية من الحد الأدنى لنسبة مساهمة حقوق رأس المال و الأسهم العادية		20 %	40 %	60 %	80 %	100 %	100 %
	الحد الأدنى لـ رأس مال الفئة الأولى	4,5 %	5,5 %	6,0 %				6,0 %
	الحد الأدنى من إجمالي رأس المال		8,0 %					8,0 %
	الحد الأدنى لإجمالي رأس المال + رأس مال التحوط		8,0 %		8,625 %	9,25 %	9,875 %	10,5 %
	أدوات حقوق الملكية الغير مصنفة من الفئة الأولى و لا الفئة الثانية		الإلغاء التدريجي في أفق 10 أعوام ابتداء من سنة 2013					
السيولة	نسبة السيولة قصيرة الأجل (LCR)			60 %	70 %	80 %	90 %	100 %
	نسبة السيولة طويلة الأجل (NSFR)						إدخال نسبة الحد الأدنى	

Source: Banque des Règlements Internationaux, Bâle III Calendrier de mise en œuvre progressive , Disponible sur le site,

www.bis.org/bcbs/basel3/basel3_phase_in_arrangements_fr.pdf, Consulté le: 23/08/2017, 20:55 h.

4- تأثير مقررات لجنة بازل III على النظام المصرفي:

سننظر في هذا العنصر إلى أهم تأثيرات مقررات بازل 3 على النظام المصرفي ، والتي نلخصها في النقاط التالية:

-عدم القدرة على توفير كامل الخدمات أو المنتجات (تجارة، التوريد) وذلك بسبب زيادة التكلفة والقيود التي يمكن أن تكون أمام عملية التوريد.

-انخفاض خطر حدوث أزمات مصرفية من خلال تعزيز رأس المال و الاحتياطات السائلة جنبا إلى جنب مع التركيز على تعزيز معايير إدارة المخاطر يؤدي إلى خفض خطر فشل البنك، وتحقيق الاستقرار المالي على المدى الطويل.

-إن مقررات بازل 3 ستجعل السيطرة على البنوك العالمية أقوى من ذي قبل بما يضمن للبنوك القدرة والملاءة المالية التي من خلالها تستطيع التصدي للأزمات المالية الطارئة حتى لا يتكرر ما حدث لبنوك عالمية كبنك ليمان بررنرز في الأزمة المالية الأخيرة ، ضف إلى ذلك أن الميزة الأساسية في بازل 3 تكمن في أن النموذج المالي الرياضي لاحتساب أخطار الأصول، صار أكثر صرامة ودقة في عملية تقييم الأصول الخطرة.

-انخفاض إقبال المستثمرين على الأسهم المصرفية نظرا إلى أن أرباح الأسهم من المرجح أن تنخفض للسماح للبنوك بإعادة بناء قواعد رأس المال ، وبصفة عامة سينخفض العائد على حقوق المساهمين وكذلك ربحية المؤسسات بشكل كبير .

-التعارض في تطبيق مقررات لجنة بازل 3 يؤدي إلى التحكيم الدولي لأن الاختلاف في تطبيق معايير لجنة بازل 3 كما حدث في بازل 1 و بازل 2 سيؤدي إلى تواصل تعطيل الاستقرار الشامل للنظام المالي.

-الزيادة من احتياطات البنوك ورفع من رأسمالها ، وتحسين من نوعيته.

-التغير في الطلب على التمويل من تمويل قصير الأجل إلى تمويل طويل الأجل فإدخال نسبتي في الوفاء بمتطلبات السيولة القصيرة والطويلة الأجل تدفع الشركات بعيدا عن مصادر التمويل قصيرة الأجل وأكثر نحو ترتيبات التمويل على المدى الطويل، وهذا يؤثر بدوره في هوامش الربح التي يمكن تحقيقها.

-انخفاض القدرة على الإقراض حيث أن القيود والشروط التي تتعلق بزيادة حجم الاحتياطات النظامية لدى البنوك فيها تقييدا للبنوك في الإقراض ما يعمق من أزمة السيولة الحالية، وبالتالي يرفع التكلفة على البنوك في تحصيل سيولة قصيرة الأجل ووفيرة وهو ما سينعكس لاحقا على رفع تكلفة الخدمات المصرفية المقدمة للشركات والأفراد نظرا لارتفاع الكلفة التشغيلية للمصارف.

قد تتسبب معايير بازل 3 في تفاقم الأزمة لدى المؤسسات المالية الكبرى بما يؤدي ببعضها إلى الانهيار بينما تكافح الحكومات ،من أجل إنقاذ المؤسسات المالية من الأزمة المالية، وهذا حسب عن تقرير صادر عن صندوق النقد الدولي ، والذي حذر من أن معايير بازل 3 سوف ترفع من الدافعية لدى الكثير من المؤسسات المالية من أجل التحايل على أطر العمل الطبيعية المعمول بها في الأنظمة المصرفية، و أن إلزام البنوك برفع رؤوس أموالها قد يضع النمو في وضع حرج.

- معايير بازل 3 ستحد من قدرة المصارف على تمويل المشاريع التنموية وهذا بعد فرضها قيود على السيولة النقدية والتي ستؤدي إلى حدوث نوع من التشدد الائتماني ، وعدم قدرة المصارف على تمويل المشاريع التنموية الضخمة التي تقودها الحكومة، إلى جانب أن تطبيق هذه المعايير سيؤدي إلى زيادة تكلفة القروض الممنوحة لأي قطاعات أو أنشطة اقتصادية.

- أن لهذه المعايير الجديدة انعكاساتها على النمو ، حيث تشير تقديرات منظمة التعاون والتنمية أن تنفيذ اتفاقية بازل 3 سيؤدي إلى انخفاض نمو الناتج المحلي الإجمالي السنوي بمقدار 1.05 إلى 1.15 % تقريبا (1) .

المطلب الثاني: الرقابة و الإشراف على النظام المصرفي الموازي *shadow banking*

1- مفهوم النظام المصرفي الموازي:

تمارس بعض المؤسسات المالية أنشطة ترتبط عموما بالأعمال المصرفية و لكنها لا تخضع للقواعد التنظيمية للبنوك، و هو ما يطلق عليه النظام المصرفي الموازي ، حيث أن أول من استعمل عبارة بنوك الظل هو الاقتصادي بول مكالي في كلمة ألقاها سنة 2007 في المنتدى المالي السنوي ، و قد عرف صندوق النقد الدولي في 2014 بنوك الظل مجموعة من الوسطاء الماليين غير المصرفيين الذين يقدمون خدمات مماثلة للمصارف التجارية التقليدية ، و بالخصوص عمليات التمويل و منح القروض التي تقوم بها هذه المؤسسات خارج إطار النظام المصرفي التقليدي حيث تتداخل أعمال النظام المصرفي الموازي مع أعمال القطاع المالي والمصرفي النظامي تداخلا كبيرا، وهى مؤسسات بعيدة عن رقابة البنوك المركزية ويصعب كثيرا من التأكد والتحقق من مدى توافق أعمالها ، مع القواعد الرقابية النظامية المنظمة للأعمال المصرفية (2) . و تتسم بنوك الظل بالخصائص التالية (3):

✓ نقص الإفصاح و المعلومات عن قيمة أصولها إلى الهيئات التنظيمية الحكومية، مما يؤدي إلى صعوبة تقدير حجم نظام الظل المصرفي .

(1) مفتاح صالح و رحال فاطمة ، (2013) : المرجع سبق ذكره ، ص 14-16.

(2) Pluchart Jean-Jacques et Mellios Constantin, (2015): Le shadow banking, édition Eyrolles, Paris, P 130.

(3) لوار كودريس، (2013) : ما هو نظام الظل المصرفي؟، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 50 ، العدد 2 ، صندوق النقد الدولي، ص 43.

- ✓ انعدام الشفافية فيما يتعلق بالحوكمة و هياكل الملكية بين البنوك و بنوك الظل.
- ✓ عدم خضوعها إلا في حدود ضيقة لإشراف الجهات التنظيمية أو الرقابية من النوع المرتبط بالبنوك التقليدية.

- ✓ افتقارها بصورة شبه تامة إلى رأس المال لاستيعاب الخسائر أو النقد اللازم للتعويض.
- ✓ انعدام القدرة على الحصول على دعم رسمي لتوفير السيولة بما يساعد على الحيلولة دون البيع الإجباري للأصول بثمن بخس.

ويتسم نظام الظل المصرفي بالتعقيد، لأنه يشمل خليطاً من المؤسسات والأدوات و تمثل صناديق الاستثمار 29% من الإجمالي، في حين تمثل أدوات الاستثمار المهيكله نحو 9 % و يتمثل الاختلاف بين البنوك النظامية و بنوك الظل في أن البنوك النظامية مصرح لها بقبول الودائع ،و تخضع لرقابة سلطة نقدية مركزية أما بنوك الظل فغير مصرح لها بقبول الودائع و تقبل الأموال لاستثمارها لحساب الغير . و لقد انتشرت معاملات بنوك الظل انتشارا كبيرا نتيجة عمليات التحرير التي ترتب عليها أن أصبح النشاط المصرفي التقليدي غير مربح وكذلك ما صاحب الأزمة المالية من تشديد الرقابة على البنوك التجارية وقواعد العمل بها من خلال اتفاقية بازل 3، وهو ما أدى إلى تراجع معدلات الأداء للبنوك التقليدية، الأمر الذي دفع إلى هروب الأموال من البنوك التقليدية إلى بنوك الظل سعياً وراء أعلى الأرباح ولتجنب القواعد الصارمة للنظم الرقابية على البنوك التقليدية⁽¹⁾.

ونتيجة لعدم خضوع بنوك الظل لأي آليات رقابية نظامية ، توسعت و توغلت في النظام المالي العالمي حتى باتت تشكل عبئاً ثقيلاً على كل من البنوك النظامية و الاقتصاد العيني أو الحقيقي ، حيث بلغ حجم عمليات بنوك الظل على مستوى العالم في عام 2014 حوالي 80 تريليون دولار منها 25 تريليون دولار في الولايات المتحدة و 13 تريليون دولار في منطقة اليورو و 6 تريليون دولار في اليابان، و 7 تريليون دولار في الأسواق الناشئة وهذا الرقم يفوق الناتج المحلي الإجمالي للعالم و ذلك طبقاً للتقديرات المنشورة عن مجلس الاستقرار المالي المؤسسة الدولية المعنية بمراقبة النظام المالي العالمي⁽²⁾ .

(1) محمد إبراهيم السقا ،بنوك الظل ، مقال متاح على الموقع الالكتروني :

<http://www.alarabiya.net/views/2012/06/08/219305.html> ، تاريخ الإطلاع: 2017/06/23 ، 15h30 .

(2) أحمد الألفي ، النظام المصرفي الموازي وبنوك الظل، مقال متاح على الموقع الالكتروني : <http://www.cashnewseg.com> ، تاريخ الإطلاع: 2017/06/23 ، 15h30 .

2-مراقبة نظام الظل المصرفي:

أن الوساطة الائتمانية من خلال قنوات غير مصرفية يمكن أن يكون لها مزايا مهمة، وتساهم في تمويل الاقتصاد الحقيقي في فترات النمو الاقتصادي المرتفع للغاية، إذ غالبا ما يعجز النظام المصرفي التقليدي عن القيام بتوفير السيولة والمتطلبات المالية للأسواق بمفرده، ولكن بنوك الظل تصبح مصدرا للخطر الدائم عندما تتحول البديل للنظام المصرفي أو منافسا له ومع ذلك ، فان الجهات الإشرافية لديها الحق في مراقبة نشاط بنوك الظل لأنه من خلال الإبداع المالي، آلة عملاقة لإعادة توزيع المخاطر المالية الفردية بين المتعاملين عن طريق التوريق وغيرها من الإجراءات ،حيث تتميز بنوك الظل بأنها الوعاء المفضل لتركز الأخطار و بتالي فان الخطر الأول المرتبط ب النظام المصرفي الموازي و الذي يمثل خاصيته الأساسية هو الخطر بالإضافة إلى الضبابية وعدم شفافية المعلومات مع عدم إمكانية تتبع المخاطر، و ابعد من هذا الجانب تعتبر بنوك الظل النقيب الأسود في المالية الدولية حيث نجد في النظام المصرفي الموازي نفس أنواع المخاطر مثل تلك الموجودة في البنوك: مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة و مخاطر تحويل آجال الاستحقاق والتي تتعلق أيضا بمخاطر السيولة ، وجميع أنواع المخاطر التشغيلية والفرق ، عندما تكون هذه الأخطار موجودة في النظام المصرفي الموازي ، بدرجة أكبر من تواجدها في النظام المصرفي النظامي و بتالي يصبح خوف الجهات الإشرافية مزدوج حيث أن تراكم المخاطر في هذا القطاع غير المنظم مع متعاملين نظاميين مثل البنوك ذات الخطر النظامي التي أقرها مجلس الاستقرار المالي مثل بعض صناديق التحوط ذات الحجم النظامي والمترابطة مع بقية القطاع المالي تولد مشاكل نظامي حيث أن هذه التحديات النظامية الناشئة عن النظام المصرفي الموازي سيكون لها انعكاسات سريعة جدا على القطاع المالي ككل نتيجة الصلة القوية بين النظام المصرفي الموازي وبقية النظام⁽¹⁾ ولذلك أصبحت عملية تنظيم أعمال هذا القطاع والرقابة عليه أمرا حتميا حتى يمكن رفع درجة استقرار القطاع المالي وتجنب تعرضه لهزات من مصادر غير خاضعة لرقابة الأجهزة المعنية،وذلك من خلال المعالجة المباشرة لأسباب توسع النظام المصرفي الموازي حيث من الصعب أن نرى البنوك المركزية الرفع من أسعار الفائدة من أجل الحد من البحث عن تحقيق العوائد ،وعواقبها لتوسيع نشاط بنوك الظل و كذلك من غير المعقول تخفيض الرقابة المالية على الأنشطة المصرفية ،في ضوء الأزمة العالمية على اعتبار أن فعالية التنظيم و الرقابة المالية من شأنها توسيع النظام المصرفي الموازي من خلال الالتفاف حول الأنظمة الاحترازية .

توسيع نطاق تدخل البنك المركزي، بوصفه مقرض الملاذ الأخير لنظام المصرفي الموازي غير أن هذا الخيار يطرح ظهور مشكلة الخطر الأخلاقي ،مما يؤدي إلى تركيز المزيد من المخاطر في النظام المصرفي الموازي

⁽¹⁾ Pluchart Jean-Jacques et Mellios Constantin, (2015): Op. Cit , P 136.

إذا كان يعلم أن البنك المركزي سوف يتدخل ك مقرض الملاذ الأخير لانقاده في ظروف مماثلة لحالة البنوك التقليدية ،غير أن إدارة المخاطر النظامية تلزم بتوسيع نطاق تدخل البنوك المركزية لمراقبة نشاط بنوك الظل و كمثال على ذلك حالة صندوق التحوط *LTCM* متعامل أساسي في النظام المصرفي الموازي حيث أنه في خريف 1998 تدخل الاحتياطي الفدرالي الأمريكي لإنقاذ *LTCM* من الإفلاس دون أن تساهم بدولار واحد بطريقة ذكية،حيث قام *Greenspan* بجمع البنوك الرئيسية المقرضة لصندوق التحوط *LTCM* وأوضح لهم أن لديهم كل مصلحة في الحفاظ على تمويل *LTCM* مدينهم عن طريق تجديد خطوط ائتمان لصالحه ولذلك ، فقد أدى هذا الصندوق التحوطي الذي يعتبر نظامي إلى تدخل إقناع أخلاقي من طرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي دون ضخ السيولة منه ،و الدرس الذي يمكن استخلاصه هو أن النظام المصرفي الموازي هو في مجال مراقبة البنوك المركزية حتى لو كان يدعو إلى علاجات التي قد تختلف عن تلك المطبقة على البنوك .

اتحاد خطوة إضافية ذات طبيعة وقائية من خلال تنظيم لبعض أو جميع مكونات النظام المصرفي الموازي من خلال التأثير على البنوك كطرف من أطراف النظام المصرفي الموازي عن طريق تطبيق قانون *Frank Dodd* 2010 الذي يتضمن تدابير تهدف إلى الحد من المخاطر التي تتعرض لها البنوك التجارية وعلى وجه الخصوص ،علاقتها مع النظام المصرفي الموازي من بينها منع عمليات التداول على الحساب الخاص و تحديد مشاركة محدودة في صناديق المضاربة بـ 3 % و الحد من إنشاء فروع للتعامل في أسواق المشتقات المالية (1) .

يجب أن تقوم السلطات الرقابية بتجميع المعلومات اللازمة لتقييم نطاق ومدى المخاطر التي تفرضها صيرفة الظل عندما يتم تصنيف مؤسسة ما على أنها ،تشكل أيا من مخاطر صيرفة الظل بفعل واحدة أو أكثر من الأنشطة الاقتصادية التي تضطلع بها، فإن المعلومات يجب أن تجمع لتكون حاضرة لتمكين السلطات الرقابية من تحديد درجة وحجم الفجوة بين استحقاقات الأصول والخصوم ودرجة استعمال الرافعة المالية ،وعلى السلطات الرقابية أن توفر الأنظمة والإجراءات والموارد اللازمة لجمع وتحليل هذه المعلومات كذلك فإنه على السلطات الرقابية أن تقوم، دوريا بتبادل المعلومات الملائمة مع غيرها من السلطات الرقابية المعنية داخل الدولية وخارجها مع السلطات الرقابية المضيفة لتكون قادرة على تقييم المخاطر التي يفرضها عمل صيرفة الظل (2) .

يجب أن يكون عليها رقابة دائمة ويتم تنظيم عملها بما يمنحها درجة أعلى من المرونة، والأكثر أهمية هو الشفافية في التعرف على مصادر التمويل لديها، وأنماط الإقراض، وتقوم السلطات المالية في عديد من الدول

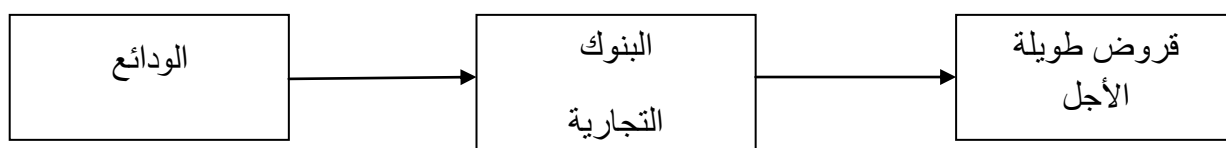
(1) Esther Jeffers et Plihon Dominique, (2013): Le shadow banking system et la crise financière, édition Cahiers français, N° 375 , P56.

(2) صندوق النقد العربي، الرقابة على صيرفة الظل 2014 ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://www.amf.org.ac/ar/content/%2014-06/23/15h30> ، تاريخ الإطلاع: 13، ص 13،

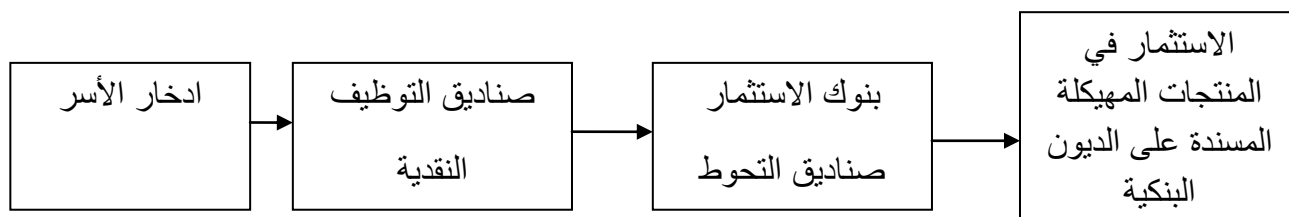
بجمع أكبر قدر ممكن من المعلومات عن بنوك الظل والبحث عن مواطن الضعف، وتسعى هيئات الرقابة المصرفية لمعرفة مدى انكشاف البنوك التقليدية لبنوك الظل، وتنظيم العلاقة بين رأس المال متاح والسيولة، إذ يسمح هذا الانكشاف لدى البنوك التقليدية من تعظيم تأثير بنوك الظل فيها وعلى القطاع المالي التقليدي والاقتصاد عامة (1) .

الشكل رقم (26): نموذجين للوساطة المالية

النموذج المصرفي التقليدي



نموذج نظام الظل المصرفي



Source : Esther Jeffers et Plihon Dominique, (2013): Op. Cit P53 .

المطلب الثالث: الفصل بين أنشطة البنوك و الأسواق المالية بواسطة Glass-Steagall Act

نظريا لقد قامت البنوك بتطوير نشاط السوق تماشيا مع حاجيات التمويل لعملائها من مؤسسات و حكومات و اعتمادها على السوق النقدي لتمويل وضعيات السوق ،مما أدى إلى ظهور البنوك الشاملة التي هي في نفس الوقت بنوك إيداع و منح الائتمان و ممارسة أنشطة السوق غير أن أزمة 1929 في الولايات المتحدة الأمريكية التي نجمت عن امتداد النظام المصرفي ، إلى أزمة بورصية مما تطلب إدخال إصلاح جوهري المتمثل في تطبيق قانون Glass-Steagall Act في 1933 من اجل الفصل بين أنشطة البنوك و الأسواق المالية و يهدف القانون إلى منع البنوك التجارية ،من مزاوله أنشطة السوق التي كانت تخص بنوك الاستثمار التي لا تتلقى الودائع و لا تخضع للقواعد التنظيمية التي تخضع لها البنوك و قد تم التخلي عن هذا القانون في 1999 حيث أن مخاطر الانهيار المالي مصدرها السوق و الانهيار البورصي يؤدي إلى إفلاس بنوك الاستثمار حيث

(1) هشام محمود، بنوك الظل تهدد النظام المالي العالمي بإجمالي أصول 75 تريليون دولار، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : http://www.aleqt.com/2014/12/15/article_914737.html، تاريخ الإطلاع: 2017/06/23، 15h30 .

أن البنوك التي تتلقى الودائع من الجمهور ، و تمنح القروض للاقتصاد يجب منع إفلاسها و بتالي يجب فصل البنوك التجارية عن بنوك الاستثمار من أجل حمايتها من الانهيارات المالية ، و تجنب تدخل السلطات النقدية لأنقدها هذا المنطق السائد في 1933 أصبح إصلاح أساسي يجب إدراجه على النظام المصرفي العالمي أعقاب أزمة الرهن العقاري 2007 ، و بتالي تخصيص عمليات الانقاذ من طرف السلطات النقدية للبنوك التي تتلقى الودائع ،و التي تتميز بأقل خطورة و التي تم فصلها عن أنشطة السوق في حين بنوك الاستثمار يمكن أن تقلس دون أن تسبب أزمة للودائع وتخفيض حجم القروض للاقتصاد.

و السؤال المطروح هل أدى الفصل بين أنشطة البنوك و الأسواق المالية إلى تفادي الأزمة ؟

إن الفصل بين الأنشطة في حالة الأزمة الحالية لم تكن تسمح لتجنب الأزمة حيث أن بنك *Lehman Brothers* كانت بطبيعتها مؤسسة السوق ،و إفلاسها كان له اثر سلبي على النظام البنكي العالمي و من خلال دراسة حالة *Lehman Brothers* يمكننا أن نرى إلى أي مدى كان يجب الفصل بين الأنشطة لتفادي الأزمة المالية لأن إفلاسها أدى إلى تحقق الخطر النظامي، باعتبارها مؤسسة سوق و ذلك من خلال الروابط المالية الواسعة النطاق من عمليات التمويل و التعامل في المشتقات المالية و أدوات التمويل المهيكل بينها و بين باقي النظام البنكي العالمي بما فيها البنوك التجارية ،مما يعني انه إذا أردنا حماية البنوك التجارية من مخاطر السوق يجب فصلها عن أنشطة السوق ،و منعها عن منح قروض لبنوك السوق و لكي تكون عمليات الفصل فعالة يجب توسيعها لتشمل كل عمليات داخل و خارج الميزانية ،و عمليات شراء المشتقات المالية من بنوك الاستثمار لما تتضمنه من مخاطر التي تنشأ من بنوك السوق .

فيما يخص السندات الحكومية التي تعتبر منعومة المخاطر أصبحت في 2011 المشكلة الرئيسية للبنوك و السؤال المطروح هل يجب الحد من تمويل بنوك الإيداع لدول التي هي في حاجة للتمويل ؟ و لتجنب مخاطر الإفلاس لهذه الدول يتمثل الإصلاح ،في الرفع من تخصيص حجم رؤوس الأموال لهذه التوظيفات و حتى و إن كانت تحوز على تقييم جيد و في حالة فصل الأنشطة بواسطة قانون *Glass-Steagall Act* سوف يحد من التوظيفات السيادية ، وخاصة فيما يخص السندات الحكومية مما سيخلق مشاكل التمويل بالنسبة لهذه الدول . وعلى وجه العموم، سيتعين على قانون *Glass-Steagall* الجديد من أن اجل أن يكون الفصل بين الأنشطة فعال أن يذهب بعيدا جدا في توجيه أنشطة بنوك الودائع ،والتنظيم الدقيق لاستخدام الودائع والحد بشكل كبير من أي تمديد للقروض، و الاستثمارات التي تتجاوز الاقتصاد الحقيقي ⁽¹⁾ .

⁽¹⁾ Lévy-Lang André , (2012): Il faut maîtriser la finance Qu'en pensent les économistes ? , édition éyrolles, Paris, P65-69 .

كما أن هناك حلول أبسط لمشكلة مخاطر الأنشطة السوقية للمصارف الشاملة العالمية حيث دعت لجنة Vickers إلى الفصل للأنشطة، داخل البنك نفسه من خلال إنشاء فروع للأنشطة بنوك الإيداع و منح القروض للأفراد والشركات الصغيرة والمتوسطة، مع تعزيز رأس المال مع وضع حاجز *ring fence* بين هذه الفروع التابعة لها وبقية البنك، غير أن تقرير لجنة Vickers يقر بأنه من الصعب و مكلف تطبيقها ومن المحتمل ألا يتم تنفيذها حتى الآن للأسباب المذكورة.

وبتمثل النهج الأبسط في تنفيذها و هو الحد من مخاطر بنوك السوق والسيطرة عليها وذلك بالحد بشكل كبير من العمليات على الحساب الخاص، مع اشتراط نسبة أكبر لرأس المال لتغطية المراكز في السوق حيث أشار *Paule Volcker* رئيس بنك الاحتياطي الفدرالي السابق، على إلزامية إدراج مبدأ الحد من العمليات على الحساب الخاص *proprietary trading* في قانون دود-فرانك كما بإمكان السلطات الرقابية خيار تطبيق نسب رأس المال، الرادعة لهذه الأنشطة وهو ما يبدو أكثر وضوحاً من زيادة النسب المطبقة على الائتمان للاقتصاد أو زيادة متطلبات رأس المال دون تمييز أكثر لطبيعة توظيفات البنوك وهو ما يعتبر شكلاً من أشكال الحوافز السهلة للتنفيذ السريع و وبتكلفة قليلة للاقتصاد (1).

و في أوروبا يوصي التقرير *Liikanen* بالفصل بين الأنشطة الكلاسيكية للبنوك و أنشطة المتاجرة المالية العالية المخاطر خاصة المعاملات على الحساب الخاص المتمثلة، في التوظيف في أسواق المشتقات المالية و أسواق التراضي و أدوات التمويل المهيكل و الاستثمار في صناديق التحوط هذه الأنشطة يجب فصلها و دمجها في صناديق استثمار، و تخصيص حجم رؤوس أموال خاصة لها من أجل تغطية مخاطر وضعيات السوق (2). إن القواعد الاحترازية تنطبق إلا على البنوك و مؤسسات التأمين حيث إن الهدف منها هو تحسين الملاءة المالية للبنوك لمنع المخاطر النظامية و لهذا فهي تلزم البنوك على أن تكون لديها رؤوس أموال تتماشى مع نشاطها الإقراضي، لأنها حين تمنح قروض خاصة خطيرة منها فإنها يجب أن ترفع من رأسمالها غير أن القواعد الاحترازية من شأنها أن يكون لديها تأثير آخر و هو دفع البنوك إلى تبني تقنيات تقييم المخاطر و لكن من الواضح أن هذا الإجراء قد فشل، في منع نشوب أزمة الرهن العقاري و على ما يبدو فإن الأزمات تتغذى من القروض و إذا كان هذا الأخير في تعثر دائم فإن قواعد الحيلة غير قادرة على احتواء هذه الوضعية ففي حالة التوريق مثلاً، يجب ابتكار آلية تقييدية تتماشى مع ارتفاع القروض وبالتالي فإن الآلية ستكون مضادة للتقلبات الدورية أي، أن تأثيره سيكون لمواجهة هذا الاتجاه و لهذه الغاية يقترح بعض الاقتصاديين مثل

(1) Lévy-Lang André, (2012): Op. Cit, P71-74.

(2) Catherine Karyotis, (2013): Op.Cit, P98.

Michel Aglietta إلزام البنوك بتكوين مخصصات و احتياطات ، من خلال توقع خسائر منتظرة في النشاط الدوري في مبالغ متنامية مع حجم استخدمتها و من شأن هذا التخصيص الحفاظ على الحسابات البنكية وهذا ما يؤدي إلى تخفيض منح القروض في أوقات الأزمات، مما سوف يخفض من النتائج السلبية للبنوك من خلال دفع البنوك إلى حساب مسبق للخسائر المتوقعة في النشاط الدوري مع إلزام البنوك على الاحتفاظ بجزء من المبالغ الخاصة بعمليات التوريق في ميزانيتها مما يتطلب منهم إجراء تحليل معمق للمخاطر الأصول محل التعاقد حيث تم التخلي على هذا الإجراء حالياً مما سبب الأزمة (1) .

المطلب الرابع: تنظيم عمل البنوك المؤثرة على النظام المالي

1- مفهوم المؤسسات ذات الأهمية النظامية :

يمكن تعريف البنوك أكبر من أن تفشل *TBTF* بأنها المؤسسات المالية وبشكل خاص البنوك الكبيرة الحجم المعقدة والمتداخلة بشكل كبير مع المؤسسات الأخرى، التي لا يمكن للحكومة أن تسمح لها بالإفلاس حيث أن عواقب فشل أحد هذه البنوك قد لا تقتصر على فشل الأطراف الأخرى التي تتعامل معها، وإنما قد تمتد إلى أزمة ثقة بالبنوك والمؤسسات المالية الأخرى ، مما يدفع المودعين إلى الإسراع لسحب ودائعهم بشكل كبير وبوقت واحد فيما يعرف بالذعر البنكي ، وذلك سيقود إلى فشل بنوك أخرى وأزمة مالية تعصف بالاقتصاد ككل وبالتالي، تتظر الحكومة إلى مثل هذه البنوك الكبيرة على أنها أكبر من أن تفشل *TBTF*.

إن مخاوف الحكومات من الآثار السلبية المترتبة على فشل البنوك دفعتها إلى إنشاء شبكة أمان للقطاع البنكي كالمنظمة الحكومية الفيدرالية لضمان الودائع *FDIC* والتي تم تأسيسها في الولايات المتحدة الأمريكية عقب الكساد الكبير، حيث كان قد شارف حينها النظام البنكي الأمريكي على الانهيار هذه المنظمة الحكومية تعطي حماية للمودعين وذلك بأن تضمن تسديد ودائعهم في حدود مبلغ محدد في حال فشل البنك عن التسديد وضمان الودائع ليس الطريقة الوحيدة التي تؤمن بها الحكومات الدعم للبنوك ، وإنما قد تتدخل بشكل مباشر لمنع فشل البنك عن طريق قيام البنك المركزي بإقراض البنوك التي تواجه صعوبات مالية وضخ الأموال مباشرة في هذه البنوك .

تاريخياً، ظهر مبدأ *To Big To Fail* في الثمانينات، عندما حدثت حالة إفلاس جوهريّة وتدخلت الحكومة للمساعدة والإنقاذ ففي عام 1984، أفلس واحد من أكبر البنوك الأمريكية والذي يدعى *Continental Illinois* حينها لم تكثف المنظمة الفيدرالية لضمان الودائع بضمان الودائع في حدود مبلغ محدد، وإنما ضمنّت حتى الحسابات التي تجاوزت هذا المبلغ، كما أنها منعت حدوث الخسائر لحملة سندات

(1) Lacoste Olivier , (2009): Op.Cit, P 129.

البنك منذ ذلك الوقت تدخلت الحكومة الأمريكية لمنع فشل البنوك والمؤسسات المالية في مناسبات عدة، كان أبرزها أزمة الرهن العقاري 2008 حيث قامت بعمليات إنقاذ واسعة من خلال المشاركة في تمويل شراء المؤسسات المالية المتعثرة من قبل المؤسسات القوية كقيامها بتقديم 30 مليار دولار لتمويل شراء شركة *Bear Stearns* من قبل بنك *JP Morgan Chase*، إضافة إلى المساعدات المالية المباشرة المقدمة للعديد من البنوك والشركات المالية المتعثرة.

في الحقيقة، هذه المعاملة التفضيلية الممنوحة من قبل الحكومة للبنوك استناداً إلى مبدأ أنها أكبر من تفشل تثير العديد من الانتقادات فعلى الرغم من أن شبكة الأمان المقدمة للبنوك تساعد في الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي ومنع حدوث زعر بنكي، إلا أن لها جانباً سلبياً في المقابل من الناحية الأولى، فإن تدخل الحكومة من أجل إنقاذ البنوك المتعثرة يزيد من الخاطر الأخلاقي لدى البنوك ويدفعها لتحمل المزيد من المخاطر على سبيل المثال عندما تضمن الحكومة أموال مقرضي البنك وتحميهم، ستمكن البنك بذلك من الاقتراض بشكل كبير وبشروط ميسرة والعمل عند مستوى عال من الرافعة المالية، وبالتالي سيزداد خطر فشله عما سيكون عليه الحال لولا وجود هذه المساعدات الحكومية كما أن حماية الحكومة للمودعين وذلك بضمان ودائعهم، سيضعف من الحافز لدى المودعين لمراقبة أنشطة البنك وسحب ودائعهم في حال انخراط البنك في نشاطات خطيرة و بالتالي يدرك البنك بأنه قادر على تحمل المزيد من المخاطر بدون وجود محاسبة من قبل المودعين وهو ما سيزيد من احتمالية فشله أيضاً.

من ناحية أخرى، من غير العادل أن يتحمل دافعوا الضرائب مسؤولية أخطاء البنوك وفشلها فالمبالغ التي تقدمها الحكومة كمساعدات للبنوك المتعثرة هي بالأساس أموال دافعي الضرائب، وكان يمكن أن تُستخدم في خلق فرص عمل جديدة في القطاعات المنتجة من الاقتصاد بدلاً من توجيهها لإنقاذ البنوك و من الانتقادات المثيرة للاهتمام أيضاً لمبدأ *TBTF* هو عدم وجود معيار موضوعي لتحديد أي من المؤسسات المالية هي أكبر من أن تفشل والتي سيكون لفشلها آثار سلبية على الاقتصاد، فهل يتم هذا التحديد باستخدام معيار الحجم أو التعقيد أو تدخل المؤسسة مع باقي المؤسسات.

2-مراقبة و تنظيم عمل البنوك المؤثرة على النظام المالي:

ونظراً للآثار السلبية لوجود مؤسسات أكبر من أن تفشل وما يرافقه ذلك من معاملة حكومية خاصة لها وارتفاع في مخاطر الأخلاق، طالب العديد من الاقتصاديين والمحللين الماليين باتخاذ إجراءات للحد من ذلك مقترحين عدة حلول منها تفكيك البنوك والمؤسسات المالية الكبيرة، والتي يمكن أن يكون لفشلها آثار خطيرة أو فرض ضرائب على المعاملات المالية وعلى الارتفاع في حجوم البنوك.

يُعتبر قانون *Dodd-Frank* أحد الإجراءات المتخذة للحد من مخاطر البنوك والمؤسسات المالية كبيرة الحجم حيث يسمح هذا القانون بإجراء إعادة هيكلة أو تسهيل فوري منظم للمؤسسات المالية ذات الموقف المالي الضعيف، كما يسمح بتفكيك البنوك الكبيرة التي تمثل تهديدا للاقتصاد إضافة إلى تقييد وتنظيم استثمارات البنوك بهدف منعها من الاستثمار في مجالات خطرة كذلك يُطلب من المؤسسات المالية الكبيرة الحجم وفقا لهذا القانون أن تقدم خططا دورية تعرف باسم *livingwill*، بحيث توضح هذه الخطط الاستراتيجيات التي ستتبناها المؤسسة لإيجاد حل سريع ومنظم في حال تعرضها لعسر مالي أو فشلها⁽¹⁾.

يتعين على السلطات أن تعتمد مجموعة شاملة من تدابير الوقاية من الأزمات لتتمكن من وضع قواعد أفضل لتنظيم عمل هذه البنوك والرقابة عليها، ومن بينها تشديد متطلبات رأس المال والسيولة، تقوية معايير إدارة المخاطر، وضع قيود على الأنشطة التي تنتم بالمخاطر وتحسين حوكمتها.

ففي الفترة السابقة قبل الأزمة بدت مراكز رأس المال والسيولة المبلغ عنها في البنوك المؤثرة على النظام المالي سليمة بسبب النمو السريع في الأنشطة عالية المخاطر، وارتفاع في أسعار الأصول وفرص الوصول لمصادر تمويل ميسرة تستند إلى السوق وبمجرد اندلاع الأزمة، تبينت عيوب هذه الصدمات الوقائية، حيث اتضحت العواقب المالية لاستراتيجيات تحملها للمخاطر العالية لذلك لابد من وجود متطلبات أكثر تحفظا لرأس المال والسيولة في البنوك المؤثرة على النظام المالي بالمقارنة مع البنوك الأخرى، علاوة على تدابير مضادة للاتجاهات الدورية لرأس المال وذلك للحد من النمو المفرط في أوقات اليسر و السماح بامتصاص أكبر للصدمات أثناء الأزمات، ويتمثل التحدي الرئيسي في تحديد مقاييس المستوى المناسب للحد الأدنى لمتطلبات رأس المال والسيولة، نظرا للاختلافات في معايير المحاسبة وتكوين الاحتياطات لمواجهة خسائر القروض، مناخ التشغيل، هياكل التمويل والاختلافات بين البلدان فيما يتعلق بالأصول السائلة إن خفض نسب الرفع المالي لتحقيق الفاعلية المالية أي زيادة في رأس المال ومزيد من الأصول السائلة في الميزانيات العمومية للبنوك المؤثرة على النظام المالي، سينتج عنه إقراض واقتراض بنكي أقل، أي اختبار واضح لنظام مالي أكثر استقرارا.

وعلى الرغم من أن زيادة متطلبات رأس المال والسيولة توفر احتياطي ضد الأحداث غير المتوقعة في أوقات العسر، و لمواجهة عدم الاستقرار المالي يتطلب الأمر دعم معايير وممارسات إدارة المخاطر في البنوك المؤثرة على النظام المالي، و تشمل إدارة المخاطر و العمليات و الأنظمة التي يستخدمها البنك المؤثر على النظام المالي للإشراف على مدى تعرضه للمخاطر و يتعين تعزيز وظيفتها وسلطتها في داخل كل بنك مؤثر نظاميا،

(1) ماي الدول، أكبر من أن تفشل، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://www.syr-res.com/article/12651.html>، تاريخ الإطلاع: 2017/06/23، 15h30.

حتى تصبح مستعدة وقادرة على كبح الإفراط في تحمل المخاطر خاصة في أوقات اليسر وعليه يتعين على البنوك المؤثرة في النظام المالي، الالتزام بمعايير أعلى من البنوك الأخرى الغير المؤثرة لضمان أن تعكس أنظمتها لإدارة المخاطر و الممارسات المتضمنة حجمها و درجة تعقيدها و دورها في الاقتصاد .

ولكن الاحتياطات المالية الأقوى وإدارة المخاطر الأفضل لا يستطيعا أن يحولا دون تسبب الأنشطة المحفوفة بالمخاطر من التسبب في وقوع الأزمات، حيث بينت الأزمة أن إفراط البنوك المؤثرة على النظام المالي في تحمل المخاطر يمكن أن يسبب كارثة، وأنه لا توجد إجراءات وقائية لتقييد مثل هذه المخاطر ولذلك يتعين على السلطات أن تحدد نسبة مئوية من رأس المال كحد للأنشطة عالية المخاطر في البنك المؤثر على النظام المالي ومع ذلك، وضع حدود صارمة هو الطريقة الوحيدة لتقليل التهديد الذي يتعرض له النظام المالي جراء مشكلات العمل الجماعي للبنوك المؤثرة في النظام المالي ، أي أن سعي الشركات فرادى لتعظيم الأرباح والقيمة بالنسبة إلى حملة الأسهم يؤدي إلى ضغط على بنوك أخرى لتحمل مخاطر مفرطة.

ومن أسباب الأزمة عدم كفاية إشراف مجالس الإدارة على البنوك المؤثرة في النظام المالي ، نظرا لإخفاقها في تحديد أو فرض حد أقصى مناسب لتحمل المخاطر،و كان السبب في ضعف إشراف مجالس الإدارة هو الافتقار إلى الخبرة الفنية مما جعل من الصعب الإشراف على المخاطر في البنك المؤثر على النظام المالي لذلك،فان السلطات التنظيمية يجب عليها، أن تضع معايير أكثر تشددا لمجالس إدارات البنوك المؤثرة في النظام المالي وأن تشترط أن يتوفر لدى مديريها الخبرة الفنية المطلوبة لفهم طبيعتها الضخمة والمعقدة والإشراف عليها.

و لا بد أن يركز وضع القواعد التنظيمية الأكثر تشددا على الإدارة المعززة للمخاطر وتحسين إشراف مجلس الإدارة، على إشراف قوي موحد، فالبنوك المؤثرة في النظام المالي تمارس العديد من الأنشطة المصرفية و التأمين وإدارة الأصول و التوريق في البنك نفسه وفي فروع و يركز على تقييم ملامح المخاطر على مستوى المجموعة أو الشركة القابضة ، وليس على مستوى الفروع فرادى مما يتعين تقويته بإنشاء إطار عمل قانوني واضح بقواعد تنظيمية ومنهجيات للإشراف تدعمه ، وقدرة فنية مناسبة لتقييم ملامح المخاطر الموحدة للبنوك المؤثرة في النظام المالي لتتولى أعمال الإشراف المبكر.

ومن العناصر الأساسية للإشراف على البنوك الكبيرة هو التأهب لحدوث إفلاس بنك مؤثر نظميا أو قرب إفلاسه ويتعين أن يكون لدى السلطات خطة تسمح لها بتحديد ما إذا كانت ستسمح له بالفشل، وإذا فشل فكيف يمكن التقليل لأدنى حد من الأضرار التي تصيب الاقتصاد والنظام المالي ككل.

ويتعين على أية خطة أن تنشئ آلية تسمح بتسوية أوضاع البنك المؤثر نظميا الذي أصيب بالفشل، و ذلك على نحو منظم وتتضمن تفويض هيئة حكومية لتولي المسؤولية المؤقتة على مجموعة بنكية مفلسة والسماح باستمرار

العمليات حتى يمكن تصفيته أو إعادة هيكلتها، بطريقة منظمة و/أو بيعها وتسيلا لحل البنك بصورة بطيئة،و يجب على سلطات الإشراف أن تجمع معلومات حول الهيكل التنظيمي للبنك المؤثر على النظام المالي وتحفظ بقائمة جارية من مخزونات الأصول، ولا تقدم مساعدات إنقاذ للمساهمين كما ينبغي استبدال الأعضاء الأساسيين في الإدارة التنفيذية للبنك بموظفين تعينهم الحكومة من القطاع الخاص والذين يكون لديهم سلطة للاعتراض على دفع المكافآت، لكبار الموظفين في هذا البنك المؤثر على النظام المالي و التحدي الأصعب هو إذا ما كان ينبغي للدائنين و كبار مودعي البنك المؤثر على النظام المالي المشاركة في خسائر البنك و لأي درجة و كيفية هذه المشاركة ويجب أن تكون هناك قواعد واضحة تتعلق بمن يدفع له أولا والحد الأدنى من الخسائر التي يجب أن يتشارك فيها الدائنون، مثل المستثمرين المؤسسين وفي ظل هذا المنهج، تصبح مخاوف المخاطر أخف لأن المشاركين من السوق سيتم إعلامهم بالقواعد مقدما.

ويمكن مطالبة البنوك المؤثرة في النظام المالي بأن تدفع أتعابا لصندوق تسوية الأوضاع، تستخدم لتعويض بعض التكاليف التي قد تتكبدها الحكومة لكي يستمر البنك الفاشل المؤثر نظميا في العمل وإضافة لذلك فإن ترتيبا يمول مسبقا، سيقضي على الطبيعة المسايرة للاتجاهات الدورية لعدم المطالبة بالدفع إلا بعد الفشل عندما تحتاج هذه البنوك إلى موارد متاحة لدعم قاعدة رأسمالها.

كذلك يتعين على السلطات أن تعيد النظر فيما استقر رأيها عليه من حيث أن بعض البنوك أكبر من أن تفشل فلا يوجد بنك أكبر من أن يفشل، هذا التحول يمكن أن يؤدي إلى منهج يقبل الفشل وعواقبه مثل إسقاط فوائد المساهمين و تقليل حصة الدائنين مع الاستمرار في التركيز على التداعيات بالنسبة للنظام والقطاع الحقيقي⁽¹⁾.

المطلب الخامس: المراقبة عن طريق اختبارات الضغط المالي *stress test*

1- مفهوم اختبارات اختبارات الضغط المالي:

اختبارات القدرة على تحمل الضغوط هي نظام تكون الغاية منه تحديد البنوك التي تعاني من مشكلات وإصلاحها، والحد من احتمالات حدوث أزمة مصرفية فوقع أزمة مصرفية لدى إعسار عدة بنوك أو انعدام قدرتها على سداد المدفوعات دون تأخير ،يؤدي إلي إرباك الاقتصاد بالحد من إمكانية الحصول على القروض طويلة الأجل أو السيولة اللازمة لإنتاج السلع والخدمات ، ويؤثر ذلك بدوره على النمو وتوظيف العمالة، وللحد من مخاطر وقوع أزمة مصرفية تترك الاقتصاد، يتعين تحديد مواطن الضعف لدى البنوك في وقت لا يزال فيه متسع لتصحيحها ، وربما لا تكون مواطن الضعف الكامنة في المؤسسات المالية بادية بمجرد النظر إلى أدائها السابق حين يكون الاقتصاد يعمل بسلاسة وبدون مشكلات ضاغطة ولتقييم سلامة البنوك تقييما سليما، يتم

⁽¹⁾ سيد ربحان زامل، (2009) : أكبر مما يمكن تجاهله، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47 ، العدد 4 ، صندوق النقد الدولي، ص 41-44 .

إخضاعها لاختبارات للقدرة على تحمل الضغوط حيث تؤدي عمليات افتراضية لقياس أدائها في ظل سيناريوهات اقتصادية كلية ومالية بالغة الشدة ، مثل حدوث ركود حاد أو جفاف أسواق التمويل. وقد استخدم صندوق النقد الدولي في عام 1999 اختبارات القدرة على تحمل الضغوط باعتبارها أداة رقابة أما البنوك فاستعملتها في منتصف التسعينات من القرن الماضي، باعتبارها أداة داخلية لإدارة المخاطر حيث استخدمت طريقة القيمة المعرضة للخطر لقياس مخاطر السوق، والتي تقيس التغيرات التي يمكن أن تطرأ يوميا في قيمة محافظ الأوراق المالية إذا ما تعرضت أسعار الأصول لصدمة سلبية، كما تستخدم لتحقيق السلامة الاحترازية الكلية، وذلك بتحليل المخاطر على نطاق النظام إلى جانب المخاطر التي تخص كل بنك على حدى، وتبلغ النتائج في تقارير تقييم الاستقرار المالي للبلدان ، وقد قام الصندوق أيضا بإدراج اختبارات القدرة على تحمل الضغوط لتحقيق السلامة الاحترازية الكلية بانتظام في إطار برامج تقييم القطاع المالي لديه منذ نشأتها.

وقد لفتت الأزمة المالية العالمية انتباه الجمهور إلى اختبارات القدرة على تحمل الضغوط التي تجرى للمؤسسات المالية وكان هناك تباين في استقبالها فمن ناحية ، انتقدت هذه الاختبارات لعدم رصدها لكثير من مواطن الضعف التي أفضت إلى الأزمة ومن ناحية أخرى بعد وقوع الأزمة، أسند إليها دور جديد باعتبارها أدوات إدارة الأزمة لتوجيه عملية إعادة رسملة البنوك والمساعدة على استعادة الثقة.

2- مبادئ اختبارات الضغط المالي :

لتحسين تنفيذ هذه الاختبارات، اقترح صندوق النقد الدولي بعد الأزمة المالية العالمية 2007 سبعة مبادئ

لأفضل الممارسات لاختبار القدرة على تحمل الضغوط و تتمثل فيما يلي:

✓ المبدأ الأول: تحديد المحيط المؤسسي للاختبارات بصورة مناسبة.

✓ المبدأ الثاني: تحديد جميع قنوات انتشار المخاطر ذات الصلة.

✓ المبدأ الثالث: إدراج جميع المخاطر و هوامش الأمان المهمة.

✓ المبدأ الرابع: الاستفادة من وجهة نظر المستثمر في تصميم الاختبارات.

✓ المبدأ الخامس: إبلاغ نتائج الاختبارات بطريقة أذكى و ليس بصوت أعلى.

✓ المبدأ السادس: التركيز على مخاطر طرق المنحنى.

✓ المبدأ السابع: الاحتراس من النتيجة التي يرجح بدرجة كبيرة ألا تحدث .

وتسلط المبادئ الثلاثة الأولى الضوء على أهمية امتلاك معرفة جيدة بالمخاطر، ونماذج العمل، وقنوات انتشار المخاطر التي تواجهها المؤسسة أو النظام الخاضع للمراجعة قبل بدء اختبارات القدرة على تحمل الضغوط

وتقتضي هذه المبادئ إدراج جميع المؤسسات، التي يمكن أن يؤدي إخفاقها إلى إلحاق ضرر كبير بالاقتصاد في عمليات الاختبار، وتكرار الآثار الانتشارية المحتملة التي يمكن أن تزيد من حدة الصدمة الأولية ويتحقق التكرار باستخدام نماذج اقتصادية تحاكي التفاعل بين مختلف عوامل المخاطر مثل مخاطر الائتمان، أو مخاطر أسعار الصرف، أو مخاطر السيولة بين البنوك .

ويؤكد المبدأ 4 على أهمية تكميل تصميم اختبارات القدرة على تحمل الضغوط بخصائص تبين متطلبات الأسواق وكذلك المتطلبات للمعايير التنظيمية والمحاسبية وهناك عدة طرق للقيام بذلك وتتمثل إحدى هذه الطرق في استخدام الحدود الدنيا لمعدل العائد، أو معدل اجتياز الاختبار، على أساس تكاليف التمويل المستهدفة وتعكس الحدود الدنيا لمعدلات العائد القائمة على النسب التنظيمية ما تعتبره الجهات التنظيمية نسبة ملاءة كافية إلا أن تقييم السوق لملاءة بنك ما قد يكون مختلفا في عالم، تكون فيه الأسواق قادرة على فرض الانضباط على البنوك برفض تمويلها، يمكن أن تطلب الأسواق نسباً لرأس المال تمكنها من بلوغ تصنيف معين للمخاطر أو إبقاء تكاليف التمويل دون سقف معين ، وتكون لدى البنوك حوافز لاستهداف تلك النسب.

ويمثل التأثير المحتمل لسلوك السوق على سلامة المؤسسات المالية أيضا عنصرا أساسيا في فهم المبدأ 5 والذي يقضي بنشر اختبارات القدرة على تحمل الضغوط بطريقة ذكية أي أن تكون الاختبارات تقييمات صريحة للمخاطر وواضحة فيما يتعلق بالتغطية وأوجه القصور، وأن تتضمن نتائج معلنة ، إلى جانب تدابير تعالج بصورة مقنعة أي مواطن ضعف تكشف عنها الاختبارات بما في ذلك ، عمليات ضخ رأس المال وبهذه الطريقة يمكن أن يؤدي نشر نتائج الاختبارات إلى التخفيف من حدة المشكلات الناشئة عن عدم اكتمال المعلومات أثناء فترات انعدام اليقين واستعادة ثقة السوق، وحتى في حالة اختبارات القدرة على تحمل الضغوط التي تجرى لأغراض الرقابة خلال فترات غير الأزمات ، يمكن أن يؤدي إبلاغ نتائجها إلى التوعية بالمخاطر ، وتشجيع تسعير المخاطر بطريقة أكثر واقعية ، وتعزيز انضباط السوق في أوقات الرخاء وهو ما ينبغي أن يؤدي بدوره إلى تجنب التحولات المفاجئة المستقبلية في مزاج المستثمرين .

ويتسم المبدأ 6 بطبيعة فنية إذ يوصي منفذ الاختبار باستخدام أساليب إحصائية واقتصادية قياسية تكون مصممة خصيصا لتحديد سيناريوهات بالغة الشدة، التي غالبا ما تتسم بحدوث عدد كبير من المخاطر في نفس الوقت ومهما تكن درجة النموذج التحليلي، وشدة الصدمات المدمجة في اختبارات القدرة على تحمل الضغوط ودرجة الحرص في إستراتيجية الإبلاغ ، تظل هناك دائما مخاطر حدوث اللامعقول، مثلما يحذرنا المبدأ 7 وينبغي للقائم باختبارات القدرة على تحمل الضغوط في جميع الأحوال أن يضع في اعتباره دائما مخاطر التي يرجح بدرجة كبيرة ألا تحدث.

ونظراً لأن نتائج اختبارات القدرة على تحمل الضغوط لا تحدث دائماً على النحو المتنبأ به، فإنه ينبغي استخدامها مع أدوات أخرى يمكنها أيضاً أن توفر معلومات، بشأن التهديدات المحتملة للاستقرار المالي وتتضمن هذه الأدوات التحليل النوعي والكمي للمخاطر التي تواجهها البنوك ومؤشرات الإنذار المبكر ونماذج استمرار القدرة على تحمل الدين، والحوار القائم على المعلومات مع الجهات الرقابية والمشاركين في السوق وينبغي أن تستند النتائج بشأن قدرة المؤسسة، أو النظام على الصمود إلى جميع هذه المصادر وليس فقط على اختبارات القدرة على تحمل الضغوط⁽¹⁾.

المطلب السادس: إصلاح نضام الأرباح الممنوحة للمسؤولين البنكيين لتجنب الأزمات:

تعتبر سياسات أجور و مكافآت المسيرين من النقاط المهمة المرتبطة بالأزمة الاقتصادية الراهنة حيث أن الأجور و المكافآت و العلاوات التي تسطر للمسيرين ، المبنية على المردودية القصيرة الأجل دون مراعاة المخاطر التي قد تترتب عليها قد ساهمت في انتهاج ممارسات عالية الخطورة من طرف مسيري البنوك و المؤسسات المالية ، حيث يرغب الاتحاد الأوروبي في تحسين إدارة المخاطر من طرف الهيئات المالية و ربط مستويات العلاوات و المكافآت التي يتلقاها المسيريون بديمومة أداء المؤسسات التي يديرونها و تفادياً لتكرار ما حدث أثناء الأزمة المالية الراهنة ، اتخذ الاتحاد الأوروبي جملة من المبادرات من شأنها وضع مبادئ متعلقة بمنح التعويضات للمسيرين التي يجب أن تكون محسوبة على أساس مؤشرات كمية تركز على الأهداف الإستراتيجية المحققة ، من عمليات طويلة الأجل و تدور مبادرة الاتحاد الأوروبي على حث الدول الأعضاء على اتخاذ جملة من الإجراءات في هيكل الأجور:

- يجب أن تركز مؤشرات حساب الأجور على الأداء الطويل الأجل .
- يجب البحث عن الوضع الذي يحقق التوازن بين الأجر القاعدي و مبلغ العلاوات الممنوحة.
- يجب تأجيل دفع مبلغ العلاوات إلى غاية أن تظهر الآثار الناجمة عن تصرفات المسيرين .
- يجب تطبيق حق الاسترداد حيث أن المسير الذي تقاضى علاوات و ظهرت بعد ذلك آثار سلبية ألحقت الضرر بالأطراف ذات المصلحة عليه إرجاع العلاوات التي تقاضاها⁽²⁾ .

المطلب السابع : دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي

يتضمن الإطار الجديد لعمل البنوك المركزية مجموعة من الضوابط والإجراءات الهادفة لتحقيق الاستقرار المالي، والحد من تداعيات الأزمات على الاقتصاد و تنظيم عمليات منح الائتمان والرافعة المالية وأسعار

(1) هيركو أورا و ليليانا شوماخر، (2013) : بنوك تحت الضغط، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 50 ، العدد 2 ، صندوق النقد الدولي، ص 38-41 .

(2) عبد الرحمن العايب، (2009) : المرجع سبق ذكره ، ص 10-11 .

الأصول، علاوة على مجموعة من الأدوات الاحترازية المستحدثة في إطار الاستقرار المالي والتي يمكن باستخدامها الحد من انتقال تداعيات الأزمات المالية من القطاع المالي إلى القطاعات الاقتصادية الأخرى.

1- مسؤولية البنوك المركزية عن سلامة الجهاز المصرفي:

في حالة حدوث اختلالات في القطاع المصرفي تشكك في قدرته على مواجهة الصدمات فإن حالة من عدم الثقة يصعب التكهن بآثارها، قد تسود ليس فقط لدى لمتعاملين مع البنوك بل قد تمتد للمتعاملين بالقطاع المالي بأكمله ومن الأخطاء الجسيمة الشائعة عند حدوث الأزمات المالية، لجوء أصحاب رؤوس أموال البنوك لعدم الإفصاح عن الخسائر التي لحقت بالجهاز المصرفي، والإعلان عن ملائمة مالية لا تعكس حقيقة الأوضاع وفي هذا الإطار، تتضح أهمية نظم الرقابة المصرفية التحوطية الفعالة، لتحقيق الاستقرار المالي، حيث يضطلع الجهاز المصرفي بدور مركزي في تعبئة المدخرات وتوزيعها، وفي تنفيذ المعاملات من خلال نظام المدفوعات وتتمحور مهمة نظم الرقابة المصرفية، حول ضمان توخي البنوك الحيطة والحذر والتأكد من أن رؤوس أموالها والاحتياطات تكفي لمواجهة المخاطر المترتبة على ما تقوم به من أعمال .

كما يمكن للبنوك المركزية القيام بدور فعال في تجنب الاقتصاد للتأثيرات الكارثية لانفجار فقاعة أسعار الأصول التي تلحق الضرر ليس فقط بالقطاع المصرفي، بل بالقطاع المالي ككل والقطاع الحقيقي أيضا وذلك من خلال إتباع البنك المركزي لسياسة نقدية حذرة، ومتابعة التطورات في أسعار الأصول إلى جانب متابعة واستهدافه للمستوى العام للأسعار (التضخم)، واعتماد القرارات الصادرة عن السياسة النقدية على بيانات الأصول إلى جانب المستوى العام للأسعار .

وفي سياق مسؤولية البنك المركزي عن تنظيم عملية منح الائتمان، فإن قدرة البنك على الموازنة بين التطورات في حجم التمويل والتطورات في أشباه النقود يعزز الثقة في النقود وفي القدرة على الوفاء بالعقود المالية، وتسوية المعاملات المالية ويسهم التوزيع الكفء ، والفعال لموارد الاقتصاد الحقيقي بين مختلف الأنشطة الاقتصادية ووجود آليات لقياس وتسعير المخاطر المرتبطة بعملية منح الائتمان في تعزيز الثقة في النقود وفي القطاع النقدي المصرفي.

2- دور البنك المركزي كمقرض أخير للنظام المالي :

يعد دور البنك المركزي كمقرض أخير دورا تقليديا، حيث يتولى تقديم القروض للبنوك التي تعاني شح السيولة ولم تستطع الحصول على احتياجاتها من سوق الإنترنت وفي هذا الصدد، لا بد أن يعمل البنك المركزي عند تحديد سعر الإقراض، والذي غالبا ما يكون سعر الخصم لدى البنك المركزي أو سعر إعادة الشراء ، أن يكون هذا السعر أعلى من متوسط السعر في سوق الإنترنت .

وقد تخالف بعض الدول هذه القاعدة، بأن يكون سعر الإقراض من البنك المركزي أقل من سعر الإنترنت ولكن في المقابل تضع شروطاً صارمة للنفاذ إلى أموال البنك المركزي، كأن تحدد سقف معين للاقتراض يتم تحديده لكل بنك على حدى، وكذلك تشترط تقديم البنك لضمانات معينة، سواء مادية أو معنوية ويقصد بالضمانات المعنوية تقديم ما يثبت وجود مشكلة لديه في النفاذ للأسواق للحصول على السيولة ولا يقتصر عمل البنك المركزي كمقرض أخير على مواجهة الجانب السلبي، والمتمثل في وجود عجز في السيولة لدى بعض البنوك وعدم إمكانية استيفائه من خلال سوق الإنترنت، ولكن أيضاً وبحكم مسؤوليته عن سلامة الجهاز المصرفي، قد يلجأ البنك المركزي إلى قبول ودائع من القطاع المصرفي بفائدة محددة لعلاج مشكلة السيولة الزائدة لدى البنوك والتي تتعرض معها لخسائر نتيجة عدم قدرتها على توظيف السيولة لديها لأسباب خارجية.

وقد يتعرض القطاع المصرفي، في أوقات الأزمات، لمشكلتين رئيسيتين، تتمثل أولها في عدم قدرة بعض البنوك على استيفاء احتياجاتها من السيولة، ليس لأسباب تتعلق بمشكلات لديها أو لعدم وجود سيولة في السوق ككل ولكن لسيادة جو من عدم الثقة بين البنوك المتعاملة في سوق الإنترنت وتتشأ المشكلة الثانية نتيجة انهيار مؤسسات مصرفية مالية كبرى، وعدم وجود صورة واضحة لحدود الأزمة، وعدم توافر الشفافية بشأن علاقة هذه المؤسسات بباقي المؤسسات المالية الأخرى، وذلك بالقدر الذي يمكن استنباط أو توقع انهيار المؤسسات المصرفية الأخرى نتيجة تأثرها بانهيار المؤسسات الكبرى .

وأثناء الأزمات المالية، حيث تتدخل العديد من البنوك المركزية في سوق الإنترنت، وذلك بضخ مبالغ هائلة لتمكين البنوك التي في حاجة إلى سيولة من استخدامها ويسهم هذا الإجراء من جانب البنوك المركزية، في بث نوع من الطمأنينة لدى البنوك كما يعد هذا التصرف إيجابياً، على المدى القصير والمتوسط، ويسهم في حل مشكلة عدم الثقة، وتحقيق استقرار الأسواق.

ومن وجهة نظر أخرى، فقد يخلق هذا التصرف على المدى الطويل، مشكلة لدى البنوك المركزية ذاتها تتمثل في عدم التمكن من تحقيق معدلات التضخم المستهدفة، حيث ستسهم السيولة لدى البنوك، بالإضافة للسيولة التي ضخها البنك المركزي، في اعتماد بعض البنوك على البنك المركزي بصورة تخل بإجراءات الحيلة والحذر لديها وجدير بالذكر، أنه في أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008 تميزت السيولة التي قدمتها البنوك المركزية للبنوك بآجال غير اعتيادية وطويلة الأجل (خطوط ائتمان لمدة ثلاث سنوات في بعض الدول) وهو ما يعني بقاء السيولة التي لدى البنوك، والتي لم تطرحها في سوق الإنترنت عند مستوى مرتفع، نتيجة لعدم الثقة والتحفظ الشديد والتخوف من التعرض لتداعيات الأزمة المالية.

وقد كان من غير المبرر إفراط بعض البنوك المركزية، وخاصة في الدول التي تربط سعر صرف عملتها بالدولار، في إجراء تخفيضات في أسعار الفائدة الرسمية بالتوازي مع التخفيضات التي أجرتها الولايات المتحدة عقب الأزمة، حيث لم تراعي البنوك المركزية التي اندفعت في هذه المنحى، تدني معدلات التضخم بالولايات المتحدة، مقارنة بمعدلات التضخم في هذه الدول قبل وبعد الأزمة، وهو ما من شأنه أن يسهم في تفاقم المشكلة خاصة باستهداف معدل تضخم، وقد لا يتماشى مع العمل على تحقيق معدلات النمو المستهدفة.

وقد يتسبب ارتفاع معدلات التضخم، على المدى المتوسط والطويل، في لجوء البنوك المركزية مرة أخرى إلى رفع معدلات الفائدة، وهو ما يجعل البنوك تدور من جديد في دائرة مغلقة، وتقل كفاءة آليات العرض والطلب بسوق الإنترنت في ضبط حركة السيولة في الأسواق هذا إلى جانب أن استمرار البنوك المركزية في التدخل في سوق الإنترنت لفترات طويلة ربما ينعكس سلباً على ميزانيتها.

وقد يكون من الضروري تعزيز الدور الرقابي الذي تلعبه البنوك المركزية، واتخاذ الإجراءات اللازمة لتشجيع المصارف على الاعتماد على سوق الإنترنت في عرض وطلب احتياجاتها من السيولة، كما يجب على البنوك المركزية العمل على عدم ترسيخ فكرة اعتماد بعض المصارف على السيولة المقدمة من البنك المركزي لسداد احتياجاتها أثناء الأزمات، والقضاء على ظاهرة توقع البنوك الدائم لتدخل البنك المركزي لحل مشكلاتها والحيلولة دون انهيارها، وعودة البنك المركزي مرة أخرى لدوره التقليدي كمقرض أخير.

3- مسؤولية البنك المركزي عن سلامة نظام المدفوعات والتسوية والمقاصة:

يتم التمويل على البنك المركزي في العمل على ضمان فعالية وكفاءة نظم الدفع في أداء مهامها، من خلال قيامه بتنفيذ مجموعة من الإجراءات يأتي في مقدمتها التحديد الواضح من جانب البنك المركزي لأهداف نظام الدفع، والتأكد من أن أنظمة التشغيل المعمول بها تتفق والمبادئ الأساسية المتعارف عليها، والإعلان عن دور كل مكون من المكونات الرئيسية لنظم الدفع، ولتسهيل قيام البنك المركزي بتنفيذ هذه الإجراءات فمن الضروري توسيع نطاق إشرافه للتأكد من مدى اتساق أنظمة الدفع التي لا تدار بواسطته مع المبادئ الأساسية وتعزيز القدرات الفنية والبشرية لديه للقيام بهذا الدور، وذلك بالتعاون مع البنوك الأخرى، وكذا مع أي سلطات محلية أو أجنبية ذات صلة، وذلك لزيادة أمان وفعالية نظام الدفع من خلال تطبيق المبادئ الأساسية. وبصورة عامة، فمن الضروري أن يستهدف البنك المركزي، في ما يخص نظم الدفع والتسوية تحقيق ما يلي:

- ✓ منع المخاطر النظامية مما يحافظ على الاستقرار المالي.
- ✓ تعزيز كفاءة وسائل الأداء ونظم الدفع.
- ✓ ضمان استخدام النقود وثقة الجمهور فيها بصفقتها أصل التسوية.

✓ حماية أحد أهم قنوات الانتقال بالنسبة للسياسة النقدية.

ولتحقيق هذه الأهداف، غالبا ما يناط بالبنوك المركزية القيام بالأدوار التالية في مجال نظم الدفع: دور المشغل، حيث يمتلك البنك المركزي الآليات التي تقدم خدمات الدفع وخدمات مقاصة وتسوية المدفوعات، وعادة ما ينطوي ذلك على الاحتفاظ بحسابات المشاركين وتقديم الخدمات المتصلة بالتسوية. دور المشرف، حيث يقوم البنك المركزي بإدخال التغييرات والتحسينات، بغية ضمان الأمان والفعالية لنظم الدفع والتسوية، وبما يتضمن عمليات الرصد الدقيق وإجراء التقييم المستمر للنظم القائمة، والتي يتم التخطيط لها على أساس معايير محددة للرقابة.

دور المحفز، حيث يلعب البنك المركزي دورا هاما في وضع معايير السوق والممارسات التي تسهل الكفاءة بشكل عام لترتيبات المقاصة وتسوية المدفوعات.

دور المستخدم، حيث يجوز للبنك المركزي أيضا أن يكون أحد المشاركين في النظم التي يملكها ويديرها وكذلك النظم التي تملكها وتديرها أطراف خارجية وعلى سبيل المثال، غالبا ما يستخدم البنك المركزي نظم تسوية الأوراق المالية لتقديم ضمانات في عمليات الائتمان وعمليات السوق الخاصة به، فضلا عن تقديم وتلقي المدفوعات المرتبطة به أو نيابة عن عملائه .

4- مسؤولية البنك المركزي عن تطوير نماذج رياضية لتحديد قدرة النظام المالي:

على امتصاص تداعيات الأزمات، وتصميم اختبارات تحمل *Stress Testing* تقوم بها البنوك وتوافيه بنتائجها بصورة دورية حيث يعد من الأمور الهامة لتحقيق الاستقرار المالي، قيام البنوك المركزية باستحداث نماذج قياسية تستهدف الوقوف على العلاقة بين أداء الاقتصاد الكلي، ممثلا في تطورات المؤشرات الاقتصادية الكلية، وبين سلامة القطاع المصرفي ممثلة في بعض مؤشرات السلامة المصرفية ومن بين المؤشرات الأساسية للحكم على أداء الاقتصاد الكلي، وأكثرها تأثيرا وتأثرا بأداء القطاع المصرفي التطورات في نمو الناتج المحلي الإجمالي والاستثمارات المنفذة وسعر الصرف ومؤشر بورصة الأوراق المالية وغيرها من المؤشرات، أما بالنسبة لسلامة القطاع المصرفي، فيأتي مستوى الديون المتعثرة في مقدمتها حيث تشير التطورات في هذا المتغير إلى قدرة القطاع المصرفي على الاستمرار في أداء دوره كوسيط مالي من عدمه .

وفي مرحلة لاحقة، يأتي دور اختبارات التحمل والتي تبين تأثير حدوث صدمة في متغيرات أداء الاقتصاد الكلي على مؤشرات السلامة المالية للقطاع المصرفي وهنا، ينبغي على البنوك المركزية القيام بالتحديث والتطوير المستمر للتعليمات الخاصة بالمراجعة الإشرافية، وتشجيع البنوك على تطوير وتفعيل إدارات المخاطر لديها، وحثها على إعداد اختبارات الأوضاع الضاغطة *stress testing*، بالأخذ بالاعتبار بعض السيناريوهات التي

يتم تحديدها في تعليمات يصدرها البنك المركزي، تتعلق بالمخاطر المختلفة التي قد تواجه البنك (مثل مخاطر الائتمان، ومخاطر التركزات الائتمانية، ومخاطر السوق، ومخاطر السيولة ومخاطر التشغيل)، وقياس أثرها على الأوضاع المالية للبنوك لتحديد مدى قدرة هذه البنوك على مواجهتها.

وفي هذا الإطار، يجب أن يراعي البنك المركزي عند إعداد النماذج المنوه عنها ملاءمتها للظروف الاقتصادية التي يمكن أن ينجم عنها السيناريوهات المقترحة على البنوك، وذلك لكي تتميز العملية بالتكامل والوضوح كما سيكون على البنك أن يحدد الأسلوب الشامل والمتكامل لعقد اختبارات التحمل وتطوير نظام الإنذار المبكر وتجدر الإشارة في هذا المجال، إلى أن هناك أسلوبين متبعين دولياً في هذا الشأن، وهما أسلوب الاتجاه من القمة للقاع *Top-Down Approach*، حيث تبدأ العملية من البنك المركزي بتحديد النماذج الاقتصادية والمالية التي تظهر أثر الصدمات الخارجية على الجهاز المصرفي والاقتصاد، ثم يقوم بناءً على نتائج هذه النماذج بتوجيه البنوك للأسلوب الأمثل لعمل اختبارات التحمل.

أما الأسلوب الثاني، وهو أسلوب الاتجاه من القاع للقمة *Botton-Up Approach* فيبدأ بوحدة الجهاز المصرفي، حيث تقوم بعمل اختبارات الأوضاع الضاغطة وتقدمها للبنك المركزي الذي سيكون عليه إيجاد الطريقة المثلى لتجميعها لتحديد المخاطر وآثارها على الجهاز المصرفي ككل وفي هذه الحالة، يعد من الضروري أن تتضمن تعليمات البنك المركزي التي تواجهه وربما لا يقل عن سيناريو واحد لكل نوع من أنواع المخاطر المشار إليها أعلاه وأياً كان الأسلوب المتبع، سيكون على البنك المركزي أن يعمل على تطوير وتحديث قاعدة البيانات الالكترونية التفصيلية الواردة من البنوك، وكذلك تطوير التقارير المنبثقة عن هذه القاعدة، ورؤية كيفية استغلالها في تطوير نماذج إحصائية متطورة تمثل أحد الأسس الهامة في قيامه بدوره الإشرافي والتوجيهي لوحدات الجهاز المصرفي (1).

أما في حالة أزمة الديون السيادية فقد دعا الاقتصادي *Yuemei Ji* و *Paul de Grauwe* تكليف البنك المركزي الأوروبي كمقرض الملاذ الأخير بالنسبة للبلدان التي تعاني من الصعوبات المالية، حيث يدرس الباحثون رد فعل نوعين من البلدان التي تواجه صدمة السيولة أي صعوبة تلبية الالتزامات قصيرة الأجل بسبب صعوبات التدفق النقدي و تشير الحالة الأولى إلى الدولة التي، ستصدر الديون السيادية بالعملة المحلية مع السيطرة على بنكها المركزي، في مواجهة أزمة سيولة هذه الدولة ستقوم بإصدار العملة الوطنية من خلال البنك المركزي لسداد مستحقات الدائنين بسبب الملاءة المالية التي تميز الدولة المعنية بها على المدى الطويل التي

(1) أحمد شفيق الشاذلي، (2014): الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، صندوق النقد العربي، ص 50-60.

بإمكانها تسديد الأموال للبنك المركزي، التي اقترضت منه مع علم المستثمر المالي أن الدولة التي تتحكم في سياستها النقدية بإمكانها القدرة على الوفاء بالتزاماتها عند استحقاقها بما في ذلك مواجهة أزمة السيولة. وعلى العكس من ذلك، الدولة التي لا تحكم في السياسة النقدية يمكن أن تتحول أزمة السيولة إلى أزمة ملاءة وهكذا، فإن الدولة العضو في منطقة اليورو ستواجه أزمة سيولة، وبالتالي ستصبح غير قادرة على تلبية استحقاقات السندات بسبب أسعار الفائدة المرتفعة في هذه الحالة المستثمرين الماليين العقلانيين مع علمهم بعدم قدرة هذه الدول على مواجهة أزمة السيولة، سيقرون سحب رؤوس أموالهم مما يؤدي إلى زيادة عجز الميزانية و التي تؤدي إلى عدم الملاءة .

إن غياب مقرض الملاذ الأخير في منطقة الأورو يجعل دول الأورو تواجه حالة من عدم الاستقرار المالي و للخروج من هذه الحالة و استعادة ثقة المستثمرين تعمل على تحسين الأسس الاقتصادية للاقتصاد، من خلال سياسات التقشف لمواجهة الالتزامات المالية وتخفيض عجز الميزانية.

و لمواجهة هذه الوضعية يقترح كل من *Paul de Grauwe* و *Yuemei Ji* حل بديل من خلال السماح للبنك المركزي بتوفير السيولة للدول التي تواجه أزمة سيولة، إن مجرد وجود هذا الضمان يمنع المستثمرين من تهريب رؤوس الأموال ، وبالتالي يقلل من احتمال وقوع حدوث صدمة السيولة، وفي الوقت نفسه تحولها إلى أزمة الملاءة.

إن هذا الحل له حدود يتمثل في الخطر الأخلاقي حيث إن وجود مقرض الملاذ الأخير يؤدي إلى إتباع سلوكيات تضر بالاقتصاد ، ومع القدرة على دعم الدولة المتعثرة يمكن أن يحدث تباطؤ في تنفيذ الإصلاحات الضرورية لاستعادة التوازن المالي.

وأخيرا، وجود مقرض الملاذ الأخير من قبل البنك المركزي يعني زيادة في النقد المتداول في الاقتصاد حيث أن هذه الزيادة في المعروض النقدي قد تؤدي إلى زيادة في نسبة التضخم في منطقة العملة الأوروبية التي يتعارض مع مبادئ البنك المركزي الأوروبي ⁽¹⁾ .

المبحث الثالث: إعادة هندسة النظام المالي العالمي

المطلب الأول: الدور الجديد صندوق النقد الدولي بعد الأزمة المالية العالمية

منذ وقوع الأزمة المالية العالمية مارس الصندوق دورا فعالا في مساعدة العالم على الخروج من الأزمة واتخذ العديد من الإجراءات بهدف زيادة الموارد المالية ،التي يتيحها للدول الأعضاء للتكيف مع أوضاع الأزمة، بل

⁽¹⁾ Alexandre Girard, Les enjeux du rôle de prêteur en dernier ressort, Disponible sur le site, <http://www.bsi-economics.org/143-/>, Consulté le: 30/04/2017, 13:50h .

وقام بتعديل شروط الإقراض للدول الأعضاء في ظل الأزمة، ولعل حده الأزمة الحالية تفرض الكثير من التساؤلات حول الدور الذي يجب أن يلعبه الصندوق في مرحلة ما بعد الأزمة .

1- تفعيل الرقابة المالية للصندوق:

يأمل المراقبون في أن يتمكن الصندوق في المستقبل من الاضطلاع بمهام الرقابة على النظام المالي العالمي ويكون قادرا، بالتعاون مع مجلس الاستقرار المالي، على زرع جهاز للإنذار المبكر الذي يكفل توجيه أنظار العالم للمخاطر المحيطة بالنظام المالي العالمي وأهمية التدخل في الوقت المناسب وكيفية التدخل لمنع تدهور الأوضاع في الأسواق المالية العالمية، كما يأمل الصندوق ببدء برنامج تقييم القطاع المالي *FSAP* بما يمكن الصندوق من ممارسة قدر أكبر من الرقابة المالية والاقتصادية، غير أنه تتبغى الإشارة إلى أن هذا الدور يقتضي ضرورة تعزيز القدرة الرقابية للصندوق على الدول المتقدمة وعلى الأسواق المالية الأكثر تأثرا في العالم، وأن قدرة الصندوق على ممارسة هذا النوع من الرقابة سوف تعتمد أساسا على قدرته على إجراء تقييم للأوضاع المالية للدول، بصفة خاصة سياسات القطاع المالي في الدول ذات التأثير الكبير في النظام المالي الدولي، وهو ما يتطلب إعطاء الصندوق صلاحيات ربما تتجاوز صلاحياته الحالية فيما يتعلق بقدرته على القيام بالتقييم والرقابة على الأوضاع المالية للدول الأعضاء، وعلى التزام الدول الأعضاء بالتعاون مع الصندوق لتحقيق مستهدفاته في هذا المجال، ومدى إمكانية إعلان نتائج هذا التقييم بالشفافية المطلوبة التي تجنب النظام المالي المخاطر النظامية التي يمكن أن تنجم عن كشف مثل هذه النتائج وبشكل عام لابد من إعادة النظر في الصلاحيات الممنوحة للصندوق لتشمل، ليس فقط السياسات الاقتصادية الكلية وإنما أيضا، سياسات الاستقرار المالي التي يمكن أن تحدث تأثيرا على مستويات الاستقرار في العالم، وذلك بدلا من الاهتمام بصفة أساسية بسياسات توازن ميزان المدفوعات والاستقرار النقدي والمالي واللذان يمثلان محط اهتمام الصندوق، كذلك فإن اتساع أسواق المال في ظل مناخ العولمة الجديد لا بد وأن يصاحبه أيضا منح الصندوق صلاحيات أكثر في مراقبة تحركات رؤوس الأموال ومنع أي مخاطر نظامية يمكن أن تنشأ عنها ومن ناحية أخرى فإن المشكلة الأساسية في الإطار الحالي للرقابة والمتابعة من قبل الصندوق أنه ينصب بصورة أساسية على النظام الثنائي، أي من خلال تقييم الصندوق للسياسات النقدية والمالية للدول الأعضاء بشكل ثنائي، والموجهة أساسا لضمان الاستقرار النقدي وتوازن ميزان المدفوعات، بينما لا يوجد حاليا نظام رسمي متعدد الأطراف يتيح للصندوق القيام بهذه المهمة على المستوى الدولي.

2- زيادة الموارد المالية والتسهيلات التي يقدمها للصندوق:

تعد الموارد المالية الحالية للصندوق للأسف، محدودة نسبيا قياسا إلى حاجة الدول الأعضاء للاقتراض بصفة خاصة في الظروف غير الاعتيادية مثل الأزمات المالية، ولذلك غالبا ما يلجأ الصندوق إلى الأعضاء الذين لديهم فوائض مالية لتوفير الموارد بشكل مؤقت لدعم قدرته على توفير المساعدة في أوقات الطوارئ وقد أثبتت الأزمة الحالية مدى قصور موارد الصندوق عن تلبية احتياجات الاستقرار المالي والاقتصادي في العالم، ويعمل الصندوق حاليا على تنفيذ برنامج مكثف لبيع جانب من مخزون الذهب الذي يملكه، كما يفترض أن تنطوي المراجعة القادمة لحصص الدول الأعضاء عن زيادة جوهرية في إجمالي موارد الصندوق بما يدعم قدرته على تأمين جانب أكبر من الاحتياجات المالية للدول الأعضاء في الأجل الطويل وبما يساعد على تحقيق الأهداف الأساسية للصندوق كمقدم للمساعدات المالية اللازمة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي للدول الأعضاء، وبما يعمل على تقليل الحاجة لدى الدول على الاحتفاظ باحتياطات دولية مفرطة لمواجهة احتياجات ميزان المدفوعات، والتي غالبا ما تكون مكلفة للدول وكذلك للنظام المالي الدولي.

ويفترض أيضا أن يحدث تحول جوهري في شروط المساعدات التي يقدمها الصندوق للدول الأعضاء خاصة فيما يتعلق بتكلفة الاقتراض من الصندوق، وتجدر الإشارة إلى حدوث تحولات مهمة في هذا الجانب حيث أعلن الصندوق عن زيادة غير مسبقة في الموارد المتاحة للإقراض بشروط ميسرة، وإنشاء ما يسمى بخط الائتمان المرن والموجه أساسا لحماية الدول التي تتسم بأدائها الاقتصادي الثابت، الذي يتيح التمويل على الفور بمبالغ جوهرية يمكن أن تصل إلى 500% من حصة العضو وبدون أي شروط إضافية ويتميز هذا الخط بأنه يسمح للعضو بالسحب من موارد الصندوق بغض النظر عن استيفاءه لأهداف السياسة الموضوعية من قبل الصندوق، على عكس ما عهد عليه الصندوق في الماضي من ربط السحب من موارده بالالتزام بتطبيق إجراءات السياسة الموضوعية في الاتفاق، غير أنه وللأسف الشروط الخاصة بهذا الخط الائتماني لا تنطبق إلا على مجموعة قليلة من دول العالم، ولا يمكن بأي حال من الأحوال أن تستفيد منه دولة فقيرة و كذلك يجري العمل حاليا على رفع الحدود القصوى للاقتراض التراكمي للعضو إلى 600% من حصة العضو.

كذلك يفترض من الناحية النظرية أن يلعب الصندوق في المستقبل دور المقرض الأخير لدول العالم *Lender of the last resort*، لكي تحصل على احتياجات الاقتراض اللازمة لها منه، وهي مهمة يبدو ان الصندوق غير مستعد لها على الأقل في الوقت الحالي، ذلك أن وظيفة المقرض الأخير تتطلب حجما من الموارد يفوق الإمكانيات الحالية والمتوقعة في المستقبل المنظور للصندوق، ولذلك تجد دول العالم نفسها تحت ضغط الاحتفاظ بقدر مناسب من الاحتياطات يتوافق مع احتياجاتها المتوقعة، ولما كان قدرا كبيرا من الاحتياطات

على المستوى العالمي لا يتم استخدامه، فإن النظام الحالي للاحتفاظ بالاحتياطيات يترتب عليه تكلفة فرصة ضائعة ضخمة لدول العالم مجتمعة، ولذلك فإن تعظيم العائد من الاحتياطيات قد يتطلب من الصندوق العمل على إنشاء مجمع الاحتياطيات على المستوى العالمي من خلال ابتكار ترتيبات لتجميع الاحتياطيات على المستوى القطري في هذا المجمع، ويتم بمقتضى هذا النظام تسهيل حصول الدول على الاحتياطيات الكافية لها وبما يتوافق مع استدامة قدراتها على رد تلك الاحتياطيات، وهو النظام الذي يمكن الصندوق بأن يضطلع بوظيفة المقرض الأخير وفي ذات الوقت يمكن الصندوق من إدارة قدر هائل من الاحتياطيات الدولية التي تمكنه من أن يلعب دور المقرض الأخير بسهولة وفاعلية وبما يساعد على تدنية الاحتياطيات على المستوى القطري: ومما لا شك فيه أن مثل هذا المقترح سوف يتطلب قدرا عاليا من التنسيق بين الصندوق ودول العالم المختلفة فيما يتعلق بمستويات وكيفية استخدام الاحتياطيات الفائضة من قبل الصندوق وهو أمر ليس متاحا حاليا في النظام النقدي الدولي.

3- إصلاح نظام الإقراض:

كثيرا ما ينتقد الصندوق بأنه يضع شروطا قاسية على الدول التي تلجأ إليه، ويفكر الصندوق حاليا في إصلاح نظام الإقراض وتخفيف الشروط التي يفرضها على الدول الأعضاء التي تلجأ إليه، بما يمكن الصندوق من المساعدة على منع وقوع الأزمات ومعالجة ما يقع منها بفاعلية أكبر، ويعمل الصندوق حاليا على التخفيف من شروط الإقراض في اتفاقيات المساندة، حيث تنقسم الشروط إلى نوعين: شروط اقتصادية كلية وتتصرف إلى ضرورة التزام العضو بالعمل على تخفيض معدل التضخم والسيطرة على عجز الميزانية والحد من نمو الدين العام وإعادة تعبئة الاحتياطيات الدولية.. الخ، وشروط هيكلية، وتتصرف إلى التزام الدولة بضرورة اتخاذ ما يلزم لإصلاح النظام الضريبي والمالية العامة وتعزيز الرقابة المصرفية وبناء شبكات الأمان الاجتماعي، وغالبا ما تشعر الدول التي تضطر إلى اللجوء إلى الصندوق بكثافة الإجراءات المطلوب اتخاذها وتعددتها بالدرجة التي تشعر الدولة بافتقار سيادتها الوطنية على عملية صناعة السياسات بها بسبب الإفراط الشديد في التدخل من قبل الصندوق في شئونها، ولإصلاح النظام الحالي ادخل الصندوق إطارا جديدا لعملية الإقراض يعتمد على الأهداف الأساسية لبرنامج الإصلاح الهيكلي الذي سيطبقه العضو، بدلا من التركيز على استيفاء الإجراءات في التوقيعات المحددة سلفا، وقد كان العضو يحرم من الاستفادة من موارد الصندوق إذا ما لم يتمكن من الالتزام بالشروط الهيكلية المتفق عليها، حتى ولو كانت هناك أسباب وجيهة تؤخر تنفيذ مثل هذه الالتزامات من قبل العضو، وفي جميع الحالات كان ينظر إلى العضو بأنه حاد عن الإطار الصحيح للإصلاح الهيكلي، أما الآن فقد أصبح من حق العضو الاستفادة بالشرائح التالية في القروض طالما أنه ماض في تنفيذ السياسات المتفق

عليها مع الصندوق بنجاح، أي أن الصندوق أصبح يركز على مراقبة مدى تنفيذ العضو للسياسات وليس مراقبة معايير الأداء الهيكلية مثل هذه الإجراءات سوف تشجع الدول على اللجوء إلى الصندوق لمعالجة أزماتها ومشاكلها الهيكلية بعد أن كان الكثير من الدول يتردد في اللجوء إلى الصندوق لتفادي تدخله الحاد في شئونها الداخلية⁽¹⁾.

المطلب الثاني: توجيه المستثمرين نحو الاستثمار على المدى الطويل :

إن الهدف الرئيسي هو تخفيض الاستثمار على المدى القصير مما يعنى توجيه المستثمرين للتوظيف على المدى الطويل مثال المستثمرين المؤسسيين ، الذين بإمكانهم إصلاح المالية الدولية من خلال صياغة استراتيجيات على المدى الطويل أي أكثر من 5 سنوات ، و هم يفضلون استثمارات دورية و مضمونة بدلا من المضاربة المربحة جدا و بتالي يمكنهم ضمان مستقبل النظام المالي الدولي بشرط إدارة أصول متنوعة و خالية من المخاطر ، من خلال الأخذ بـ القيم الأساسية الخاصة بـ المدى الطويل المعمول بها في الأسواق المالية وعلي وجه الخصوص، عن طريق دراسة الدورات الطويلة التي تجري في الأسواق المالية حيث يرى كل من *Aglietta et Rigot* التركيز على تعزيز المستثمرين على المدى الطويل على حساب بنوك الاستثمار و صناديق التحوط الذين هم المحرك الأساسي للمخاطر النظامية حيث يرون أن التغيير الأساسي ، يأتي من التحول من نموذج تمويل الاقتصاد العالمي عن طريق القروض المهيمن عليه من طرف بنوك الاستثمار، إلى نموذج المستثمرين على المدى الطويل الذي بإمكانهم التحكم في الخطر من خلال الاستثمار في السندات الحكومية كقاعدة لمحفظة الأصول المالية ،والاستثمار في رأس المال وممارسة الانضباط السوقي على الائتمان مع ضمان أن المستثمرين لا يزالون قادرين علي الحفاظ علي استراتيجياتهم الاستثمارية الطويلة الأجل ومن الضروري أيضا حظر العمليات المالية للتجار والمضاربين الذين يفضلون فقط الربحية على المدى القصير⁽²⁾.

المطلب الثالث :الرسم على المعاملات النقدية الدولية *TAX Tobin*

لا بد أن نشير أنه انطلاقا من سنة 1936 أعتبر كينز أن فرض رسم على المعاملات المالية من شأنه التقليل من الميل نحو المضاربة ، واستنادا لهذه الفكرة اقترح توبين سنة 1972 مشروع إنشاء رسم عالمي موحد يفرض على المعاملات الخاصة بتبادل العملات ، و قد أعاد توبين صياغة مشروعه و تطويره سنة 1978 فقد اعتبر أنه من الواجب فرض رسم عالمي موحد ، يتراوح ما بين 0.05% إلى 0.1% على كافة المعاملات بالعملات الصعبة⁽³⁾.

(1) محمد ابراهيم السقا ، (2010) : دور صندوق النقد الدولي بعد الأزمة المالية العالمية، مجلة آفاق المستقبل، العدد الخامس ، ص 44-41 .
(2) Aglietta Michelle et Rigot Sandra, (2009) : Op.Cit, P 156 .

(3) آيت ميمون كريمة، (2009) : أهم المحاولات والاقتراحات الرامية إلى إصلاح النظام النقدي ، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية، المنعقد يومي 14 و15 ديسمبر ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة ، ص 09 .

حيث يقول الاقتصادي الشهير جون ماينارد كينز إن المضاربة يمكن أن تهيمن على النشاط الاقتصادي المنتج كلما اتسعت أسواق الاستثمار في الاقتصاد، كما نبه كينز إلى أن الموقف يصبح أكثر خطورة عندما تصبح الأنشطة الاعتيادية للشركات أقل أهمية مقارنة بأنشطة المضاربة، وهذا هو بالضبط ما يسيطر على كثير من أعمال المؤسسات المالية في عالم اليوم، حيث أصبحت المضاربة في البورصات أحد الأنشطة الأساسية للجانب الأكبر من هذه المؤسسات، مثل هذا الاتجاه يؤدي أساسا إلى رفع مستوى التقلبات في مؤشرات البورصات بصورة كبيرة ويجعل المعلومات التي تحتويها تلك المؤشرات ذات مغزى أقل و وينبغي توسيع نطاق مبدأ توبين لتشمل جميع المعاملات المالية، و المقصود من الضريبة على المعاملات المالية *TTF* هي الحد من المضاربة التي تهدف إلى تحقيق عائد مرتفع في وقت جد قصير من خلال وضع بعض العراقيل أمام تدفق رؤوس الأموال الأجنبية، و خاصة القصيرة المدى منها ذات الأغراض المضاربة، و ذلك من خلال انخفاض معدل الضريبة دون المساس بعمليات التجارة الخارجية و الاستثمارات الأجنبية لأن من شأن ارتفاع العبء الضريبي، أن يحد من تدفق رأس المال الضروري اقتصاديا، في حين تهدف الضريبة إلى القضاء على المضاربة الغير الضرورية ومن ثم، فإن مثل هذه الضريبة يمكن أن تكون وسيلة لتحقيق الاستقرار في النظام المالي الدولي، فالهدف ليس إلغاء المعاملات المالية الدولية و لكن الرفع من تكلفتها ، لتخفيض السيولة خاصة في أوقات الانتعاش و التفاؤل التي تدفع المستثمرين إلى تحمل المزيد من الأخطار من خلال السلوك القطيعي، و بتالي محاولة التحكم ولو جزئيا في السوق لمنع ظهور الأزمات المالية الدولية ⁽¹⁾ إن سوق الصرف يتميز بحجم كبير من السيولة حوالي 6000 مليار دولار حيث أن فرض ضريبة توبين ب 1% ستولد حوالي 2000 مليار دولار سنويا مما يسمح بمسح المديونية الدولية في 25 سنة ⁽²⁾ .

وفي عالم يتزايد فيه انتشار رأس المال كل يوم حيث أصبح حجم المعاملات غير قابلة للتحكم تقريبا، فإن حقيقة زيادة طفيفة في تكاليف المعاملات ستبدو منطقية، من خلال قول أنصار المؤيدين للضريبة توبين و يتم تحديدها في مستويات منخفضة للغاية في نطاق من 2 إلى 5 نقاط 0.02 إلى 0.03 % فإن الضريبة ستكون وفقا لمؤيديها، ليس فقط واحدة من الضرائب العالمية الأولى ولكن بالإضافة أيضا إلى دورها في تحقيق الاستقرار المالي سوف توفر مصدرا هاما لتمويل المشاريع ذات المنفعة العامة ⁽³⁾ .

و لضريبة توبين على المعاملات المالية عدة مزايا أهمها :

⁽¹⁾ Adda Jacques , (2009) : Taxe Tobin le retour, Alternatives Economiques, N°284, P 66-67.

⁽²⁾ Morin François, (2013) : Op.Cit, P95 .

⁽³⁾ Bourguinat Henri et Briys Eric , (2010) : Op.Cit , P152 .

-أنها تؤدي إلى تخفيض ربحية عمليات المضاربة في البورصات بصورة واضحة، إذ إنه على الرغم من انخفاض معدل هذه الضريبة، إلا أن ارتفاع معدل تكرار عمليات المضاربة في البورصة سيضمن ارتفاع معدل الضريبة على هذه الأرباح بصورة واضحة، وبما أنها لا تفرض على المعاملات الاستثمارية العادية فإن تلك الأخيرة لن تتأثر مما يكفل توجيه الأموال نحو مجالات الاستثمار المنتج، وهو الهدف الأساسي من إنشاء البورصات بدلا من أن تتحول البورصات إلى شبه صالات للقمار، مثلما هو الوضع حاليا في معظم أسواق الأسهم في العالم .

-تؤدي إلى خفض تقلبات مؤشرات البورصات، نتيجة خفض عمليات المضاربات في الأصول المالية في الأجل القصير .

-أنها تجعل اتجاهات البورصة تعكس الصورة الاقتصادية الحقيقية للشركات المدرجة وأوضاع الربحية وجودة الأصول بها، التي يفترض أنها تحدد اتجاهات أسعار الأصول المالية من الناحية الحقيقية في ظل غياب الحوافز نحو المضاربة .

-أن هذه الضريبة تتسم بغزارة الحصيلة ما يساعد على مواجهة عجز الميزانيات العامة للدول، من خلال زيادة إيرادات الدولة، على سبيل المثال فإن الضريبة المقترحة من جانب اللجنة الأوروبية، على ضآلتها يتوقع أن تؤدي إلى تحقيق إيرادات تقدر بـ 57 مليار يورو (نحو 75 مليار دولار) سنويا .

- أنها تعطي السلطات النقدية استقلالية أكبر في تحديد معدلات الفائدة وفقا للمستهدفات التي يراها البنك المركزي، وليس وفقا لضغوط المضاربة .

-تمكن صانع السياسة الاقتصادية من السيطرة بصورة أكبر على الأزمات المالية نظرا للسيطرة المفترضة على تدفقات رؤوس الأموال مع فرض الضريبة ، حيث ستؤدي الضريبة إلى الحد من التدفقات الحادة لرؤوس الأموال بين البورصات المختلفة في الدول التي تسمح بهذه التدفقات .

-إجبار المؤسسات المالية على المشاركة في تحمل أعباء عمليات إنقاذ الأسواق المالية نتيجة الأزمات على سبيل المثال لقد كلفت الأزمة المالية الحالية الاتحاد الأوروبي أكثر من 4.6 تريليون يورو (نحو ستة تريليونات دولار)، وأن الوقت قد حان كي تسهم المؤسسات المالية بجزء من هذه التكلفة الضخمة في صورة الضريبة المقترحة (1) .

(1) محمد إبراهيم السقا ، هل يجب فرض ضريبة على المعاملات في البورصة؟ ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني: <https://www.alarabiya.net/views/2012/02/07/193081.html> تاريخ الإطلاع: 2017/08/17، 15h30 .

ضريبة توبين تعمل على دفع السماسرة الماليين نحو أنشطة أخرى، وهو ما من شأنه أن يعود بالنفع على الاقتصاد بشكل أكبر وإذا كانت الإبداعات والمشتقات المالية واتفاقيات الشراء لآجال قصيرة من الأسباب التي جعلت الأسواق أكثر تقلبا وهشاشة، فإن ضريبة توبين من شأنها أن تساعد على تعزيز استقرارها وتقويتها، إن تثبيط سوق إعادة الشراء من شأنه أن يعود بفائدة اقتصادية، لأن هذا النوع من التمويل أثبت عدم استقراره فقد أفرطت مؤسسات مثل بير شتيرنز وليمان براذرز في عمليات إعادة الشراء إلى الحد الذي جعلها غير قادرة على تحمل انتكاسات الاستثمار في أماكن أخرى، من صناعتها وإذا حثت ضريبة توبين المؤسسات المالية على تمويل أنفسها بديون أطول أمدا والإقلال من عمليات إعادة الشراء ذات اليوم الواحد فسيكون بوسعها أن تلعب دورا كبيرا في دعم الاستقرار⁽¹⁾.

أما أوروبا فقد قام العديد من الدول باستحداث ضرائب على القطاع المالي بعد وقوع الأزمة مباشرة ويوجد لدى نحو اثني عشر بلد تقريبا ضرائب مماثلة لضريبة المساهمة، في تحقيق الاستقرار المالي غايتها الأولى زيادة الإيراد وتبلغ معدلات هذه الضرائب مستويات منخفضة نسبيا وبوجه عام تبلغ قدرة هذه الضرائب على زيادة الإيراد نحو 0.2% من إجمالي الناتج المحلي في المتوسط، أي أنها تستغرق من 10 إلى 25 سنة لتوليد موارد معادلة إلى التكاليف المباشرة الناشئة عن الأزمة الأوروبية.

وفي سبتمبر 2011 اقترحت المفوضية الأوروبية فرض ضريبة منسقة على المعاملات المالية في دولها الأعضاء السبعة والعشرين، ويتوقع أن تكفل الضريبة المقترحة المقرر سريانها في 2014 المساعدة على خفض عجز المالية العامة و دفع بعض نفقات أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو وحسب المقترح تختلف المعدلات الضريبة باختلاف أنواع المعاملات ففي المعاملات التي تتضمن بيع وشراء الأسهم والسندات مثلا يكون معدل الضريبة 10 نقاط أساس تعادل نقطة الأساس واحد على المئة من النقطة المئوية، بينما تفرض على المعاملات التي تتضمن المشتقات المالية نقطة أساس واحدة إلا أن المعدلات الضريبة الفعلية تتضاعف في واقع الأمر نظرا على أنه سيتعين على كل من طرفي المعاملة دفع الضريبة.

و لم يحض الاقتراح المتعلق باستخدام ضريبة المعاملات بتأييد عالمي كبير ولم تؤيده معظم بلدان الاتحاد الأوروبي بصورة صريحة، وأعربت أربع بلدان من بلدان الاتحاد الأوروبي عن مخاوف كبيرة بينما أعربت تسعة بلدان عن تأييدها، وقامت فرنسا من جانب واحد بتطبيق هذه الضريبة بصورة مؤقتة في الأول من أوت 2012 وبلغت معدلها 0.2 % على الأسهم المقيدة في البورصة الفرنسية، دون الاعتبار لما إذا كانت المعاملة تنفذ

(1) مارك رو، مشكلة ضريبة توبين والحل الاقتصادية، مقال متاح على الموقع الإلكتروني:

http://www.aleqt.com/2012/03/04/article_632761.html، تاريخ الإطلاع: 2017/08/17، 15h30.

داخل فرنسا أو خارجها وفي حالة الأنشطة المنفذة في فرنسا فقط ستفرض أيضا ضريبة للمعاملات المالية بمعدل 0.01 % على العمليات المتاجرة المرتفعة المخاطر، ومبادلات مخاطر الائتمان على السندات السيادية للاتحاد الأوروبي التي لا تتم حيازتها لأغراض التحوط (1).

و من الانتقادات التي تعرضت لها ضريبة توبين أنها لن تؤثر كثيراً في الأسواق ما لم تتبناها كل المراكز المالية أن مثل هذه الضريبة تتطلب الاتفاق والتنسيق بين الدول المتعاملين في النظام المالي و إلا ستتوجه هذه التدفقات الرأسمالية إلى الملاذات الضريبية ،لأن فرض رسوم على التعاملات المالية في بلد واحد فكرة عقيمة ذلك لأن المستثمرين سيتوجهون إلى بلدان أخرى، إلى إنكلترا، وألمانيا للمتاجرة في تلك البلدان لذلك يجب أن تكون هناك رسوم تشمل كل بلدان النظام المالي ، وليس في بلد واحد فقط وسيكون من الممكن تطبيق ضريبة توبين على جميع التدفقات المالية (وليس فقط على معاملات الصرف الأجنبي) من خلال غرفة المقاصة *cls* bank التي تجمع العديد من المؤسسات المالية في 17 عملة و التي تسمح بمركزية و تسوية دفع الضريبة إذا ما تم تعزيز دور مصرف *CLS* (2).

المطلب الرابع: إيجاد نظام احتياطي نقدي دولي جديد

أثارت الأزمة المالية العالمية مجددا مشكلة المضاربة و تأثيرها على نظام تمويل الاقتصاد العالمي و مساهمتها في خلق حالة اللاستقرار المالي و النقدي ،و من اجل مواجهة هذه الحالة يجب على الدول استعادة سيادتها في مجال أسعار الصرف وأسعار الفائدة، دون إنكار الدور الذي يمكن أن يلعبه السوق مما يتوجب على دول في العالم الاجتماع من اجل إنشاء بريتون وودز جديد من اجل إصلاح بعمق النظام النقدي الدولي و ذلك من خلال إنشاء عملة نقدية موحدة على المستوى العالمي ،من خلال اقتراح الاقتصادي الشهير كينز في 1944 الذي دعي إلى إنشاء عملة نقدية موحدة على المستوى العالمي و سميت بـ *bancor* الفكرة الأساسية هي ربط العملات الوطنية في نظام سعر صرف ثابت ،و لكن يتم تعديله سياسيا و ليس عبر السوق و مع موافقة دول العالم إن الهدف من عملة نقدية موحدة هي تسوية المعاملات التجارية الدولية و التي تكون مصدرة من طرف البنك المركزي العالمي بنك البنوك المركزية ،و التي تكون موجهة من طرف دول العالم و بتالي سيكون معدل الفائدة تحت إشراف البنك المركزي العالمي و الذي يتحدد حسب كينز من مختلف أرصدة موازين المدفوعات ،لمختلف الدول حيث أن الرصيد السلبي و الموجب سوف يخضع لنفس معدل الفائدة و بتالي إن تم تطبيق هذا الإصلاح ،سوف يتم القضاء من خلاله على المضاربة الدولية على أسعار الصرف و الفائدة و المضاربة أيضا

(1) جيف غولتنب و غريغوريو ايمبايدو و أنايفانوف، (2012) : فرض ضرائب على التمويل، مجلة التنمية والتمويل العدد 49 ، العدد 3 ، صندوق النقد الدولي، ص 46-47 .

(2) Adda, J. (2009) : Op.Cit, P67 .

على المشتقات المالية بحوالي 90 % و لكنها ستمثل صدمة بالنسبة للبنوك التي تمارس أنشطة السوق على المدى القصير و بتالي يجب تطبيق هذا الإصلاح عبر عدة مراحل (1) .

المبحث الرابع: دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات

المطلب الاول :التصكيك الإسلامي كبديل عن التوريق التقليدي

لما كان العديد من الشركات الغربية تضررت جراء أزمة السيولة التي أفرزتها الأزمة المالية، فإن الأنظار توجهت إلى أساليب التمويل الإسلامي وخصوصا ما يعرف بالصكوك الإسلامية، ولما كان يراد لهذه الصكوك أن تعمل على نحو يخلص الاقتصاد من آثار الأزمة ، فإنه يرى أن تعمل هذه الصكوك وفق الضوابط التالية باعتبارها كبديل عن التوريق التقليدي :

1- منع المضاربات في الصكوك أو الحد منها:

لعل بعض الباحثين قد لا يرى بأسا في المضاربة، وكلا من ناحية كونها بيع ورقة مالية تمثل موجودات معينة إلى الغير، وأن البيع بشروطه المعروفة فقها بيع صحيح لا خلاف فيه بين الفقهاء ، إلا أن الاستناد إلى قاعدة العبرة في العقود للمقاصد والمعاني لا للألفاظ والمباني يلزمنا القول بمنع المضاربات أو العمل على الحد منها وذلك لما ثبت لها من آثار سلبية على الاقتصاد، ومن ذلك الاهتمام بالاستخدامات قصيرة الأجل والابتعاد عن الاستثمار الحقيقي وهو أمر يعصف بالاقتصاد على المدى البعيد.

2-منع المتاجرة في الديون:

عملت المصارف بشكل مباشر أو عن طريق مؤسسات خاصة على تحويل الديون العقارية إلى أوراق مالية سندات، وعمدت إلى بيعها إلى مصارف ومؤسسات أخرى لتقوم هذه الأخيرة ببيعها إلى أفراد وشركات أخرى مثل شركات التأمين، وقام بعض هذه الشركات باستعمال السيولة الناجمة عن عمليات بيع هذه السندات لإعادة تمويل قروض عقارية جديدة وقد أرجع العديد من الاقتصاديين أن السبب الأبرز في إفلاس الكثير من الشركات والمصارف هو فلسفة التوسع بالدين، و إذا كانت الصكوك الإسلامية أحد السبل المقترحة للخروج من الأزمة فإنه يجب منع المتاجرة في الديون ، على النحو التالي:

-الصكوك القابلة للتداول هي تلك الصكوك الاستثمارية، كصكوك الإجارة والمشاركة والمضاربة لما أن أساسها السلع والخدمات.

(1) Morin François, (2013) : Op. Cit , P 99-101.

-الصكوك الغير القابلة للتداول هي تلك الصكوك التمويلية، كصكوك السلم و الاستصناع والمرابحة لما أن أساسها الديون، فلا يجوز تداولها إلا وفق حالات محددة، الأمر الذي يساهم في الحد من خلق الائتمان والحد من مخاطره.

-تخضع الصكوك لأحكام الدين والصرف طالما كانت الديون أو النقود ممالة للصكوك، وذلك كل بحسبه.

-تتبع أحكام الصرف إذا كانت حصيلة الاكتتاب ما زالت نقودا، فلا يباع الصك إلا بحسب القيمة الاسمية دون زيادة أو نقصان .

3- منع التعامل بالفائدة بصورتها الظاهرة والباطنة:

لما كان البعض يرجع أسباب الأزمة إلى التعامل بسعر الفائدة، باعتبارها تلعب دورا رئيسا في تراكم الديون فإنه يجدر بنا تخلص الصكوك الإسلامية من الفائدة بصورتها الظاهرة والباطنة ، ومن ذلك لضمان استرداد رأس المال إلى حملة الصكوك عند إطفائها، و ذلك بتعهد ملزم إما من مصدر الصكوك أو من مديرها أنه سيشتري الأصول التي تمثلها الصكوك بقيمتها الاسمية التي اشتراها بها حملة الصكوك في بداية العملية بقطع النظر عن قيمتها الحقيقية أو السوقية في ذلك اليوم، ويلاحظ وفق ذلك أن الصكوك تحمل خصائص السندات الربوية من حيث أنها تضمن لحملة الصكوك استرداد رأس مالهم في نهاية العملية.

4- أن تمثل الصكوك موجودات حقيقية ذات صلة بالاقتصاد الحقيقي:

إن التوزيع الغير المسؤول لمنتجات المشتقات المعقدة في أنحاء السوق المالية كافة لتلك المنتجات التي لا علاقة لها بالاقتصاد الفعلي أوقع السوق المالية العالمية في أزمة، ولما كان الأمر كذلك فإنه ينبغي عند إصدار الصكوك مراعاة ما يلي :

-أن تكون مماله لموجودات حقيقية ذات صلة بالاقتصاد الحقيقي، سواء كانت تلك الموجودات موجودات عينية أم منافع أم حقوق.

- الابتعاد عن الربا والميسر ، فقد أرجع البعض سبب الأزمة المالية المعاصرة إلى أن قيم الموجودات المالية قد نمت وتزايدت بفعل الربا حتى فاقت كثيرا قيم الأصول الحقيقية للاقتصاد العالمي.

-الابتعاد عن التوسع في التجارة في الديون وتوريقها إذا كانت الصكوك تمويلية، وذلك لما لها من آثار سلبية على الاقتصاد، لما أنها تؤدي إلى تزايد وسائل الدفع في الاقتصاد بمعدلات تفوق كثيرا معدلات نمو الأصول الحقيقية، الأمر الذي يساهم في تفاقم التضخم والدخول إلى سرداب الركود والبطالة .

5- التعامل مع المخاطر على نحو رشيد :

يمكن القول أن تعامل النظام المالي الغربي مع المخاطر كان على صورتين يتوقع أن لهما دور في الأزمة المالية المعاصرة، فأما الصورة الأولى فتتمثل في الإفراط في نقل المخاطر إلى خارج ميزانيات المؤسسات المالية عن طريق التوريق ، أما الصورة الثانية فتتمثل في الإفراط في تعاطي المخاطر ، كأن تتوسع المؤسسات المالية المقرضة في التوسع في إقراض الشركات دون تحوط كاف أو دون التحقق من قابلية استرداد القروض، وإنما بناء على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظرا لأرباحهم المتوقعة و يتوقع أن يكون للصكوك الإسلامية، دور في التخفيف من حدة الأزمة أو تلاشي وقوع أزمات أخرى إذا قامت على أساس المخاطرة وفق معناها المراد في الفقه الإسلامي والمتمثل في الاستعداد الإيجابي والموقف الملزم بتحمل نتائج النشاط الاقتصادي، والتصرفات المالية ربحا وخسارة على الوجه الذي ارتضاه الشارع الحكيم بالتمويل بالصكوك الإسلامية وفقا لهذا المعنى ينبغي أن يكون مرتبطا بالعملية الإنتاجية، وأن يكون قائما على المشاركة في المخاطر وتقاسم الربح.

6- عدم إصدار صكوك سيادية ذات ارتباط بأمن الدولة أو الملكية العامة :

ثمة أصول سيادية في الدولة لا ينبغي أن تدخل نطاق التصكيك، لأنه في حالات إخفاق الصكوك في تسديد التزامات المصدر بحقوق حملة الصكوك، يمكن أن يعرض سيادة الدولة للخطر و لقد ميز مجلس الخدمات المالية الإسلامية بين الصكوك المدعومة بالأصول، والصكوك القائمة على الأصول، فأما الأولى فلا يرجع فيها حملة الصكوك على المنشئ حالة التعارض أو التخلف عن السداد، وإنما يرجعون إلى الأصول بما لها من قيمة في ذاتها، وهو ما يعني أنها تقتضي التحويل الكامل للملكية القانونية بالنسبة للأصول محل العقد وأما الثانية فحملة الصكوك يرجعون حالة التخلف عن السداد، إما على المنشئ عن طريق الوعد بالشراء بحسب القيمة الاسمية، أو المصدر عن طريق ضمان سداد المستحقات وهو ما يعني أن ليس، ثمة انتقال فعلي لملكية الصكوك من المنشئ إلى حملة الصكوك، وأن ما تم هو انتقال اسمي أو رمزي لملكية المنفعة وليست ملكية الأصل .

يمكن القول أن النوع الأول وهو الصكوك المدعومة بالأصول لا أثار عليه من الناحية التشريعية، لما أن حامل الصك قد تملك ما يمثله الصك تملكا حقيقيا، لذا فإنه من المتوقع ألا يكون عاملا لحدوث أزمات مستقبلية ناهيك عن إمكانية أن يكون عاملا في التخفيف من أثار الأزمة الحالية .

يمكن القول أن النوع الثاني وهو الصكوك القائمة على الأصول على الوجه الذي تم بيانه بما هي أصول لا تنتقل ملكيتها نقلا حقيقيا و يمكن القول أن هذا النوع ما هو إلا حيلة للحصول على التمويل، ويمكن توصيفها

على أنها ربوية ، يشكل فيها مجموع ما دفعه حملة الصكوك قيمة القرض ، وما يحصلون عليه من عوائد والشراء بالقيمة الاسمية أو ضمان سداد المستحقات ضمانا للقرض فلا يجوز مثالا ضمان مقدار معين من الربح لأحد الطرفين في صكوك المضاربة، بينما يجوز ذلك لصالح الوكيل بالاستثمار في صكوك الوكالة بالاستثمار و أن يكون مقدار الربح لحاملي الصكوك نسبة شائعة من الربح الكلي.

صدرت بعض الصكوك على نحو تضمنت فيه خصوصية السندات الربوية من حيث أنها توزع أرباح المشروع بنسبة معينة مؤسسة على سعر الفائدة (اللايبور)، وساغوا ذلك بأن الربح الفعلي إذا كان زائدا عن تلك النسبة فإن المبلغ الزائد كله يدفع إلى مدير العمليات على أساس كونه حافزا له على حسن الإدارة، أما إذا كان الربح الفعلي ناقصا عن النسبة المذكورة، فإن مدير العمليات يلتزم بدفع الفرق بين الربح الفعلي وبين تلك النسبة إلى حملة الصكوك على أساس قرض دون فائدة يقدم إلى حملة الصكوك، على أن يسترده المدير المقرض من المبالغ الزائدة على سعر الفائدة في فترات لاحقة، أو من تخفيض ثمن شراء الموجودات عند إطفاء الصكوك. يظهر مما سبق أن توزيع العائد على حملة الصكوك بحسب سعر الفائدة (اللايبور) واعتباره عائدا مضمونا يظهر أننا أمام سبب من أسباب الأزمة المالية لانتفاء التوزيع العادل للمخاطر، فكونه مضمون لحملة الصكوك، يعني أنه سينعكس، بصورة عدم اهتمامهم بالكيفية التي يتم بها استثمار الأموال، وبالفرة الأفضل لتحقيق العائد.

و بتالي تحدد النسبة المستحقة من العائد المتوقع لمالكي صكوك التمويل الإسلامي وفقا لنشرة الإصدار وبلا حظ من المادة أن نسبة الربح المستحقة إنما هي من العائد لا من رأس المال (قيمة الصك الاسمية) و إذا لا آثار عليه من الناحية الشرعية، إلا أنه يلاحظ أنه ترك تحديدها إلى نشرة الإصدار، الأمر الذي يعني أن هذه النسبة قد تكون مؤسسة على سعر الفائدة وبهذا الاقتراح يمكن أن تتحقق العدالة في توزيع العائد الكلي فيحصل حامل الصك ذي القيمة المرتفعة على نسبة ربح أعلى من حامل الصك ذي القيمة المنخفضة (1).

المطلب الثاني: ضرورة إنشاء وتطوير مشتقات مالية إسلامية

1- عقد السلم والبيع المؤجل:

فهما يحلان مشكلة عدم وجود المسلم فيه في العقد الأول وتأجيله المشروط ، وعدم وجود الثمن وتأجيله في العقد الثاني.

(1) محمد المهدي و وفيق سامي السائح ، (2013) : ضوابط الصكوك الإسلامية المقترحة للحد من تأثير الأزمات الفقاعية مع رصد بعض مواد قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني 2012، المؤتمر العالمي للصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، المنعقد يومي 12-13 نوفمبر، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية الاقتصاد والمصارف الإسلامية ، جامعة اليرموك ، ص445-456 .

1-1 عقد السلم :

عقد السلم يعني السلم ابتياع كل مؤجل بثمن حال حيث يجب أن يكون المبيع (المسلم فيه) بحوزة المسلم إليه (البائع) أو على الأقل يكون قادرا على توفيره وفقا للمواصفات والضوابط المتعلقة بهذا النوع من المبيع كما يجب أن يحدد المسلم فيه بدقة، وذلك ببيان نوعه وجنسه وسائر الصفات المميزة له، وكذا القدر والكمية يجب أن يسلم قيمة التمويل (رأس مال السلم) عند انعقاد عقد السلم ، لأن هذا من شروطه و عقد السلم عقد لازم لا يجوز لأي طرف من طرفيه أن يستقل بفسخه دون علم الآخر ورضاه .

2-1 البيع المؤجل أو البيع بالأجل:

البيع بالأجل أو البيع المؤجل هو تسليم حاضر لسلعة وأجل لثمنها وهو من العقود الجائز التعامل بها شرعا بشرط أن يخير البائع المشتري ،بين سعرين للسلعة السعر الحاضر - أو الجاري في السوق - والسعر الآجل لذلك يفسد هذا العقد إذا اعتبر البائع أن السعر الحاضر هو المستحق له فجعله ديناً على المشتري وأضاف إليه زيادة تقديراً للسعر الآجل، كما يفسد العقد أيضا إذا طلب البائع سعرا آجلا دون أن يعلم المشتري بالسعر الحاضر، ويفترض أن البائع يقدر السعر الآجل للسلعة بناء على تقديراته الخاصة للعائد المنتظر من دوران التجارة بالبيع والشراء وإعادة استثمار رأسماله وأرباحه المحققة دون إبطاء.

2- عقد الاستصناع وعقد الإجار:

1-2 عقد الاستصناع :

هو عقد لشراء أو الحصول على شيء بسعر محدد و التي يمكن تصنيعه في وقت لاحق وفقا للمواصفات المتفق عليها بين الطرفين ،مع التزام من جانب المصنع أو المتعهد بتسليمها إلى المشتري عند الانتهاء و تجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد عقد الاستصناع إلا بوجود أركانه، ولا يتم إلا عند توافرها وهي الصيغة العاقدان والمعقود عليه.

إن تطبيق صيغة الاستصناع في المؤسسات المالية الإسلامية يعمل على خدمة الآخر بالاستصناع في تسليمه العين المستصنعة طبقا للمواصفات المحددة، وغالبا لا يكون لهذا المستصنع الوقت الكافي أو الخبرة الكافية في تقييم أعمال المقاولات والدراسات الفنية و التي تستعمل هذه المؤسسات على توفيرها، فهي إذن نشاط اقتصادي مفيد للصانع والمستصنع والمجتمع ككل.

2-2 عقد الإجار :

يعرف عقد الإجار بأنه عقد يلتزم المؤجر بمقتضاه أن يمكن المستأجر من الانتفاع بشيء معين لمدة محدودة في مقابل عوض مالي وبالتالي فهي أوراق مالية قابل للتداول بيعا وشراء، تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات وتتخذ من أحكام الفقه الإسلامي مرجعا رئيسيا لها و تجري المعاملة في الإجارة كما تجري في البيع .

3- خيار الشرط وبيع العربون:

1-3 خيار الشرط :

هو أن يكون لكل من المتعاقدين أو لأحدهما حق إمضاء العقد أو فسخه في مدة معلومة عند اشتراطها ولا مانع من تحديد مدة خيار الشرط حسب العرف، ذلك وأن إضافة الخيار للشرط من إضافة الشيء لسببه أي أن الشرط هو سبب هذا الخيار ولذلك سمي بخيار الشرط أو شرط الخيار .

ومن آثاره إعطاء الحق لمن له الخيار في فسخ العقد أو إبرامه، والإجازة تكون بالقول أو الفعل، وهذا الشرط يعتبر فيه العقد غير منعقد من حيث الحكم في حقهما معا، أي لا تزول ملكية البائع للمبيع ولا تزول ملكية المشتري للثمن ولا يدخل المبيع في ملك المشتري ولا الثمن في ملك البائع، لأن الخيار المانع لحكم العقد ثابت لكل من البائع والمشتري.

ان اشتراط الخيار لأحد المتعاقدين عن العقد في المعاوضات يمنع خروج العوض من ملك الأول و لا يدخله في ملك الآخر، لأن خروجه من ملك احديهما يحتاج إلى الرضا والرضا غير متحقق مع الخيار، بل هو معلق، فلا يترتب على العقد ذلك الأثر، ويعني ذلك أنه طالما لم يقم المشتري بدفع كامل مبلغ المبيع (الثمن) للبائع فلا تنتقل ملكيته للمشتري، لأنه لا يجوز أن يجتمع (المبيع والثمن) في يد واحدة، فإذا اشترط المشتري الخيار لنفسه عن العقد، لم يخرج الثمن عن ملكه بالإجماع، ولا يملك البائع مطالبته قبل انتهاء الشرط.

2-3 بيع العربون:

عند الفقهاء بيع العربون هو أن يشتري الرجل شيئا أو يستأجره ويعطي بعض الثمن أو الأجرة ثم يقول إن تم العقد احتسبناه، وإلا فهو لك ولا آخذه منك والبيع مع العربون لا يخلو عن خيار للمشتري يعطيه حق الفسخ ولكنه يخسر المبلغ المعجل (غالبا) باسم العربون، للتعويض عن البائع الذي حبس سلعته من السعي لبيعها لآخرين غير المشتري مع حق العربون، والعربون يختلف عن هامش الجدية فهذا الأخير يقع قبل العقد وهو أمانة لدى الحاصل عليه ولا يستحق منه إلا مقدار الضرر، أما العربون فلا يكون إلا ضمن عقد وهو جزء من السلعة وليس مقابل حق الفسخ، فإذا تنازل المشتري عن الحق اعتبر جزءا فعلي من الثمن المطلوب تكملته، وإذا استخدم حقه في الفسخ خسر ذلك العربون واعتاض به البائع الذي عادت إليه السلعة للبحث عن مشتر آخر

ومن شرط العربون تحديد المدة، واحتفاظ البائع بمحل العقد الذي فيه عربون، فليس له التصرف فيه، كما أن حق العربون ليس قابلاً للتداول⁽¹⁾.

المطلب الثالث: وكالات التصنيف الإسلامية كبديل شرعي

إن وجود نظام تصنيف شرعي يسعى إلى تحقيق الهوية الإسلامية للمؤسسات والمنتجات المالية المطابقة للشرعية، مع عدم إغفال الجانب الائتماني فظهرت بذلك مؤسسات معنية بتصنيف المؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية والتي تعد من المحطات البارزة في مسيرة العمل المصرفي الإسلامي، وهي تدل على إدراك المرحلة المتقدمة التي وصلت إليها الصناعة المالية الإسلامية، ولإنجاح دور تلك المؤسسات في التصنيف وكسب مصداقية شرعية ويذيع صيتها دولياً، وتستطيع الحد والتحوط من مخاطر الأزمات المالية وحتى التنبؤ بها، لابد من توفر المتطلبات والشروط التالية⁽²⁾:

- أن تكون جودة التصنيف الشرعي نظام تقييم شفافاً يعتمد بشكل رئيسي على عناصر الموضوعية وعدم التحيز والاستقلالية، وألا تهدف إلى إبداء رأي شرعي حول المنتجات المالية الإسلامية أو التعليق على هيئات الرقابة الشرعية للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية أو تصحيح ما تقدمه من فتاوى.

- أن يكون الدور الرئيسي لوكالات التصنيف الشرعي في مجال التصنيف يتركز في تقييم مستوى التزام المؤسسات بالإجراءات المتبعة من قبل هيئات الرقابة الشرعية لديها، من حيث الالتزام بنصوص وروح الشريعة الإسلامية يضاف إلى هذا أن تقوم تلك الوكالات بدراسة وجود آلية لتقييم مدى التزام المؤسسة بمبادئ الشريعة وما إذا كانت لدى هيئة الرقابة الشرعية، السلطة الكافية للدراسة والتقييم وكذلك المعلومات اللازمة والإمكانيات للقيام بمهامها.

- بما أن جانب المشروعية هو الفصل في ترجيح منتج على آخر بالنسبة للمتعاملين مع تلك الصناعة، فقد كان لزاماً أن يكون هذا العنصر قابلاً للقياس مع وجود طريقة للحكم على تلك المؤسسات والمنتجات إن وجود معايير للتصنيف الشرعي يكفل نجاح المنافسة في، الارتقاء بالنوعية الشرعية وليس تدهور هذا العنصر المهم في صناعة المصرفية الإسلامية.

- الوصول لتصنيف دقيق يستلزم وجود آلية ملائمة لفلسفة ووظائف البنوك الإسلامية كي تقوم بتقويم أدائها وتسهيل المقارنة بينها من ناحية حسن الأداء طبقاً لمعايير الجودة الشاملة، ولتحقيق الشمولية في التصنيف

⁽¹⁾ عتروس صبرينة و عتروس سهيلة، (2015) : واقع البدائل الشرعية للمشتقات المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية الإسلامية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الثاني، ص 102-106.

⁽²⁾ بن علي بلعزوز و مداني احمد، (2010) : التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها دراسة وضعية وشرعية، المؤتمر الدولي الرابع حول لأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، المنعقد يومي 15-16 ديسمبر، كلية العلوم الإدارية، الكويت، ص 16-17.

يجب مراعاة تقويم كل من التمويل والاستثمار والخدمات، والالتزام الشرعي في آن واحد ومن ثم يجب أن يتم تقويم الأداء الفني للأعمال المصرفية المختلفة، من حيث استيفاء المتطلبات اللازمة لتحقيق الأهداف الخاصة بكل من المؤسسة والمتعاملين معها، وعلى الجانب الآخر يتم تقويم الأداء الشرعي من حيث ضمان الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

-أن تهدف عملية التصنيف الشرعي إلى تعزيز الشفافية بشكل كبير، التي من شأنها تقليل المخاطر في الاستثمارات المتنوعة فبروز شركات التصنيف الائتماني التقليدية على المستوى العالمي جاء بسبب ضغوط السوق بعد أن أدى تطور السوق والأعمال وانتشار الشركات المالية والمصرفية ، إلى زيادة احتمالية حدوث مخاطر عالية لهذه الشركات غير المصنفة، ومن هنا جاءت الحاجة لإيجاد شركات تقوم بالتأكد من نشاط تلك الشركات، والأمر نفسه بالنسبة للمصرفية والمالية الإسلامية التي تحتاج إلى التصنيف لإضفاء مزيد من الشفافية، والقضاء على أي مزاем قد يروج لها المشككون في تلك الصناعة الوليدة.

-أن تكون عمليات التصنيف على المؤسسات والشركات المالية والمصرفية إجبارية، ومن ثم تعميمه على الصكوك والسندات وكل المنتجات المالية المعروضة للتداول لا سيما مع النمو الذي تشهده تلك الصناعة وتأتي هذه الإجبارية باعتبار أن التصنيف يرفع من قوة المؤسسة والمنتج المصنف.

خلاصة الفصل الثالث:

لقد أوضحت الأزمة الحالية وما انجر عنها من تداعيات على القطاع المالي والاقتصاد العالمي بشكل عام محدودية الخطط المالية والاقتصادية التي وضعت من أجل مواجهتها على الرغم من ضخامة المبالغ المرصودة لهذا الغرض ، مما يؤكد ضرورة إجراء إصلاحات عميقة على النظام المالي العالمي، وإعادة النظر في قواعد العمل في الأسواق المالية والقوانين التي تحكم النشاط فيها ، فالتوسع ظاهرة مضارية و التعامل بالمشتقات و الهندسة المالية وانفتاح الأسواق وعولمتها ، تنبؤ بحتمية تكرار مثل هذه الأزمات و بآثار أكثر خطورة إن لم تتخذ إجراءات عديدة في هذا المجال ، و أهمها وضع تنظيمات وقوانين جديدة تنظم كل جوانب النشاط المالي والمتدخلين فيه و التخلي نهائيا عن الفلسفة التي سيطرت على أسلوب العمل في الأسواق المالية خلال الثلاث عقود السابقة والقائمة على فكرة عدم التدخل وتقييد نشاطها كونها تملك القدرة الذاتية على تقويم الاختلال و أن تدخل السلطة يكون فقط لمعالجة الأزمة عند وقوعها.

الفصل الرابع

الدروس المستخلصة بالنسبة للاقتصاد
الجزائري أعقاب الأزمات المالية.

تمهيد:

إن الاقتصاد الجزائري كغيره من الاقتصاديات النامية تأثر نسبيا بالأزمات المالية والاقتصادية العالمية سواء بصفة مباشرة أو غير مباشرة من خلال تأثر أهم القطاعات الاقتصادية، أهمها الموازنات العامة و معدلات النمو الاقتصادي، التجارة الخارجية ، فضلا عن تدني إيرادات الدولة من العملة الأجنبية والتي يعتمد عليها اعتمادا كليا في تمويل مشاريع البنية التحتية وبرامج التنمية المختلفة أو حتى النشاط الاقتصادي عامة و هذا خاصة بعد انهيار أسعار المحروقات و انخفاض إيرادات الصادرات على اعتبار أن الصادرات النفطية تمثل نسبة كبيرة من الناتج المحلي 98.01 %، فإن قناة انتقال آثار الأزمات المالية إلى الاقتصاد الجزائري كانت متمثلة أساسا بمستوى أسعار المحروقات و انخفاض الطلب عليها وهذا ما يشكل منعطفا جديدا نحو حتمية قيام اقتصاد قوي قادر على التصدي لتداعيات هذه الأزمة ، واحتواء ما أفرزته من تبعات وما ستفرزه و ذلك عن طريق وضع مجموعة من الإصلاحات و اعتماد نموذج تنموي جديد من أجل تحقيق اقتصاد حقيقي يؤدي إلى إيجاد حلول مشتركة لازمة المالية والاقتصادية .

المبحث الأول : تأثير الأزمات المالية على الاقتصاد الجزائري

المطلب الأول: تأثير أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد الجزائري

1- الأثر على التوازنات الاقتصادية الكلية :

1-1 التجارة الخارجية: عرفت عائدات الجزائر خلال الثلاثي الأول لعام 2009 تراجعاً محسوساً بسبب تناقص مستوى الطلب العالمي على البترول بفعل دخول الاقتصاديات العالمية، في الركود الاقتصادي و انخفاض مستوى النمو في الاقتصاديات الناشئة بسبب آثار الأزمة المالية العالمية و يقدر الانخفاض في 2009 بالمقارنة بسنة 2008 بـ 42.5% ⁽¹⁾ .

الجدول رقم (13): تطور التجارة الخارجية في الجزائر 2005-2013 مليون دولار أمريكي

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الصادرات خارج المحروقات	1099	1158	1332	1937	1066	1526	2062	2062	2165
الصادرات المحروقات	43937	53456	58831	77361	44128	55527	71427	69804	63752
إجمالي الصادرات	45036	54613	60163	79298	45194	57053	73489	71866	65917
الواردات	20048	21456	27631	39479	39294	40473	47247	47490	54852
الميزان التجاري	24989	33157	32532	39819	5900	16580	26242	24376	11065
نسبة التغطية %	226	255	218	201	115	141	156	143	120

المصدر : المركز الوطني للإعلام الآلي و الإحصاء التابع للجمارك cnis

ومن خلال تحليل معطيات الجدول يتضح اثر آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري على مستوى التجارة الخارجية سنة 2009 حيث انخفضت الصادرات خارج المحروقات من 1937 مليون دولار أمريكي سنة 2008 إلى 1066 مليون دولار أمريكي سنة 2009، و بتالي يقدر العجز بـ 871 مليون دولار أمريكي و يبين هذا التراجع الكبير مدى تأثير تراجع أسعار المحروقات على التجارة الخارجية لبلد يعتمد أساساً على عائدات المحروقات ،و هذا راجع بالطبع إلى تراجع الطلب العالمي على الطاقة و بسبب التخفيض في الكميات المصدرة من المحروقات بموجب التزامات الجزائر اتجاه منظمة الأوبك، مما أدى إلى تقلص صادرات الجزائر من المحروقات وتدهور إيراداتها مما سيشكل أهم قنوات انتقال الأزمة إلى الجزائر.

⁽¹⁾ Talahite Fatiha et Hammadache Ahmed, (2010) : L'économie Algérienne D'une Crise À L'autre, revue Maghreb Machrek, édition eska, N° 206, P115.

2-1 الميزان التجاري:

يلاحظ انخفاض كبير في الفائض التجاري حيث بعد انفجار الأزمة المالية العالمية في أواخر سنة 2008 و انخفاض أسعار البترول في حدود 40 - 50 دولار للبرميل مما أدى إلى تراجع قيمة الصادرات بمعدل 46.40 % حيث قدرت خلال السداسي الأول لسنة 2009 بـ 20.7 مليار دولار ، مقابل 38.6 مليار دولار تم تحقيقها في نفس الفترة لسنة 2008 ، في المقابل تستمر الواردات في الارتفاع حيث بلغت قيمتها 19.7 مليار دولار مقابل 18.9 مليار دولار للسداسي الأول سنة 2008 أي بمعدل 4.04 % و ترتب على ما سبق تراجع فائض الميزان التجاري إلى المليار دولار في نهاية جوان 2009 ، بعدما وصل إلى 19.75 مليار دولار لنفس الفترة سنة 2008 ، و هذا ما يؤكد أن الجزائر تتجه نحو تحقيق عجز في الميزان التجاري ، و ذلك في حالة عدم ارتفاع معتبر لأسعار البترول و نشير أن الميزان التجاري الجزائري لم يسجل عجزا منذ سنوات عديدة نتيجة استقرار أسعار البترول في مستويات عالية لتصل 90 دولار للبرميل سنة 2008⁽¹⁾ ، و هو ما يلاحظ من خلال نسبة التغطية للواردات بالصادرات حيث بلغت 115% سنة 2009 مقابل 217 % سنة 2008 أي في حدود النصف و هي نسبة اقل من ذلك المحققة في السنوات 2005 و 2006 و 2007 على التوالي 226 % و 218 % و 255 % مما يؤدي إلى تسجيل الجزائر فائض ضعيف سنة 2009 .

3-1 انخفاض أسعار المنتجات المستوردة وتزايد فاتورة الواردات الجزائرية:

بالرغم من الطبيعة المالية للأزمة الحالية فإن انعكاساتها التجارية دفعت السلطات النقدية الجزائرية في نهاية شهر ديسمبر 2008 إلى تخفيض قيمة العملة الجزائرية ، فالانخفاض الكبير في أسعار المنتجات الأولية والمنتجات الغذائية في الأسواق الدولية على إثر الأزمة المالية زاد من طلب الجزائريين على هذه المنتجات مما أدى إلى زيادة فاتورة الواردات الجزائرية، بشكل أصبح يشكل تهديدا لاحتياطيات الصرف الجزائرية فقد انخفضت أسعار التجهيزات ، سلع الاستهلاك الوسيطة والنهائية بمعدل يصل إلى 25 % ولمواجهة احتمالات ارتفاع الطلب المحلي على الواردات بادرت السلطات النقدية الجزائرية ، ابتداء من 15 ديسمبر 2008 إلى تخفيض قيمة الدينار بحوالي 20 % من قيمته ، فارتفع معدل صرف الدولار إلى حوالي 70-73 دولار بعدما كان يقارب 60-63 دولار في وقت قفز فيه اليورو إلى ما فوق 100 د.ج بعد أن كان يقارب 80 د.ج ، وهو ما

(1) ناصر مراد ، أثار الأزمة الاقتصادية الراهنة حالة الجزائر، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/12/15h30_2017/06/23 . تاريخ الإطلاع: 12/06/2017

جعل معدل الصرف الحقيقي للدينار الجزائري يقترب من مستوى التوازن إن تخفيض قيمة الدينار جعل أسعار الواردات أكثر غلاء مما سمح بتقليص الطلب عليها مع الإبقاء على نفس فاتورة الاستيراد⁽¹⁾.

4-1 الآثار على النمو للاقتصاد الجزائري:

إن تأثر الاقتصاد الجزائري بالأزمة المالية العالمية مرتبط أساسا بحالة الكساد المهيمنة على الاقتصاد العالمي وعلى اعتبار أن الصادرات النفطية تمثل نسبة كبيرة من الناتج المحلي 98.01 % من إجمالي قيمة الصادرات لسنة 2007 إذ يشكل قطاع المحروقات المصدر الرئيسي للدخل الوطني ، فإن انخفاض أسعار البترول من 147 دولارا للبرميل في شهر فيفري 2008 إلى 33.87 دولارا للبرميل في شهر ديسمبر من نفس السنة أي بانخفاض نسبته 334 % ، مما سيؤثر على وضع الموازنات العامة القادمة وعلى معدلات النمو الاقتصادي فضلا عن تدني إيرادات الدولة من العملة الأجنبية والتي يعتمد عليها اعتمادا كليا في تمويل مشاريع البنية التحتية وبرامج التنمية المختلفة ، و يلاحظ من خلال الجدول رقم (14) أن معدلات النمو للاقتصاد الجزائري قد تأثرت بالأزمة المالية العالمية حيث انخفضت من 6.5 % سنة 2007 إلى 2.4 % سنة 2009⁽²⁾.

الجدول رقم (14): تطور معدلات النمو للاقتصاد الجزائري 2001-2012

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006
معدل النمو	2.2	4.7	6.9	5.2	5.1	5.8
السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012
معدل النمو	6.5	2.5	2.4	3.3	3	3.5

المصدر : من اعداد الطالب اعتمادا على معطيات بنك الجزائر، التقرير السنوي للتطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، أكتوبر 2013.

5-1 المديونية الخارجية:

لقد تخلصت الجزائر من مشكلة اقتصادية كبيرة، تتمثل في المديونية و التي كانت تثقل كاهل الميزانية بأقساط خدمة الدين المرتفعة التي كانت تسددها إلى المقرضين الدوليين من نادي باريس و نادي لندن، و هذا بفضل سياسة التسديد المسبق للديون و الاستغلال الجيد للفوائض المالية⁽³⁾ ، و يبلغ الدين العمومي الخارجي للجزائر 3.9 مليار دولار سنة 2009 مقابل 4.8 مليار دولار سنة 2008 وهو ما منح الحكومة الجزائرية هامشا أوسع للحرية في رسم مسارات القرار السياسي والإصلاح الاقتصادي حيث شكل كل من المستوي الهام

(1) عبد الرحمان مغاري ، (2009) : الملتقى الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية و الحوكمة العالمية، المنعقد يومي 20-21 أكتوبر ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، ص 12-13.

(2) عبد الرحمان مغاري ، (2009) : المرجع سبق ذكره ، ص 7-8 .

(3) بلغنامي نبيلة و زاوي شهرآزاد ، (2010) : الأزمة المالية العالمية وأثرها على التنمية بالجزائر، الملتقى الدولي الثاني حول متطلبات التنمية في إفريقيا أعقاب الأزمة المالية العالمية، المنعقد يومي 28-29 أبريل، جامعة بشار ، ص 9 .

لاحتياطيات الصرف و المستوي الأدنى للمديونية الخارجية وسائل هامة لحماية الاقتصاد الجزائري من آثار الأزمة المالية العالمية.

6-1 تأثير الأزمة المالية على الادخار الميزاني وعمليات الخزينة :

انتقلت إيرادات الميزانية خارج الهبات من 2483,3 مليار دينار في السداسي الأول 2008 إلى 1962,6 مليار دينار في السداسي الأول من سنة 2009 ، مسجلة بذلك انخفاضا بنسبة 21 % و يعود هذا الانخفاض إلى انخفاض إيرادات الجباية البترولية (35,4 - %) في ظرف تميز بارتفاع الجباية العادية (28,1 %) و يرتبط الانخفاض القوي في مساهمة إيرادات المحروقات، أساسا، بتطور أسعار المحروقات المصدرة طوال السداسي الأول من سنة 2009 بالفعل، حيث يقع السعر المتوسط عند 51,89 دولار/برميل في السداسي الأول من سنة 2009 مقابل 111,56 دولار/برميل في السداسي الأول من سنة 2008 نتيجة لذلك لم تبلغ الإيرادات البترولية، في السداسي الأول من سنة 2009 ، سوى 63,1 % من مجموع الإيرادات الميزانية مقابل 77,2 % في السداسي الأول من سنة 2008 .

بالفعل، فقد انتقلت إيرادات المحروقات من 1918,3 مليار دينار في السداسي الأول من سنة 2008 إلى 1238,7 مليار دينار في السداسي الأول من سنة 2009 ، بانخفاض قوي (21 - %) بينما انتقلت إيرادات الجباية خارج المحروقات من 565 % مليار دينار إلى 723,9 مليار دينار على التوالي، وهو ما يعادل ارتفاعا قويا 28,1 % أي بمبلغ يساوي 1238,7 مليار دينار تم تحقيقه في السداسي الأول من سنة 2009 وفي السداسي الأول من سنة 2009 ، بلغت الإيرادات خارج المحروقات مبلغا إجماليا يساوي 723,1 مليار دينار، وهو ما يعادل زيادة بنسبة 28,1 % مقارنة مع مستواها في السداسي الأول من سنة 2008 وتمثل الإيرادات الضريبية من جانبها، 88,3 % من المجموع الكلي للإيرادات خارج المحروقات مقابل 86,8 % في السداسي الأول من سنة 2008 أي سجلت أقوى الارتفاعات على مستوى ضرائب على المداخل والأرباح (60,1 %) ، متبوعة ببند ضرائب على السلع والخدمات (13,4 %) وبند الحقوق الجمركية (11,1 %) .

بحصة شبه مستقرة من مجموع الإيرادات خارج المحروقات 13,2 % في السداسي الأول من سنة 2009 و 11,7 % في السداسي الأول من سنة 2008 ، سجلت الإيرادات غير الضريبية زيادة بنسبة 13,9 % في السداسي الأول من سنة 2009 مقارنة مع السداسي الأول من سنة 2008 وتبقى هذه الزيادة أقل من الزيادة في الإيرادات الضريبية 30,3 % .

وبالفعل، بلغت الإيرادات غير الضريبية 84,6 مليار دينار في السداسي الأول من سنة 2009 مقابل 74,3 مليار دينار في السداسي الأول من سنة 2008 ، بفعل تسديد إتاوة بنك الجزائر ورغم انخفاض النواتج المتنوعة

ونواتج أملاك الدولة⁽¹⁾ .

7-1 تأثير الأزمة على الحسابات الخارجية الجارية و ميزان المدفوعات:

حتى وإن كانت الجزائر لم تتعرض إلى الصدمة الخارجية المسماة الصدمة الفجائية فقد تأثر الاقتصاد الوطني بنوع آخر من الصدمة الخارجية ترتبط بالركود المتزامن على مستوى الدول المصنعة والأزمة الاقتصادية العالمية الخطيرة لهذه السنة، بعد سقوط أسعار المحروقات وانخفاض إيرادات الصادرات في الثلاثي الرابع من السنة السابقة، فإن قناة انتقال آثار الأزمة الاقتصادية العالمية إلى الاقتصاد الجزائري كانت متمثلة في سنة 2009 أساسا، بمستوى أسعار المحروقات وانخفاض الطلب في هذا المجال .

وتبين معطيات ميزان المدفوعات أن صادرات المحروقات قد قدرت عند 19,96 مليار دولار في السداسي الأول 2009 أي 41,70 و 35,49 مليار دولار، في السداسي الأول والثاني على التوالي أما في 2007 26,94 و 32,67 مليار دولار، في السداسي الأول والثاني على التوالي .

وإذا كان سعر البترول قد سجل اتجاها تصاعديا بين جانفي وجوان 2009 بواقع 57,94 % بعد السقوط المسجل في الثلاثي الرابع من السنة الماضية 56,59 دولار/برميل مقابل 115,91 دولار/برميل في الثلاثي الثالث، حيث يتميز السداسي الأول من السنة الجارية بانخفاض جوهري في الأحجام المصدرة بـ 13,48 % مقارنة مع نفس الفترة من السنة الماضية، والذي يغذي أثر الصدمة الخارجية بالقيمة، و يساوي تقلص صادرات المحروقات 52,66 % .

قد تأثرت الحسابات الخارجية الجارية بشكل كبير بالتقلب في أسعار البترول والتقلص في الكميات المصدرة، التي تعتبر المتغير الأدوي الجديد ويعتبر التراجع في الصادرات خارج المحروقات في السداسي الأول من سنة 2009 جوهريا، حيث لم يعد مبلغها يمثل سوى 45,1 % من الأداء المسجل في السداسي الثاني 2008 وهو ما يضع سنة 2009 في مستوى أداء يقل كثيرا عن مستوى الأداء المسجل في السنة الماضية في مجال مساهمة الصادرات خارج المحروقات، في قابلية استمرار ميزان المدفوعات الجارية في هذا الظرف الحالي المتميز بالصدمة الخارجية.

حسب معطيات ميزان المدفوعات، استقرت واردات السلع في السداسي الأول من سنة 2009 عند 9,6 مليار دولار على أساس وتيرة ثلاثية، و يعتبر هذا المستوى الثلاثي من الواردات متناغما مع مبلغ الواردات في الثلاثي الرابع من سنة 2008 (9,5 مليار دولار) ولكنه يوجد في حالة تراجع طفيف مقارنة مع مستواها (10.2 مليار

(1) محمد لكسائي، (2011) : التطورات الاقتصادية والمالية في سنة 2010 وبداية الثلاثي الأول من سنة 2011 ، مداخلة محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني، ص 17 ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : www.bank-of-algeria.dz/pdf/.../intervention_2011_ar.pdf ، تاريخ الإطلاع: 2017/04/23، 15h30 .

دولار) المسجلة في الثلاثي الثالث والثلاثي الرابع من سنة 2008 ويترافق الاستقرار النسبي في مستوى واردات السلع في السداسي الأول من سنة 2009 (19,19 مليار دولار مقابل 19,70 مليار دولار في السداسي الثاني من سنة 2008) مع توسع قوي في بند سلع التجهيز الصناعي 34,07 % والذي يعتبر متناغما مع ارتفاع وتيرة إنجاز برنامج الاستثمارات العمومية للدولة و بالمقابل، سجلت الواردات بعنوان بند التغذية تقلصا جوهريا (- 21 %) مقارنة مع المستوى المسجل في السداسي الأول من سنة 2008 حيث كان الارتفاع الشديد في واردات المنتجات الغذائية يعود في جزء كبير منه إلى القفزة المسجلة في أسعار هذه المنتجات في الأسواق الدولية.

نتيجة لذلك، استقر عجز ميزان الخدمات، الذي تعمق في 2007 و 2008 في السداسي الأول من سنة 2009 على أساس وتيرة سداسية، لكن مستواه يبدو مرتفعا أمام التقلص الشديد في إيرادات صادرات المحروقات وخارج المحروقات.

إضافة إلى ذلك، وبعد تآكل فائض الحساب الجاري الخارجي في الثلاثي الرابع من سنة 2008 (2,13 مليار دولار) مقارنة مع الفائض المسجل في الثلاثيات الثلاثة الأولى من سنة 2008 (10,50 مليار دولار، 10,42 مليار دولار) و 11,40 مليار دولار، على التوالي و يعرف السداسي الأول من سنة 2009 عجزا في الحساب الجاري الخارجي بمبلغ 1.62 مليار دولار ويتعلق الأمر هنا بظاهرة اقتصادية جديدة نقص في الادخار مقارنة مع الاستثمارات، التي تتعارض مع الأداءات المسجلة في السنوات التسعة الأخيرة حيث وصل فائض الحساب الجاري الخارجي إلى الذروة في 2008 34,45 مليار دولار وهو ما يؤكد الأثر السلبي للصدمة الخارجية، المرتبطة بالأزمة الاقتصادية العالمية على ميزان المدفوعات الجارية في السداسي الأول من سنة 2009 في ظرف يتميز بتبعية هيكلية للاقتصاد الوطني إلى صادرات المحروقات ⁽¹⁾.

8-1 انعكاسات الأزمة المالية على الجهاز البنكي والمالي الجزائري:

يمكن القول أن النظام المالي والبنكي الجزائري كان في منأى عن الأزمة المالية العالمية، حيث أن الجزائر تتمتع بوضعية مالية قوية خارجية لأن ليس لديها تعامل مالي قوي اتجاه المصارف الدولية (أقل من 1 % من خصوم البنوك الجزائرية) وهي لا تعتمد على التمويل الخارجي كما إن 90 % ، من المصارف الجزائرية هي بنوك عمومية و تتميز بالسلامة المالية لا تمارس أعمال المضاربة ⁽²⁾ و قد ادخل مفهوم البنوك الشاملة عام

⁽¹⁾ محمد لكساني ، (2011) : المرجع سبق ذكره، ص 14.

⁽²⁾ Otmani Abdelhafid et Bouterf Mounya , (2009): Les Canaux De Transmission De La Crise Financière Vers Les Pays Du Maghreb , Colloque International Crise Financière Internationale Ralentissement économique Mondial et Effets Sur Les économies euromaghrébine ,tenue le 11 et 12 Octobre, Université Abderrahmane Mira de Bejaïa , P14.

1990 على النظام البنكي الجزائري ولكن في واقع الأمر فإن البنوك الجزائرية ليس من البنوك الكبيرة التي تتعامل دوليا وعندما تتدخل في الأسواق الدولية فإن أنشطتها جد محدودة و لا تتعامل في المشتقات المالية و تقنية التوريق ،التي كانت وراء الأزمة المالية مثل عقود *CDO*, *CDS*, *MBS* أو بدائل أخرى لاستثمار احتياطات الصرف كما أنها غير معنية على غرار البنوك الاستثمارية العالمية من خلال الاستحواذ على الأوراق المالية السامة، التي تعتبر العامل الرئيسي لنفال الأزمة المالية في العالم.

بالإضافة إلى ذلك، فإن البنوك الجزائرية تخضع لتنظيم صارم يعمل على تقيدها على جمع الموارد لتدعم الاستثمار الحقيقي و ليس لدعم الاستثمار المالي و أعمال المضاربة، لتحقيق الربح السريع و بتالي البنوك الجزائرية لا تستثمر في أسواق الرهن العقاري ذات الخطر الكبير، و لا تمتلك الأوراق المالية التي تمثل قروض الرهن العقاري *subprimes* ولكن تتجه لتمويل القطاع الحقيقي و بتالي البنوك الجزائرية لا تعرف أية خسائر أو حالات الإفلاس المتعلقة بالأزمة المالية العالمية.

كما أن غياب سوق مالي ، لم يحمل الجزائر آثار سلبية و جعل هذا النظام في مأمن من التقلبات المالية الناتجة عن الأزمة المالية العالمية ، ولا يزال السوق المالي في مرحلة بدائية حيث أن الرسملة السوقية هامشية ولا تتعدى 0,25 % من الناتج المحلي الإجمالي ،هذا الضعف هو نتيجة لعدد الأسهم المتداولة سهمين فقط ويتميز أيضا السوق المالي في الجزائر بالانفصال التام اتجاه الأسواق المالية العالمية ،و لا يوجد أي استثمار في محفظة الاستثمار الأجنبي ⁽¹⁾.

9-1 انعكاسات الأزمة المالية على الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر:

إن التراجع في معدل نمو الاقتصاد العالمي خلال العام 2008 والذي استمر خلال 2009 بدرجة لم يعرفها العالم منذ ثلاثينيات القرن العشرين، سوف يؤثر سلبا على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وذلك لأن نمو الاقتصاد العالمي يعد أهم العوامل المؤثرة على توليد وانتعاش التدفقات العالمية للاستثمار الأجنبي المباشر، ومن ثم تباطؤ هذا النمو نتيجة الأزمة المالية الراهنة من شأنه أن يجعل أسواق الدول المتقدمة أقل قدرة على اجتذاب استثمارات مباشرة جديدة أو تصديرها، إلى باقي دول العالم مما يقلص الإجمالي العالمي من تدفقات الاستثمار المباشر خاصة وأن اقتصاديات الدول المتقدمة تهيمن على حصة الأسد من إجمالي التدفقات سواء الواردة أو الصادرة عالميا ،كما أن التراجع الحاد في أسعار المواد الأولية وعلى رأسها النفط والغاز من شأنه أن

⁽¹⁾ Bouzar Chabha , (2009): Les Conséquences De La Crise Financière Sur Les Pays Du Maghreb , Colloque International Crise Financière Internationale Ralentissement économique Mondial et Effet Sur Les économies euromaghrébine ,tenue le 11 et 12 Octobre, Université Abderrahmane Mira de Bejaïa , P14-16.

يؤثر سلبا على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الموجهة إلى هذا القطاع الذي يعتبر القطاع الأكثر جذبا للاستثمارات الأجنبية المباشرة في الجزائر.

ويقلص الانكماش الحاد في حجم الائتمان المصرفي عالميا والناجم أيضا عن الأزمة المالية الحالية من قدرة الشركات على الاستثمار في الخارج أو تمويل عمليات الاندماج، والتملك عبر الحدود الدولية التي تمثل أهم أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر وخاصة الشركات متعددة الجنسيات حيث تراجعت قيمة الصفقات الدولية للاندماج والتملك خلال عام 2008 بنسبة 28% من قيمتها، خلال العام 2007 كما يمكن أن يؤدي تدهور عوائد الاستثمار الأجنبي المباشر أرباح الشركات وضعف مراكزها المالية الناتجة عن الأزمة المالية الحالية إلى استرداد الشركات الأم لعوائد استثماراتها المباشرة من فروعها، أو من الشركات التابعة لها العاملة في الجزائر بدلا من إعادة استثمارها مرة أخرى مما يقلص من الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر وقد تلجأ الشركات الأم إلى بيع فروعها، أو الشركات التابعة لها بغرض الدعم السريع لمراكزها المالية والاحتفاظ بالمستوى المطلوب من السيولة (1).

10-1 انعكاسات الأزمة المالية على احتياطات الصرف الجزائرية:

عرفت احتياطات الصرف ارتفاعات قياسية طيلة 2005-2008 بسبب الارتفاع المستمر في مداخيل صادرات المحروقات الراجع إلى الارتفاع الكبير في أسعار المحروقات و قد بلغت احتياطات الصرف الجزائرية ما قيمته 143.5 مليار دولار نهاية سنة 2008 ، مقابل 110.18 مليار دولار سنة 2007 بعدما كانت في سنتي 2005 و 2006 على التوالي ما قيمته 56.18 مليار دولار و 77.78 مليار دولار و يتضح من خلال هذه الأرقام أن احتياطات الصرف ، زادت بحوالي مرتين و نصف أي أكثر من 80 مليار دولار خلال ثلاث سنوات فقط ، و يمثل مستوي احتياطات الصرف لسنة 2008 ما قيمته 36 شهرا من استيراد السلع و الخدمات حسب وتيرة حجم الواردات لنفس السنة و لقد كانت لازمة المالية العالمية انعكاسات مالية على الجزائر، إذ شاهدت إيراداتها من العملات الصعبة تقلصا معتبرا فبعدما كانت الزيادة في الاحتياطات بين سنتي 2007 و 2008 تقدر بـ 32.18 مليار دولار لم تكن الزيادة في احتياطات الصرف بين سنتي 2008 و 2009 سوى 3.6 مليار دولار حيث قدرت احتياطات الصرف نهاية سنة 2009 حوالي 148.9 مليار دولار ، و ازداد

(1) قدي عبد المجيد و الجوزي جميلة، (2009) : الأزمة المالية الراهنة وتداعياتها على الأداء المتوقع للاستثمارات الأجنبية المباشرة حالة الجزائر، الملتقى الدولي الرابع الأزمة العالمية الراهنة وانعكاساتها على دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، المنعقد يومي 08-09 ديسمبر ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، ص 107-108 .

الوضع خطورة في ظل انخفاض معدل صرف الدولار باعتباره عملة تسعير البترول في حين فاتورة الواردات تسدد بعملة الأورو المتزيدة (1).

و تشير معلومات بنك الجزائر أن احتياطي الجزائر من العملات الأجنبية بلغ في أول ديسمبر 2008 حوالي 140 مليار دولار، كما تشير مصادر وزارة المالية إلى أن التوظيف بالخارج يقارب 90% من هذه الاحتياطيات ويقوم البنك المركزي بإدارة احتياطي الصرف بحذر من خلال توظيف هذه الاحتياطيات في شكل أدونات الخزنة الأمريكية المصنفة AAA، من قبل وكالة التصنيف حيث تم توظيف ما يعادل 43 مليار دولار، في شكل أدونات الخزنة الأمريكية، ويتبع بنك الجزائر في تسييره لاحتياطيات الصرف مبدأ تدنية المخاطرة مع توفير السيولة من خلال ضمان استرجاع الأموال بأقل خطورة ممكنة في أسرع وقت ممكن من أجل تمويل ما يجب تمويله.

و حسب السيد لكصاصي فإن قرابة 70 % من احتياطيات الجزائر من الصرف مودعة بمعدل فائدة يقارب 4%، في شكل أدونات الخزنة الأمريكية، اليابانية والبريطانية والأوروبية ذات السمعة AAA وهي توظيفات تتميز بالطول النسبي لمدتها بينما الباقي مودع لدى بنوك كبيرة عالية السمعة .

وحسب المسئول الأول للبنك المركزي الجزائري فإنه بإمكان الجزائر مواجهة الأزمة المالية بفضل :

- إتباع بنك الجزائر لإستراتيجية تنويع عملات التوظيف ما بين أهم العملات الصعبة ، وهذا ابتداء من سنة 2004 بغرض التسيير الجيد لمخاطر الصرف على هذا الصعيد قام بنك الجزائر بتنويع العملات التي تقوم بتوظيف أموالها فيها، مع الحذر في تسيير احتياطيات الصرف ، وهو ما سمح للجزائر من مواجهة التقلبات الكبيرة التي تحدثت في الأسواق المالية الدولية .

- إن الجزائر ضاعفت من أموالها المودعة في أصول غير معرضة للخطر كما أن ارتفاع احتياطي الجزائر من العملات الصعبة واستقرار معدل الصرف الحقيقي للدينار الجزائري هي ضمانات ضد الهزات الخارجية (2) .

- يعتبر توظيف الاحتياطيات النقدية الجزائرية في شكل أدونات الخزنة الأمريكية توظيفا مضمونا إلى جانب التوظيف في الذهب ، حيث أن انخفاض قيمة الأدونات لا يمكن أن يتم إلا إذا تم بيع كميات كبيرة ومفاجئة لهذه السندات في السوق العالمية ، وفي حالة انخفاض قيمة الدولار فإن انخفاض قيمة الأدونات سيزداد وتجدر الإشارة إلى أن دولا مثل الصين ، اليابان وكوريا الجنوبية توظف حوالي 1300 مليار دولار في شكل أدونات

(1) فانه زكي ، (2011) : تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري ، مجلة أبحاث اقتصادية إدارية ، العدد التاسع ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، ص 173 .

(2) عبد الرحمان مغاري ، (2009) : المرجع سبق ذكره ، ص 6-7.

الخزانة الأمريكية ، وهو ما سيدفع بها إلى بذل ما في وسعها لمنع انخفاض قيمتها ومن تم يمكن القول أن هذه البلدان تحمي أموال الجزائر المودعة في شكل أدونات الخزانة الأمريكية إلا أن انخفاض معدل الفائدة على هذه الأدونات ، قد يدفع بالدول الآسيوية إلى البحث عن مجالات توظيف أخرى فالصين لوحدها كانت خلال شهر سبتمبر 2008 توظف حوالي 585 مليار دولار أمريكي في شكل أدونات الخزانة الأمريكية ، وهذا من أصل احتياطي كلي يقدر بـ 1900 مليار دولار وبذلك تحتل الصين المرتبة الأولى بين دائني الولايات المتحدة الأمريكية ، وهذا ما قد يؤكد نوعا ما أن الاحتياطيات موظفة بشكل آمن .

- من ناحية ثانية هناك من يرى بأن توظيف تلك الأموال في شكل أدونات الخزينة الأمريكية يلحق ضررا بتلك الأصول ، ففي ظل التدهور المستمر لسعر صرف الدولار ، و تقلص الثقة في الاقتصاد الأمريكي مع الظروف الراهنة سيؤدي إلى خسارة ما يقارب ثلث احتياطياتنا من الصرف الأجنبي فإن 43 مليار دولار الجزائرية المودعة في الولايات المتحدة الأمريكية، لا تساوي أكثر من 22 مليار دولار هذا الاحتياطي المودع بمعدل فائدة يقارب 5 % يخضع لتضخم داخل الولايات المتحدة الأمريكية ما يقارب 2,5 % مما يعني أن صافي معدل الفائدة هو 2,5 % مقيما بالدولار .

- إن الأزمة المالية العالمية وركود الاقتصاد الأمريكي والأوروبي من شأنها أن تؤثر على مردود التوظيفات المالية الجزائرية بالخارج ، وهذا بفعل ميل معدلات الفائدة إلى الانخفاض في الأسواق العالمية وهو ما يعني أن المدخرات الجزائرية ، التي وظف الجزء الأكبر منها في أدونات الخزانة الأمريكية ستعود بفوائد أقل ، مما يعني أن الجزائر تجد نفسها متأثرة بالأزمة المالية العالمية (1) .

الجدول رقم (15): تطور احتياطيات الصرف الجزائرية 2003-2013 مليار دولار

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
احتياطيات الصرف	56.18	77.78	110.18	143.10	148.91	162.22	182.22	190.66	189.75

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر

المطلب الثاني: تداعيات أزمة اليورو على الاقتصاد الجزائري

يرى عدد من الخبراء أن أزمة الأورو لن تؤثر على بلادنا بشكل عاجل بفضل احتياطيات الصرف من العملة الصعبة، حيث لن يكون للأزمة المالية التي تعرفها بلدان أوروبا الجنوبية أثر فوري على الاقتصاد الوطني

(1) عبد الرحمان مغاري ، (2009) : المرجع سبق ذكره ، ص7- 8 .

بالنظر إلى الاحتياطات المالية التي تتمتع بها الجزائر، إلا أن انعكاساتها السلبية ستكون على المديين القصير والمتوسط على عدة مستويات :

1- بسبب سياسات النقشف التي اعتمدتها البلدان المتضررة من الأزمة فإنه من المحتمل أن يكون هناك انخفاض لاستهلاك الطاقة في تلك البلدان، مما سيكون له أثر مباشر على صادراتنا من الغاز و المحروقات وبالتالي على مداخلنا التي تمثل 97 % من مجموع الصادرات و 60 % من مداخل الدولة وللتذكير فإن الجزائر تمون أوروبا بنسبة 25 إلى 30 % من الاحتياجات الغازية وذلك يمثل 70 % من الصادرات الجزائرية، وبالتالي فهي تعد ثالث ممون لأوروبا من الغاز بعد روسيا والنرويج .

حيث أن برنامج صادراتنا من المحروقات نحو أوروبا لاسيما إيطاليا وإسبانيا و إنجلترا ستجد أسواقا منهكة إذا لم تعرف طريقها إلى النمو أو أكثر من ذلك، إذا دخلت تلك البلدان في حالة كساد سي طرح مشكلا كبيرا لمداخلنا من العملة الصعبة في تلك المنطقة التي لدينا معها دوما حصص هامة من السوق في قطاع الطاقة كما أن استمرار الأزمة الأوروبية سيكون له بالتأكيد أثر على باقي العالم، حيث موقعنا كمصدر للمحروقات سيتدهور لأن أسعار البترول يخشى أن تنخفض بشكل كبير في الوقت الذي يتم فيه تمويل عجز الميزانية من الجباية الخاصة بالمحروقات، علما بأن انخفاض واحد دولار في سعر برميل البترول يجعل الجزائر وبالتالي ميزانيتها تخسر 400.000 دولار يوميا، لذلك فإن أي تراجع في عائدات البترول يبعث على القلق (1) .

2-ارتفاع كبير في فاتورة الواردات الجزائرية، لا سيما ارتفاع أسعار المواد الصناعية و الغذائية التي ارتفعت كثيرا بفعل أثار المضاربة تحت ضغوط شح السيولة و إفلاس الشركات الإنتاجية و عجز الموازنات في دول المنطقة المعنية بالأزمة، هذا الارتفاع يغذي التضخم و يتم استيراده من قبل الدول المعنية بالواردات من منطقة اليورو شأن الجزائر التي عليها أن تدفع ثمن ذلك في شكل زيادات محسوسة في الأسعار الداخلية، و هذا ما حدث بالضبط حيث سجل التضخم في الجزائر خلال الثلاثي الأول من 2012 رقما قياسيا لامس 5.7 % حسب الديوان الوطني للإحصاء الأمر يخص المنتجات نصف المصنعة و الصناعات الغذائية و المواد الفلاحية و خاصة الحبوب (2) .

غير أن التدهور الذي شهدته العملة الأوروبية الموحدة جراء الأزمة في اليونان، سيف ذو حدين بالنسبة للاقتصاد الوطني، و يعتبر إيجابيا إذا أخذنا بعين الاعتبار أن 60 % من قيمة الواردات الجزائرية مصدرها دول الاتحاد الأوروبي، وعلى هذا الأساس فإن تراجع قيمة الأورو من شأنه تخفيض قيمة فاتورة الواردات نظرا

(1) ف. هند ، لا خوف على الجزائر من أزمة الأورو حاليا ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :

http://www.djazairress.com/akhbarelyoum/38335 ، تاريخ الإطلاع: 2017/03/23 ، 15h30 .

(2) كنز رضا ، أثر أزمة اليورو على الجزائر ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :

http://kanz-redha.blogspot.com/2012/12/blog-post.html# . WckJAbJJbIU ، تاريخ الإطلاع: 2017/03/23 ، 15h30 .

لأنخفاض أسعار المنتجات الأوروبية، وينعكس هذا المبدأ مباشرة على التقييم الإجمالي للميزان التجاري، وكذا نفقات الخزينة العمومية في مجال تغطية حاجيات السوق المحلية، بالإضافة إلى ذلك فإن انخفاض أسعار المنتجات المستوردة يؤثر أيضا على أسعار تلك السلع على مستوى تداولاتها في السوق المحلية تطبيقا لمبدأ العرض والطلب⁽¹⁾.

3- تآكل الاحتياطات و تراجعها في حال تدهور سعر الصرف و هو ما ينتج فاتورتين للتصدير و الاستيراد غير متعادلتين، حيث ستتراجع قيمة التوظيفات الجزائرية من احتياطي الصرف، خاصة أن الجزائر توظف نسبة 55% من احتياطي الصرف بالعملة الأوروبية اليورو وجزء منه بسندات الخزينة على مستوى بنوك أوروبية من الدرجة الأولى، ويمكن للأزمة بعد تفاقمها أن تؤدي إلى تراجع قيمة السندات المقيدة باليورو بنسب كبيرة⁽²⁾.

المطلب الثالث: انعكاسات الأزمة البترولية الحالية على الاقتصاد الجزائري

1- على الناتج المحلي الإجمالي:

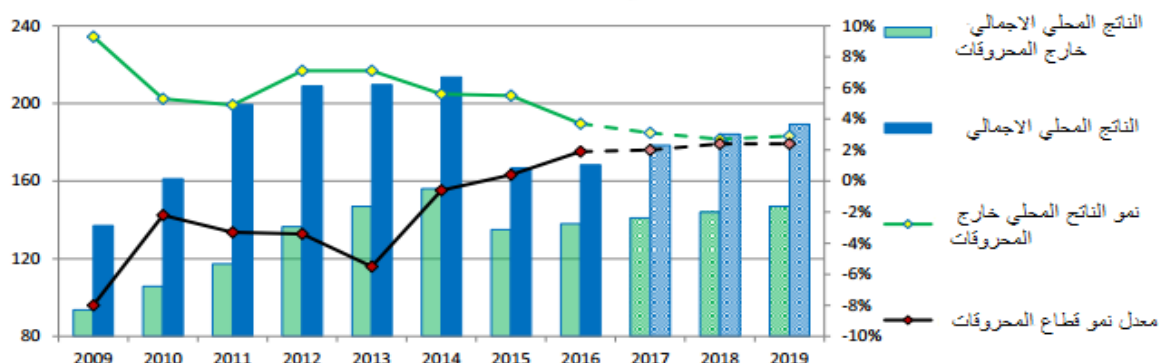
ولدت الطبيعة الريعية للاقتصاد الوطني علاقة طردية بين نمو مداخل القطاع من جهة، و نمو الناتج المحلي الإجمالي من جهة أخرى حيث يقدر الانخفاض الكبير للناتج المحلي خاصة في سنة 2015 بنسبة 2.55 % بالموازاة مع حالة الانكماش، التي شهدتها القطاع النفطي بنسبة 30.34 % بسبب انعكاسات الأزمة الحالية حيث أن استمرار الانخفاض في أسعار النفط والغاز، بداية من الفصل الثاني في 2014 و التي استمرت في 2015 و 2016 أثرت على مختلف التوازنات الاقتصادية، حيث بلغت المحروقات خلال الفترة 2002-2015 98% من الصادرات و 67% من عائدات الضرائب، وساهمت بنسبة 35% من الناتج المحلي الإجمالي أما في عام 2016، فقد شكلت المحروقات 93% من الصادرات و 38% من عائدات الضرائب وتسهم بنحو 27% من الناتج المحلي الإجمالي⁽³⁾، مما يدل على أن أصل عدم الاستقرار في نمو الناتج الداخلي الإجمالي يرجع إلى عدم الاستقرار في حصة قطاع المحروقات التي تتأثر بشكل كبير بتقلبات أسعار البترول في الأسواق العالمية.

(1) عبد الرحمان مبتول، تراجع الأورو سيفاً ذو حدين الاقتصاد الجزائري ليس في منأى عن تداعيات أزمة أوروبا، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://www.djazairess.com/elbilad/19378>، تاريخ الإطلاع: 2017/03/23، 15h30.

(2) سليمان شيبوط، (2014) : تداعيات أزمة الديون الأوروبية على الاقتصاديات المغاربية مقارنة نظرية، مجلة روى اقتصادية، العدد السادس، ص 149.

(3) Trésor direction générale, (2017): Situation économique de l'Algérie perspectives 2017, Disponible sur le site, https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/15698_situation-economique-de-lalgerie-perspectives-2017, P 1, Consulté le: 23/06/2016, 20:55h.

الشكل رقم (27): تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وقطاع المحروقات 2009-2019



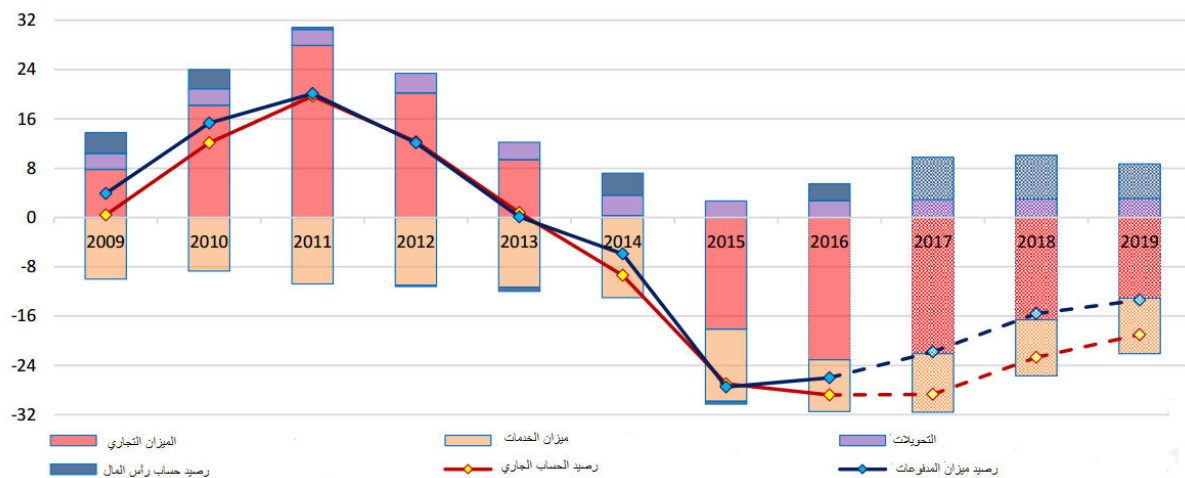
Source : Trésor direction générale, (2017): Op.Cit, P 1.

2- عجز قياسي في الموازين الاقتصادية:

من أبرز ما خلفته الأزمة البترولية الحالية هو نقل الموازين الاقتصادية من حالة الفائض إلى حالة العجز أي تأثر الموازين الاقتصادية بالانهيار الحاصل في أسعار البترول، و حسب إحصائيات مديرية الجمارك فان التجارة الخارجية للجزائر تظهر انكماشاً في حجم الصادرات بـ 16.7% لتصل إلى 28.9 مليار دولار و التي بنسبة 93.8% تتكون من المحروقات مع انخفاض في الواردات بـ 9.6% أي ما قيمته 64.7 مليار دولار ، و بتالي رصيد الميزان التجاري يحقق عجز بـ 17.8 مليار دولار وتعتبر سيادة الصادرات النفطية في هيكل الصادرات الإجمالية بما يقارب 98% مبرراً منطقياً لحالة العجز التي شهدتها الميزان التجاري حيث تشهد الأولى انخفاضاً متواصلاً بينما تزداد قيمة الثانية، ما استدعى وضع قيود الاستيراد للعديد من المنتجات خاصة الكمالية منها. كما حقق رصيد الحسابات الخارجية بميزان المدفوعات على مدى سنتين عجزاً يقدر بـ -16.2% من الناتج المحلي الإجمالي في 2015 و 17.1% من الناتج المحلي الإجمالي في 2016 ووفقاً لصندوق النقد الدولي، فان رصيد الحسابات الخارجية يتوقع أن يبلغ 16.1% من الناتج المحلي الإجمالي في 2017 أما رصيد ميزان المدفوعات يقدر بـ 12.2% من الناتج المحلي الإجمالي بعد أن كان 15.4% من الناتج المحلي الإجمالي في 2016⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Trésor direction générale, (2017): Op.Cit, P2 .

الشكل رقم (28): تطور مختلف الأرصدة الخارجية



Source : Trésor direction générale, (2017): Op.Cit, P2 .

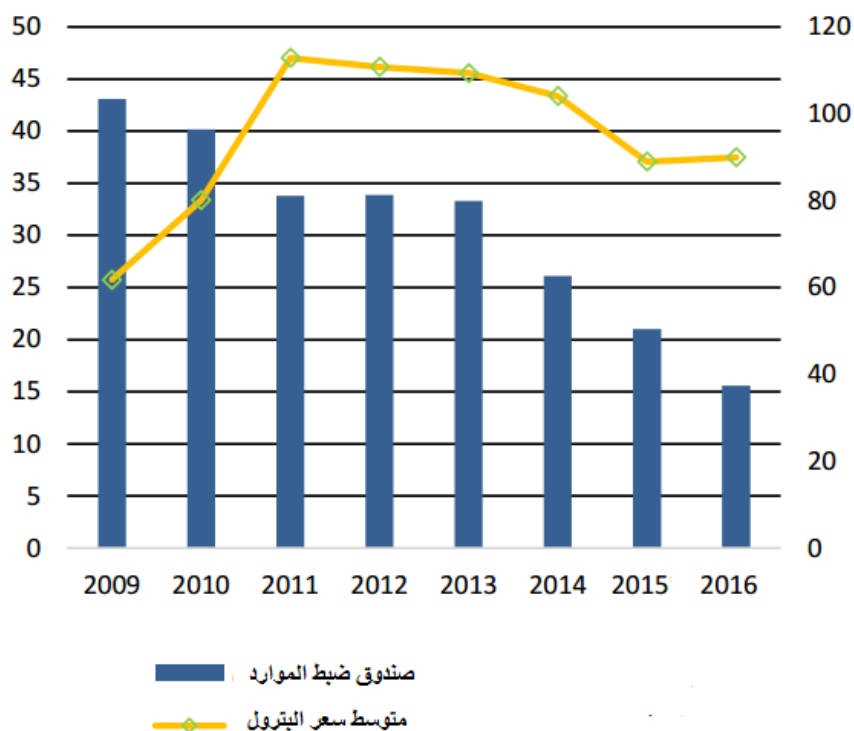
3- انخفاض موارد صندوق ضبط الموارد :

بعد الانخفاض الحاد في أسعار النفط التي بدأت في نهاية جوان 2014، فقد تم تكثيف اللجوء إلى صندوق ضبط الموارد و وفقا للبيانات الصادرة عن مديرية المالية فان حجم المبالغ التي تم اقتطاعها من صندوق ضبط الموارد بلغت 2965.6 مليار دينار في 2014 مقابل 2132.4 مليار دينار في 2013 و هو ما يمثل اكبر اقتطاع منذ 2004 و قد استخدمت هذه المبالغ لتمويل عجز الخزينة و التي بلغت 2965.6 مليار دينار وهو أعلى مستوى يلاحظ منذ 2001.

وفي نهاية عام 2014 بلغت أصول صندوق ضبط الموارد بعد الاقتطاعات 4408.4 مليار دينار ثم 3441 مليار دينار نهاية 2015 مقابل 5563.5 مليار دينار في 2013 و في المجموع تم تخفيض حجم موارد صندوق ضبط الموارد بنسبة 33% خلال عام واحد و حسب التوقعات سيتم إفلاس صندوق ضبط الموارد في 2017⁽¹⁾.

⁽¹⁾ ZEMIRLI Radhia , (2016): Rente pétrolière et choc pétrolier entre dépendance et vulnérabilité économique en Algérie , colloque international Impact de l'évolution future des prix et des réserves d'hydrocarbures sur la stratégie de décollage économique en Algérie, tenue le 29-30 novembre, université bouira , P10.

الشكل رقم (29): تطور حجم موارد صندوق ضبط الموارد



Source : Trésor direction générale, (2015): Indicateurs économiques et financiers de l'Algérie, Disponible sur le site, <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/411636>, P 4 , Consulté le: 23/06/2016, 20:55h.

4-انخفاض احتياطات الصرف :

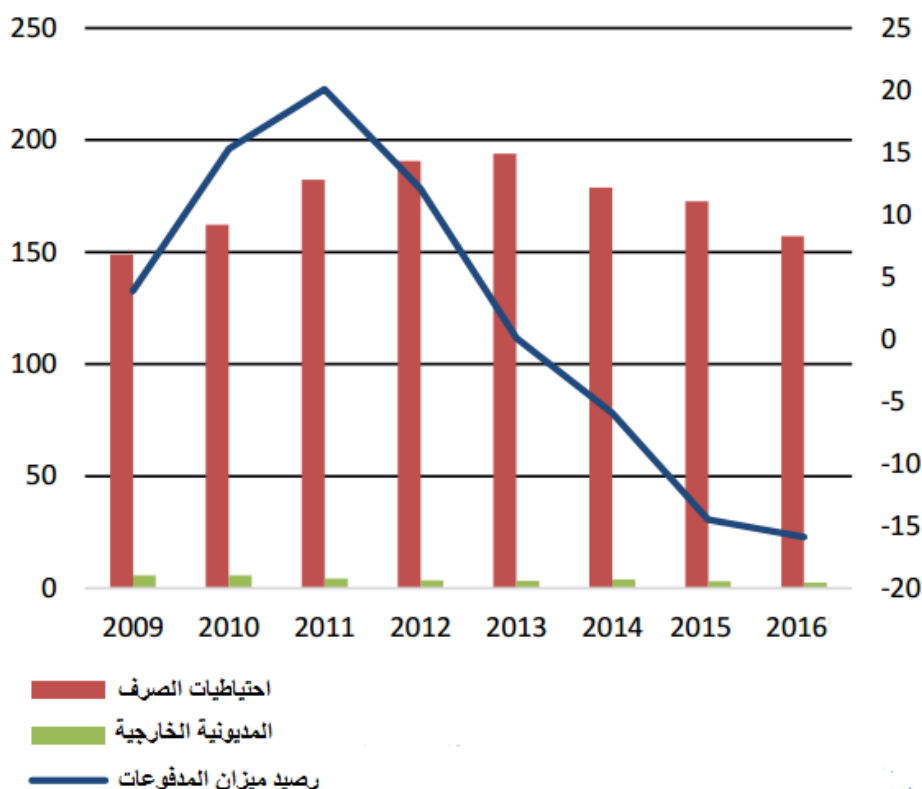
لقد عرفت احتياطات الصرف انخفاضا حاد في 2014 و 2015 و التي بلغت على التوالي 178 و 159 مليار دولار مقابل 194 مليار دولار في 2013 حيث فقدت الجزائر في غضون عامين 35 مليار دولار و هو ما يعكس هشاشة الاقتصاد وخصوصا ضعفه.

في حين كما أشار محمد لقصاصي، محافظ بنك الجزائر لا يزال مستوى احتياطات النقد الأجنبي كافي لموجهات مختلف الصدمات الخارجية مع الدين الخارجي المنخفض جدا و المقدّر بحوالي 3.35 مليار دولار في نهاية جوان 2015 و بتالي الجزائر تحوز على احتياطي صرف مهم لدفع احتياجاتها من الواردات لمدة 2 إلى 3 سنوات وفقا لتوقعات بنك الجزائر.

ولكن ينبغي الإشارة حتى لو كانت احتياطات النقد الأجنبي الحالية تسمح للجزائر لمواجهة الصدمات الخارجية على مستوى ميزان المدفوعات في المدى القصير فإن هذه القدرة على المقاومة سوف تنخفض إذا ظلت أسعار النفط عند مستويات منخفضة لفترة طويلة⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Zemirli Radhia , (2016): Op.Cit, P12.

الشكل رقم (30): تطور حجم احتياطات الصرف و المديونية الخارجية



Source : Trésor direction générale, (2015): Op.Cit,P 4

المطلب الرابع : إجراءات مواجهة الأزمات في الجزائر

1- إجراءات مواجهة أزمة الرهن العقاري :

-إن تحرك الحكومة الجزائرية لمواجهة آثار الأزمة الاقتصادية جاء من خلال قانون المالية التكميلي 2009 و التي جاء كنتيجة لاستمرار آثار الأزمة على الاقتصاد الجزائري خاصة في الوقت التي كانت صادرات الجزائر، سواء كانت من المحروقات أم خارجها ، تعرف انخفاضا في حجمها وبتالي السعي للحد من ارتفاع حجم الواردات خاصة المواد الأولية و المنتجات النصف المصنعة ، والتجهيزات و التي لم يكن لديها متسع من الخيارات بسبب الاحتياجات الناشئة عن خطة التحفيز،و كذلك السعي إلى تنويع الموارد الضريبية من خلال تعزيز آليات مكافحة التهرب الضريبي والاقتصاد غير الرسمي.

-إن اللجوء إلى التدابير الاستثنائية تسمح بتحقيق مبادئ إدارة مخاطر الأزمة وبالتالي تحقيق مبدأ حماية المصالح الاقتصادية الوطنية و التي تهدف إلى تسيير الإختلالات الخارجية، و تطهير ممارسات التجارة الخارجية ، وإعادة توجيه الاستثمار الأجنبي المنتج وتشجيع رأس المال المحلي، والإشراف على العمليات التجارية والخدمات المصرفية وتنظيم تعامل الشركات الأجنبية في السوق المحلية ودخول المنتجات المستوردة

في السوق المحلية ونمط تمويل الواردات، و تهدف هذه الاجراءات إلى تنظيم نشاط الشركات الأجنبية وتعزيز تشكيل رأس المال الإنتاجي المحلي، من خلال إلزام فتح رأس مال الشركات المستوردة 30% كحد أدنى والمشاريع الاستثمارية الأجنبية 51% كحد أدنى أمام رؤوس الأموال الجزائرية، و فرض قيود على تحويل الأرباح و التحفيز على إعادة استثمارها محليا، من اجل الحد من تهريب العملة إلى الخارج.

-تنظيم عمليات التجارة الخارجية من خلال تعميم الشفافية على عمليات التجارة الخارجية ومنع الممارسات الاحتياطية كتعميم الرقم التسلسلي الجبائي كشرط لقيام بأي، عملية تجارية خارجية و إجبارية وجود الأشخاص المسجلين في السجل التجاري وقت عمليات الاستيراد، و شرط تطابق المنتجات المستوردة مع المقاييس العالمية و إجبارية تقديم التوطين البنكي كشرط لقيام بأي عملية استيراد، و عملية التسوية المالية و الجمركية وفرض استخدام القرض المستندي كوسيلة وحيدة للدفع، و في الأخير إلغاء القرض الاستهلاكي للحد من الواردات و تشجيع القروض العقارية بهدف إعادة تخصيص القروض المصرفية.

-منع استيراد بعض المنتجات، كإيقاف استيراد الأدوية التي يتم إنتاجها محليا ولا تعرف النقص في السوق المحلية، وإيقاف استيراد الآلات والتجهيزات المستعملة مع فرض ضرائب عليها.

و من خلال تحليل هذه التدابير يتضح إعادة توجيه الإستراتيجية التنموية الجزائرية في اتجاه حماية الصناعة الناشئة أو العودة إلى نموذج إحلال الواردات، هذه التدابير لا يبدو أنها جزء من إستراتيجية شاملة بل تبدو وكأنها نتيجة لسياسية منطقية وعملية تدريجية والمعدلة بأثر رجعي تحت ضغط الآثار السلبية للأزمة الاقتصادية.

و من خلال تقييم المؤشرات الاقتصادية لعام 2009 تشير إلى أن أهداف قانون المالية التكميلي 2009 قد تم المبالغة فيها إلى حد كبير حيث أن الواردات، و الذي كان من المفترض أن تتراجع 5 % مقارنة مع 2008 حيث بلغت 37.4 مليار دولار لعام 2009 في مقابل (37.5 مليار دولار في عام 2008) أما معدل نمو الاقتصاد والذي كان من المفروض أن يرتفع إلى 4% لم يتجاوز 2.4% في حين أن النمو خارج المحروقات قدر بـ 9.3 % أعلى بكثير من 6.4% المتوقعة وذلك بفضل المحصول الوفير من الحبوب وأخيرا، في حين ينبغي أن يظل معدل التضخم أقل من 4%، قد وصل إلى مستوى قياسي بلغ 6.4% ويرجع ذلك أساسا إلى العوامل الداخلية و من الصعب التمييز بين آثار الأزمة وتلك التدابير المتخذة في سياق قانون المالية التكميلي 2009 وقد ساعدت هذه التدابير التخفيف من بعض الآثار السلبية للأزمة، لا سيما عن طريق ضغط الإنفاق العام و الحد من نمو الواردات (1).

(1) Talahite Fatiha et Hammadache Ahmed, (2010) : Op.Cit, P117-119 .

2- إجراءات مواجهة الأزمة النفطية :

- اتخذت السلطات الجزائرية حزمة من الإجراءات التقشفية لمواجهة تراجع أسعار النفط دون المساس بالجانب الاجتماعي للمواطنين حيث قررت تجميد التوظيف في الوظيفة العمومية في 2015 أما المشاريع الكبرى سيتم تأجيلها بالإضافة إلى تجميد زيادة الأجور، بالإضافة إلى فرض ضرائب أعلى وضرائب جديدة على عدد من المنتجات المدعمة وتقليص الإنفاق الحكومي، و ترشيد الاستهلاك و جلب الاستثمارات و مواجهة المديونية الداخلية بالاعتماد على الموارد المالية المتاحة خارج مبيعات النفط .

- تقليص مشاريع مصنفة بأنها مشاريع ليست ذات أولوية و ترشيد نفقات التسيير و محاربة كل أشكال التبذير و تشجيع الاستثمار و الإنتاج الوطني ، و التحكم في الاستيراد من خلال تشديد إجراءات الاستيراد التي أثبتت نجاعتها في الحد من نزيف العملة الصعبة ،الذي كان يتدفق بواسطة الفواتير المضخمة والتصاريج الجمركية الكاذبة وبالتالي التحكم في نوع المواد القادمة إلى الجزائر ،و محاربة الفوترة الغير القانونية و الغش في السلع و لن يبقى في الساحة إلا المستورد المهني والحد من إنشاء المؤسسات العمومية ذات الطابع الإداري.

- تقليص الميزانيات القطاعية، كتدبير يرمي إلى الاستمرار في سياسة الحد من الإنفاق، وهو ما يعني بصورة آلية مواصلة تجميد المشاريع التنموية الثقيلة، لاسيما ما اتصل منها بقطاع الإسكان والبنية التحتية التي لا تحظى بالأولوية مثل الترمووي والطرق البرية والسكة الحديدية، والتي تتوجه بالدرجة الأولى إلى تلبية المطالب الاجتماعية للمواطنين .

- توسيع الوعاء الجبائي والضريبي، عموديا، مثل اقتراح زيادات في معدلات الرسوم، وفي مقدمتها الرسم على القيمة المضافة، والرسم أو الدمغة المطبقة على مختلف أنواع السجائر المنتجة محليا أو المستوردة فالإجراءات التقشفية ستشمل زيادة في أسعار المواد الطاقوية كالبينزين والمازوت، إذ تمّ تعديل الرسم المعتمد منذ سنوات في حساب تكلفته وسعر بيعه ليقفز من 7 إلى 17 % تم إلى 19% سنة 2016 - 2017.

- الإبقاء على السياسة النقدية المنتهجة المرتكزة على استمرار خفض قيمة الدينار لامتصاص الفائض من الكتلة النقدية المتداولة في السوق الموازي، وهو ما يعني تحرير الأسعار حيث بلغت قيمة الدولار الواحد 104,95 دينارا، ما يعني أن الدولة تسببت بشكل متعمد في نقص قيمة الدينار الجزائري عن طريق البنك المركزي، من أجل رفع الجباية النفطية، بحيث لما يكون الدينار ضعيفا أمام الدولار القوي إذا بيع به النفط يكون العائد أوفر⁽¹⁾.

(1) خالد بن الشريف، ماذا وراء انهيار الدينار الجزائري؟ 5 أسئلة تشرح لك، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :

https://www.sasapost.com/the-collapse-of-the-algerian-dinar ، تاريخ الإطلاع: 2017/03/23، 15h30 .

وفي هذا السياق، يؤخذ على الحكومة إصرارها في تقديم العلاج المؤقت للأزمة وليس البحث عن حلول دائمة في نموذجها الجديد للنمو الاقتصادي ، لأن الحكومة استبدلت الاستثمار العمومي بالاستثمار التجاري الذي يقوم على تقليص فاتورة الاستيراد وزيادة أسعار السلع والخدمات والمنتجات الطاقوية، وتوسيع الوعاء الجبائي والضريبي لتعويض خسائر الجباية البترولية، وزيادة نسب اقتطاعات الضمان الاجتماعي والتقاعد، وهو ما سيعرض المواطنين للضيق الاجتماعي واستشراء البطالة خلال الفترة من 2017 و 2020، وكل ذلك من أجل تقادي تجاوز نفقات الدولة لمداخليها (1).

المبحث الثاني: التسيير الأمثل لاحتياطات الصرف

المطلب الأول: آلية بنك الجزائر في تسيير احتياطات الصرف و عوائدها .

تعتبر وظيفة إدارة الاحتياطات من العملة الأجنبية أهم الوظائف التي يقوم بنك الجزائر لما لها من انعكاسات على الاقتصاد الكلي و في هذا الإطار، يكتسي مستوى احتياطات الصرف الرسمية أهمية خاصة إذ يمثل خط الدفاع الأساسي ضد الصدمات الخارجية و عليه ، يركز الاستقرار المالي الخارجي على المدى المتوسط و الطويل على مواصلة التسيير الحذر لاحتياطات الصرف الرسمية من طرف بنك الجزائر و تتمثل الأهداف المتبعة في هذا المجال في :

1- الحفاظ على قيمة رأس المال و النقليل من خطر خسارة القيمة السوقية للأصول، بالاحتفاظ على محفظة متنوعة للأصول ذات النوعية الرفيعة فيما يخص تنقيط القرض و نوع المصدر و بتطبيق ممارسات ملائمة لتخفيف المخاطر.

2- الاحتفاظ على مستوى عال من السيولة من خلال توظيف الاحتياطات في أصول بتاريخ استحقاق قريب و التي يمكن إعادة بيعها بسرعة دون فقدان القيمة .

3- الحصول على أفضل مردود ممكن مع احترام الأهداف المتعلقة بالأمن و السيولة.

و عليه، حتى و إن كانت الإيداعات تتم خصوصا لدى البنوك المركزية والمؤسسات المالية الدولية، فإن حصة محافظ الأوراق المالية قد تزايدت منذ 2007 لتبلغ 98 % من إجمالي الاحتياطات، وتتشكل هذه المحافظ من أدوات تستفيد من أفضل تنقيط و بالتالي تتعرض لأقل مخاطر، تتمثل أساسا في السندات السيادية هذه

(1) جلال بوعاتي، مزيد من النقش في ميزانية ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://www.elkhabar.com/press/article2017> ، تاريخ الإطلاع: 2017/03/23 ، 15h30 .

الاحتياطات مودعة على شكل سندات لدى الخزينة الأمريكية، ولدى بنوك مركزية أجنبية ويتشكل احتياطي الصرف الجزائري بنسبة 46% من الدولار و 42% من الأورو⁽¹⁾ .

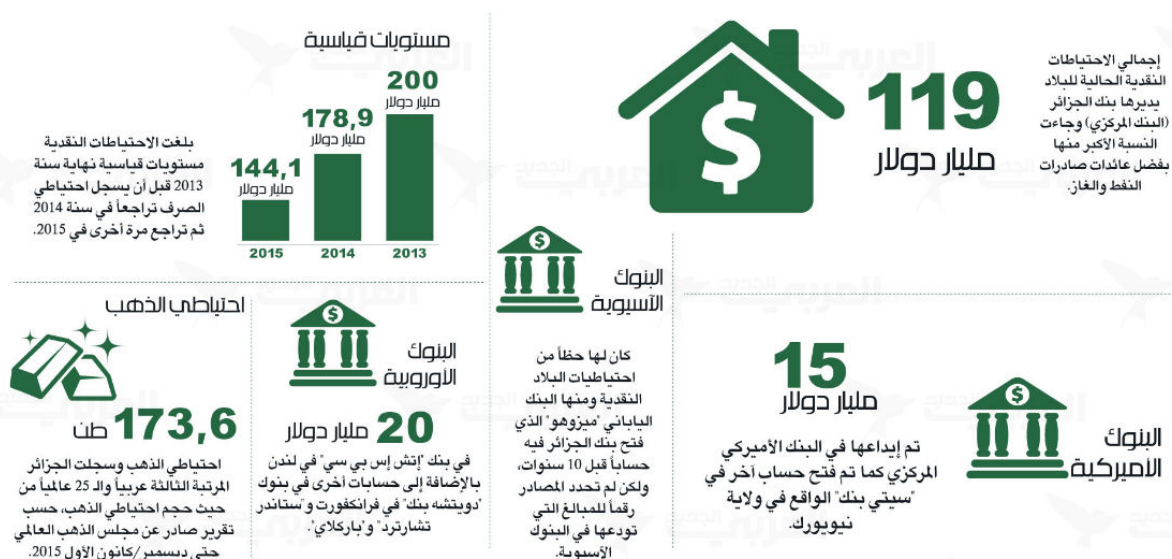
وتتوزع الاحتياطات على العديد من البنوك الأمريكية والأوروبية والآسيوية المعروفة، حيث أن الجزائر وضعت قرابة 15 مليار دولار من احتياطي صرفها في البنك الفيدرالي الأميركي بعدما اشترت الجزائر سندات خزينة مدفوعة على أقساط ،ومن أبرز البنوك التي تحظى بنصيب جيد من الاحتياطات النقدية سيتي بنك والذي تربطه علاقة تاريخية مع بنك الجزائر الذي فتح فيه حسابا لتوطين عائدات البلاد وأكدت المصادر أن جزءا آخر من الاحتياطي يتواجد في العديد من البنوك الأوروبية أولها دويتشه بنك إذ يحوز بنك الجزائر على حسابين أحدهما جار بالعملة الأوروبية الموحدة اليورو والآخر بالدولار، كما أن بنك ستاندر شاريتد البريطاني له نصيب من الاحتياطي إذ فتح البنك المركزي الجزائري حسابين أحدهما في فرع لندن والثاني في فرع هونغ كونغ ،كما يضع بنك الجزائر المركزي قسما من احتياطي الصرف في حسابين آخرين واحد في بنك أتش أس بي سي في لندن يحتوي على 20 مليار دولار والثاني في بنك باركليز الذي يعتبر زبونا سياديا بفعل حجم الودائع الكبير الموضوع لديه من الاحتياطي النقدي، حسب بنك الجزائر .

وفي إطار سياسة تنويع البنوك، تم وضع مبلغ آخر من الاحتياطي في بنك بي أن بي باريبا ، وهو البنك الفرنسي الوحيد الذي تضع فيه الجزائر جزءا من احتياطي الصرف، أما البنوك الآسيوية هي الأخرى كان لها نصيب من الاحتياطات، أبرزها البنك الياباني ميزوهو الذي فتح فيه بنك الجزائر حسابا قبل 10 سنوات⁽²⁾ .

⁽¹⁾ بنك الجزائر، (2011) : التطورات الاقتصادية و النقدية لسنة 2010 و عناصر التوجه للسداسي الأول من سنة 2011 ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/interventions/intervention_2011_ar.pdf ، ص4 ، تاريخ الإطلاع: 2017/03/23 ، 15h30 .

⁽²⁾ حمزة كحال، المرجع سبق ذكره.

الشكل رقم (31): خريطة استثمارات احتياطيات الجزائر في البنوك العالمية



المصدر: حمزة كحال، خريطة استثمارات احتياطيات الجزائر في البنوك العالمية، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <https://www.alaraby.co.uk/economy/2016/12/26/>، تاريخ الإطلاع: 2017/04/23، 15h30 .

إن مردودية الاستثمارات المحققة من طرف بنك الجزائر في محافظ الأوراق المالية خلال السنوات التي كان معدل الفائدة فيها عالياً بقيت مرتفعة نسبياً، أي تقريباً 3 % في 2010 و أعلى من 3 % في 2008 و 2009 وتعد هذه الأداءات معتبرة خاصة و أنها حققت في ظرف يتميز بمعدل فائدة جد منخفض في البلدان المتقدمة و معدلات توجيهية قريبة من الصفر، بالخصوص في الولايات المتحدة فضلاً عن ذلك تجدر الإشارة إلى أن معدلات المردود الحقيقي تبقى ايجابية وقد ساهم في هذا الأداء التنوع الذي ادخل منذ 2004 ، سواء كان في اختيار العملات التي تدخل في تكوين تشكيلة الاحتياطيات و توزيعها على مستوى المحافظ، أو من زاوية الأوراق المالية، حسب صنف الخطر و تم ذلك مع العمل على تقليل المخاطر و يبقى هدف الأمن أساسياً، خاصة وأن المحيط الدولي قد تميز في 2010 بظهور مخاطر مرتبطة بالدين السيادي و بمخاطر مصرفية متصاعدة⁽¹⁾ .

و واصل بنك الجزائر في سنة 2014 التسيير الحذر لاحتياطيات الصرف الرسمية، معززاً أكثر فأكثر المتابعة الصارمة والتسيير الجيد للمخاطر، لا سيما بواسطة تدابير احترازية ملائمة لحماية رأس مال والاستثمارات من أي خسارة، وسعياً في نفس الوقت إلى تحقيق مستوى مقبول من العوائد أخذاً بعين الاعتبار استمرار وضعية معدلات فائدة عالمية ضعيفة ، و في نهاية 2014 سجلت الاقتراضات العمومية لعشر سنوات في الولايات المتحدة عائداً قدره 2.17 % مقابل 0.54 % لسندات المالية العمومية الألمانية من نفس الأجل من جهة أخرى

⁽¹⁾ بنك الجزائر، (2011) : المرجع سبق ذكره، ص4 .

يساهم التسيير الحذر للاحتياطات الرسمية للصرف لبنك الجزائر في الاستقرار المالي الخارجي على المدى المتوسط، في ظرف يتميز بإدارة مرنة لسياسة سعر الصرف الفعلي للدينار، لإبقائه قريبا من مستواه التوازني الأساسي (1).

وتوضح أرقام البنك المركزي أن احتياطي الصرف يفقد منذ 2016 ما معدله 1.9 مليار دولار ويتوقع أن يتواصل التراجع بصورة أكبر خلال الأشهر المقبلة، على خلفية عوامل موضوعية منها تدني مستويات نسب الفائدة وهوامش الربح والمردودية وتقلبات سعر الصرف، مقابل أيضا تآكل الإيرادات الجزائرية وارتفاع العجز في الميزانية والخزينة الذي يقدر بـ 60 مليار دولار، ونتيجة ذلك استمرت احتياطات الصرف، التي انخفضت من 178.9 مليار دولار في 2014، مقابل 194 مليار دولار في نهاية 2013، في الانخفاض لتبلغ 144.1 مليار دولار في نهاية 2015 أي ما يعادل 27.172 شهرا مقابل 30.088 شهرا في 2014 (2).

وواصل ناتج الاحتياطي في الانكماش بصورة أكبر على خلفية تدهور مؤشرات الاقتصاد الكلي عموما سواء الحساب الجاري أو ميزان المدفوعات، حيث فقد الاحتياطي أكثر من 25 مليار دولار لينزل إلى حوالي 119 مليار دولار نهاية ديسمبر 2016، و يتوقع مشروع قانون المالية 2016 أن يتدنى احتياطي الصرف الجزائري مع نهاية سنة 2017 إلى 113.3 مليار دولار على أقل تقدير، مقابل 107.9 مليار دولار في 2018 (3) وقد قدر حاليا بـ 108 مليار دولار في جويلية 2017 (4).

الجدول رقم (16): عوائد احتياطات الصرف 2015-2008 مليار دولار

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
العائد	5.13	4.74	4.60	4.45	3.73	3.54	3.17	2.19
احتياطات الصرف	143.10	148.910	162.221	182.224	190.661	194.012	178.938	144.133

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر

(1) Banque d'Algérie, (2015): Evolution Economique Et Monétaire En Algérie, Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2014, P50.

(2) ب.حكيم، ايكو الجيريا تكشف أهم مؤشرات تقرير بنك الجزائر، مقال متاح على الموقع الإلكتروني: <http://www.eco-algeria.com/content/15h30>، تاريخ الإطلاع: 2017/04/23.

(3) حفيظ صوالي، احتياطي الصرف الجزائري ينوب!، مقال متاح على الموقع الإلكتروني: <http://www.elkhabar.com/press/article/15h30>، تاريخ الإطلاع: 2017/04/23.

(4) ريم بن محمد، محافظ البنك المركزي: احتياطي الصرف الجزائري عند 108 مليار دولار، مقال متاح على الموقع الإلكتروني: <http://aljazairalyoum.com/%D9%15h30>، تاريخ الإطلاع: 2017/09/27.

المطلب الثاني: إنشاء صندوق سيادي كخيار إستراتيجي استثماري

لقد أبرزت الأزمة المالية الأهمية بالنسبة للسلطات العمومية في استخدام العديد من الأدوات لتسيير احتياطات الصرف حيث عرفت الجزائر في السنوات الأخيرة ، زيادة في احتياطاتها من الصرف و التي أساسها وجود فائض في ميزانها التجاري هذا الفائض مدعم من الصادرات ، و التي يتشكل من 98 % من مبيعات المحروقات و قد بلغ هذا الفائض في 2014 ، 178.938 مليار دولار هذه الزيادة في احتياطات الصرف تدفعنا إلى التفكير في إنشاء صندوق سيادي للجزائر كأداة تمويل جديدة، هذا الصندوق يمكن من مواجهة التحدي المتمثل في تحويل المدخرات العامة، إلى استثمارات إنتاجية الضرورية في مواجهة الطلب الاجتماعي هذا الصندوق سيعمل مجموعة الأدوات المستعملة لتوظيف احتياطات الصرف إلى جانب صندوق احتياطي النقد الأجنبي لبنك الجزائر ، و صندوق ضبط الموارد و الذي يمكن أن يكون في الواقع إستراتيجية جد فعالة للاستثمار الأموال الجزائرية بالإضافة إلى أداة تمويل لتطوير الاقتصاد كما يمكن لهذا الصندوق أن يسهم أيضا في ارتفاع مستويات الإدارة المصرفية والموارد البشرية وتحسين مناخ الأعمال.

1- إنشاء صندوق استثماري للجزائر لتحويل المدخرات إلى استثمار :

إن تطوير الاستثمار الإنتاجي هو التحدي الرئيسي الذي يجب أن يواجهه الاقتصاد الغير المتنوع مثل الجزائر حيث أن الاستثمار الإنتاجي أي الاستثمار في الجهاز الإنتاجي الوطني سيسمح بتطوير القطاع الصناعي هذا الاستثمار يمكن أن يكون خارجيا، من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر أو داخليا، من خلال تحويل الادخار كما يوصف بأنه مختلطة عندما يقترن رأس المال الأجنبي والمحلي.

بالنسبة للجزائر، نلاحظ أن الاستثمار الأجنبي المباشر خارج المحروقات محدود و ليس موجه نحو الصناعة مفضلا قطاع الخدمات قطاع الاتصالات و القطاع العقاري و المصرفي وعلاوة على ذلك، فإن معدل الادخار يتمثل نحو 57% من الناتج المحلي الإجمالي في 2007 في حين أن معدل الاستثمار كان فقط حوالي 33% من الناتج المحلي الإجمالي، مما نستنتج معدل اكتناز بـ 24 % من الناتج المحلي الإجمالي أي تناقص يميز الاقتصاد الجزائري اقتصاد بحاجة إلى الاستثمار و لكن يكتنز معظم مدخراته و عدم وجود مخطط لتخصيص الموارد وضعف قدرة الاقتصاد على الاستيعاب يفسر هذا التناقض.

وبتمثل التحدي الرئيسي بالنسبة للاقتصاد الجزائري هو تطوير الاستثمار من خلال تحويل المدخرات إلى استثمارات و توجيهها نحو القطاعات الإنتاجية ،وعملية التحويل مخولة للقطاع البنكي و الأسواق المالية إلا إن هذه الأخيرة في مرحلة النشأة و بتالي فالبنوك وحدها تلعب هذا الدور .

حيث تتلقى البنوك العمومية أكثر من 90% من الودائع، و التي تخصص جزء صغير منها لتمويل الاستثمارات الإنتاجية حيث تقدر السيولة المجمدة في القطاع المصرفي الجزائري ما يقرب من 29 مليار دولار في أواخر عام 2007 ، أما البنوك الخاصة 12 بنك و التي في غالب أجنبية و التي تكرس جزء كبيرا من رؤؤس الأموال في التمويل الاستهلاكي من خلال قروض السيارات و الواردات و التي تتحجج بان مناخ الأعمال ليس مواتي بما فيه الكفاية، وأن نسبة كبيرة من المشاريع الاستثمارية ليست ناضجة بما فيه الكفاية بالنسبة لهم لتمويلها و مع غياب الجهات الفاعلة ، تلعب دور تمويل الاستثمار الإنتاجي في الجزائر، فان صندوق وطني مخصص للاستثمار الإنتاجي المحلي، مملوك من قبل الدولة يمكن أن يلعب هذا الدور .

2-الأهداف الإستراتيجية والفوائد لإنشاء صندوق وطني للاستثمار:

1-2 الأهداف الإستراتيجية:

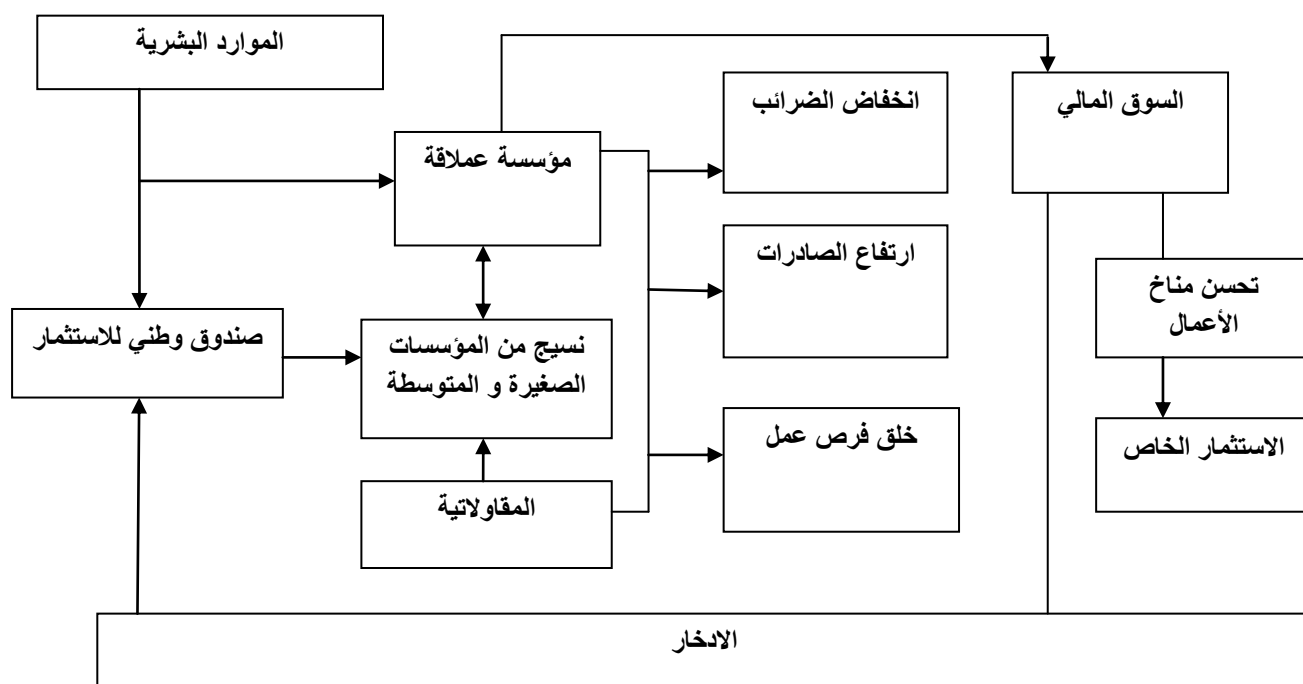
إن الصندوق الوطني للاستثمار هو الدرع التنفيذي للسياسات التنموية كما يساهم في تأسيس اقتصاد السوق و الذي يشجع على ظهور المقاولاتية وتطوير الجهاز الإنتاجي الوطني ، ومن هذا المنطق ، يجب أن يسجل عمل الصندوق و بتالي سيكون دور صندوق الاستثمار مباشرة في قطاعات الاقتصاد التي تم تحديدها إستراتيجية من خلال سياسة التنمية في البلاد كما أن الاستثمارات تتم في منطق مالي من خلال العوائد المحققة في الأصول الإستراتيجية ، و بتالي إنعاش الاستثمار الإنتاجي من خلال إنشاء مؤسسات وطنية عملاقة في القطاعات الإستراتيجية وتشجيع ظهور شبكة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات الأداء العالي ، وخاصة في أنشطة المناولة و في المستقبل بإمكان الصندوق تصفية استثماراته من خلال استراتيجيات الخروج المسبقة هذا من شأنه تمكينه من استعادة السيولة ، التي يمكن إعادة استثمارها في استثمارات أخرى و الخيار الذي نوصي به لهذا الغرض هو الدعوة إلى المدخرات العامة من خلال الإدراج في البورصة للشركات المكونة للمحفظة ، و بإمكان الصندوق الاحتفاظ ب مساهمة أغلبية أو أقلية حسب استراتيجيات التنمية و بتالي إشراك المدخرين في تطوير الصناعة الجزائرية كما ستساهم في بناء وتطوير أسواق رأس المال، حاليا الغير موجودة.

2-2الفوائد المتوقعة:

إن الفوائد المتوقعة من إنشاء صندوق وطني للاستثمار يمكن أن تكون مباشرة، و غير مباشرة أولها الرخاء المالي في السنوات الأخيرة الذي يمكن استثمارها بشكل فعال وبالإضافة إلى ذلك، فان صندوق الاستثمار، و من خلال تمويلاته سوف يسمح بخلق مؤسسات وطنية ذات تنافسية كبيرة في القطاعات الإستراتيجية، وإنعاش الاستثمارات الإنتاجية سوف يكون عاملا لخلق فرص عمل و كذلك الحد من التبعية للخارج وبالتالي التخفيض من فاتورة الاستيراد، و أخيرا إذا تم استثمار أموال الصندوق في قطاعات صناعية تنافسية موجهة نحو التصدير

من شأنه أن يزيد من تنويع مصادر دخل التجارة الخارجية كما أن استثمار أموال الصندوق سوف يسمح بظهور شبكة وطنية متخصصة في المناولة ، قادرة على المنافسة وخلق فرص العمل والثروة ويمكن أن تقدم خدماتها دوليا بالإضافة إلى ذلك، فإنه سيسهم في إزالة الحواجز على الاستثمار من خلال عمله كمستثمر مملوك من طرف الدولة ، كما سيكون له الهدف في إنشاء و نشر الممارسات الجيدة في الحوكمة و الإدارة الرشيدة في المؤسسات فضلا عن تحفيز أسواق رأس المال ⁽¹⁾ .

الشكل رقم (32): فوائد و منافع صندوق استثمار للجزائر



Source : Belaicha Amine et Bouzidi Abdeldjellil et Daniel Labaronne, (2012): Op.Cit, P 146 .

3- ضرورة تبني الحوكمة في تسيير صناديق الاستثمار:

تشير كل تقارير المؤسسات المالية و المصرفية في الجزائر إلى قلة الاستفادة من الطفرة المالية الحالية فنشاط السوق المالي راكد و الموارد المالية في البنوك تلتها غير مستغل، و بتالي يجب تنشيط هذين القطاعين و ينبغي أن يدرك المسيريون أن الاستثمار في الشركات الوطنية و المؤسسات الاقتصادية الكبرى لا يجب أن يبقى مرتبط بسوء التسيير للمال العام، و هذا ما يمثل القاعدة الأساسية للأنشطة الاقتصادية و من تم تجربة توظيف الفائض من الموارد المالية لم تكن مجدية فان العملية التي وظفت فيها الدولة 43 مليار دولار من الاحتياطات الأجنبية في سندات الخزينة الأمريكية بمعدل فائدة لا يتجاوز 2 % وفي ظل التدهور المستمر لسعر الصرف الدولار و

⁽¹⁾ Belaicha Amine et Bouzidi Abdeldjellil et Daniel Labaronne, (2012): Création D'un Fonds D'investissement D'état En Algérie Quels Enjeux ? , revue Mondes en développement , édition De Boeck Supérieur , N°159, P 143-145.

ارتفاع نسبة التضخم في الاقتصاد الأمريكي أدت إلى خسارة نسبة كبيرة من احتياطياتنا من الصرف و باعتراف وزير المالية أمام النواب في 2007 الذي أكد في تصريحه أن جزء من الاحتياطيات الأجنبية، ثم توظيفه في بنوك دون تحديد دقيق للمبالغ المودعة في الحسابات الخاصة في تلك المؤسسات المالية لم تكن تتسم بالشفافية و التي تتطلب توضيحا للرأي العام حول مدي تأثر تلك البنوك المصنفة AAA بالأزمة المالية العالمية.

و بتالي يجب تسيير الصندوق على أسس جديدة، من خلال الفصل بين نماذج الحوكمة الحالية المطبقة في الجزائر و بتالي لا ينبغي أن يكون هذا الصندوق كنتيجة، لأي إصلاح لأسس الحوكمة الحالية حيث ينبغي على الحكومة الفصل بين إدارة الصندوق و المساهمين من خلال التمييز بوضوح بين الأدوار و الامتيازات الخاصة بإدارة الصندوق المرتبطة به، بين الحكومة و المساهمين و في هذا الصدد نوصي بربط الصندوق إلى أعلى السلطات التنفيذية للدولة، ومن شأن هذه السلطات تحديد الأهداف الاقتصادية والمالية ولها الحق في مراقبة، و إدارتها لإستراتيجية الصندوق و لا يجب عليها التدخل في الإدارة التنفيذية و تسيير الصندوق حيث أن أعضاء مجلس الإدارة، وفريق التسيير ينبغي أن يتمتعوا بالاستقلالية و الشفافية في إدارة الصندوق .

كما أن قياس الأداء يكون المفتاح الأساسي لنجاح نموذج الحوكمة و الذي يهدف إلى منع التدخل السياسي في الإدارة كما أن الأهداف المنوطة إلى الصندوق يجب أن تقيم، من خلال مؤشرات اقتصادية التي تقيس معدل الأداء كمعدل العائد الاقتصادي و داخليا فان تطبيق الحوكمة جيدا من خلال التمييز بين مختلف الوظائف التي من بينها قرارات الاستثمار، يجب أن تناقش وتجادل من قبل لجنة الاستثمار التي تجمع ممثلين من مختلف الإدارات كمسير الصندوق و المساهمين و الهدف من ذلك المتابعة الدورية لأنشطة المحفظة لتحسين تسييرها و تعظيم الربحية و المحافظة على مصالح الحكومة، و المساهمين مما يساهم في جلب رؤؤس الأموال و تحسين القدرة التنافسية على المدى الطويل و تعظيم ثروة الحكومة و من ناحية أخرى، فإن مصلحة المراجعة والتدقيق المستقلة عن الإدارة التنفيذية من شأنه ضمان الامتثال الصارم للإجراءات وأفضل الممارسات للحكومة على مستوى الصندوق فإن كما أن احترام هذه الممارسات من شأنه الارتقاء بمعايير الحوكمة على مستوى الشركات الجزائرية العامة والخاصة⁽¹⁾.

المطلب الثالث: صندوق ضبط الموارد كأداة لترشيد مدخرات النفط والخروج من الأزمة الراهنة

تم إنشاء صندوق ضبط الموارد في سنة 2000، وهي السنة التي سجلت فيها الجزائر فوائض مالية معتبرة ناتجة عن الارتفاع القياسي لأسعار النفط في الأسواق العالمية، إذ حقق رصيد الميزانية فائضا قدره 400 مليار دينار جزائري بسبب ارتفاع إيرادات الجباية النفطية إلى 1213.2 مليار دينار و خلال نفس السنة ومن أجل

⁽¹⁾ Belaicha Amine et Bouzidi Abdeldjellil et Daniel Labaronne, (2012): Op.Cit, P 147-148.

الاستفادة من هذه الفوائض واستعمالها في الحفاظ على استقرار الميزانية العامة للدولة وبالنظر لعدم اليقين الذي يميز أسعار النفط ، على المدى البعيد والمتوسط قررت الحكومة تأسيس صندوق لضبط إيرادات الجباية النفطية والذي يعمل على امتصاص فائض إيرادات الجباية النفطية الذي يفوق تقديرات قانون المالية الذي تعدده الحكومة في نفس السنة.

1- مفهوم صندوق ضبط الموارد:

هو أداة مالية رئيسية تستخدمها السلطات العمومية كآلية تثبيت وضبط وتعديل الميزانية العامة للدولة حيث يؤدي دورا كبيرا في سد عجز الميزانية العامة نتيجة تراجع إيرادات الجباية البترولية التي يمكن أن تكون أقل من تقديرات وتوقعات قانون المالية ، حيث أثبت من خلال التجربة أنه أداة فعالة لامتصاص الآثار السلبية للصدمات الخارجية مثل صدمة أسعار النفط على الموازنة العامة للدولة، وأثبت أيضا فعاليته في تسديد وتسوية المديونية العمومية الداخلية والخارجية ⁽¹⁾ .

2- مصادر تمويل الصندوق:

يمول الصندوق من خلال فائض قيمة الجباية البترولية الناتج عن تجاوز هذه الأخيرة لتقديرات قانون المالية وهذا نتيجة اعتماد سعر مرجعي 37 دولار أمريكي للبرميل الخام ، لإعداد ميزانية الدولة بينما سعر التوازن للميزانية يقدر بـ 100 دولار، وهو السعر التقديري الواجب تحقيقه لضمان توازن الميزانية بكافة نفقاتها التي تشمل ميزانية التسيير والتجهيز ، و ذلك ابتداء من عام 2008 وهذا ما سمح من تسجيل فوائض مالية معتبرة سنوية تتراوح ما بين 1200 و 1400 مليار دينار جزائري بسبب تجاوز أسعار سوق النفط العالمية السعر المرجعي ⁽²⁾ .

بالإضافة إلى الإيرادات المتعلقة بتسيير الصندوق ، كما أضاف قانون المالية لسنة 2004 تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشاط للمديونية الخارجية، لتكون مصدرا من مصادر تدويل الصندوق، مع العلم أن هذا التعديل تزامن مع شروع الحكومة في تنفيذ سياسة الدفع المسبق للمديونية العمومية الخارجية في نفس السنة.

⁽¹⁾ مريم شطبي، (2015) : انعكاسات انخفاض أسعار النفط على الاقتصاد الجزائري أزمة أسواق الطاقة وتداعياتها على الاقتصاد الجزائري، أشغال الندوة المنظمة من طرف قسم الاقتصاد والإدارة حول قراءة في التطورات في أسواق الطاقة، المنعقد يوم 14 ماي ، كلية الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر ، ص 08 .

⁽²⁾ عبد اللطيف بن اشنهو، الجزائر اليوم بلد ناجح ، الغرفة الجزائرية للتجارة و الصناعة، الجزائر ، بدون سنة نشر، ص 22 .

الشكل رقم (33): مصادر تمويل صندوق ضبط الموارد



Source : Belaicha Amine Et Bouzidi Abdeldjellil Et Labaronne Daniel, (2009): Un fonds d'investissement d'Etat pour l'Algérie approche institutionnelle et confrontation au modèle traditionnel des fonds souverains, colloque international crise financière internationale ralentissement économique mondial et effets sur les économies euro-maghrébines , tenue le 11 et 12 Octobre université Béjaïa , Algérie , P05 .

3- أهمية الصندوق: تبرز وظائف هذا الصندوق في:

- امتصاص الفائض من إيرادات الجباية النفطية والذي يفوق توقعات وتقديرات قانون المالية.
- تسيير وسد العجز في الميزانية العامة للدولة الذي قد ينجر عن انخفاض إيرادات الجباية النفطية بسبب انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية، والتي قد تكون أقل من تقديرات وتوقعات قانون المالية دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دج.
- تسديد المديونية العمومية التي حان وقت سدادها بالإضافة إلى الدفع المسبق لها إذ أردت الدولة تخفيض عبئ المديونية.
- التخفيف من حدة الصدمات الخارجية السلبية، نظرا لتقلبات أسعار سوق النفط العالمية مما ينعكس على موارد الدولة الجزائرية نتيجة تعلق صادراتها بالنفط .
- يساهم هذا الصندوق من جهة أخرى في التنمية من خلال تمويل ميزانية التجهيز، وفي نفس الوقت ، قد يكون أداة للتحكم في التضخم من خلال تجميده لجزء من الفوائض المالية، في حالة ارتفاع مستوى أسعار النفط في السوق العالمية عن السعر المرجعي المحدد في ميزانية الدولة ⁽¹⁾ .

4- دور الصندوق في الخروج من الأزمة:

تعد وظيفة صندوق ضبط الإيرادات لآلية الوحيدة المعتمدة من قبل الجهاز التنفيذي لتغطية عجز الميزانية المسجل بصفة دورية، وذلك حتى لا تضطر الحكومة إلى اللجوء إلى احتياطي الصرف ، الذي يسجل تراجعاً

⁽¹⁾ فيصل سعدي و بلقاسم بلقاضي، (2016) : خصوصيات الاقتصاد الجزائري ومدى إسهام صندوق ضبط الموارد في السياسة التنموية، الملتقى الدولي الثاني حول متطلبات تحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات، المنعقد يومي 29 و 30 نوفمبر ، جامعة ألكلي محند أو لحاج ، البويرة ، ص 06.

محسوسا و قد عرف صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة الأخيرة تقلبات عديدة نتيجة للتراجع المحسوس في عائدات البلاد من النفط ، و التي بلغت في 2014 3388.3 مليار دينار جزائري مقابل 3678.1 مليار دينار سنة 2013 مما يؤدي إلى ارتفاع الاقتطاع من صندوق ضبط الإيرادات بغرض تمويل العجز المتوقع في الميزانية العامة والخزينة ، و بعدما تسبب اللجوء المكثف للجهاز التنفيذي إلى اقتطاع 3400 مليار دينار من موارد الصندوق بين سنتي 2014 و 2016 وعلى خلفية التطور المتسارع لانخفاض مدخرات صندوق ضبط الإيرادات، أقرت الحكومة في مشروع قانون المالية 2017، إلغاء التسقيف دون 740 مليار دينار أو ما يعادل 6.7 مليار دولار، وهو ما يعكس الانخفاض المتوقع لنواتج الصندوق في العامين القادمين بعد اقتطاع ما يعادل 32 مليار دولار من موارده لتغطية حجم العجز في الميزانية.

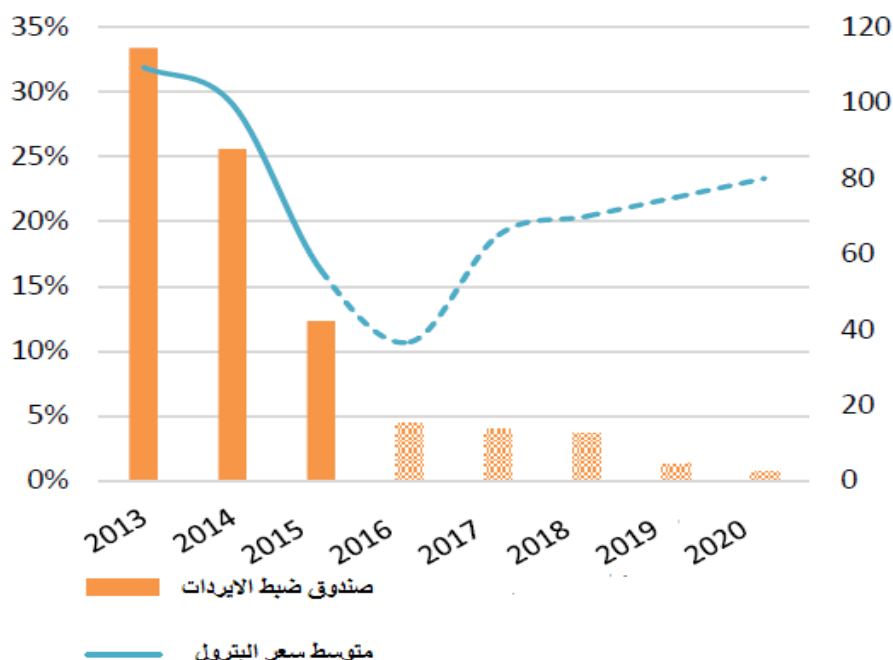
وقد بلغت قيمة صندوق ضبط الموارد سنة 2014 حوالي 5563.5 مليار دينار (ما عادل 51.18 مليار دولار)، لكنه عرف تراجعا مع نهاية سنة 2015 إلى 4408.1 مليار دينار (ما عادل 40.55 مليار دولار)، ما يعني أن الصندوق فقد 10.63 مليار دولار في عام واحد، قبل أن يسهم انخفاض أسعار النفط في حرمان الصندوق من إضافة أية موارد جديدة في الصندوق.

وسيبلغ ناتج الصندوق مع نهاية 2016 2072.2 مليار دينار أو ما يعادل 18.93 مليار دولار، أي باقتطاع قياسي بلغ 21.61 مليار دولار وستتواصل الاقتطاعات في سنة 2017، مع بلوغ الناتج 1042.6 مليار دينار أو ما يعادل 9.52 مليار دولار وسيبلغ هذا الاقتطاع 9.41 مليار دولار.

وتكشف أرقام الحكومة عن بلوغ ناتج الصندوق 4408.1 مليار دينار، في 2014، وبعد الاقتطاع تراجع الناتج إلى 2072.2 مليار دينار، ليتراجع إلى 1042.6 مليار دينار في 2016، و بـ 100.9 مليار دينار مرتقب في 2017، و بعدها لن يحوي الصندوق أية موارد مالية مع سنة 2018⁽¹⁾ .

(1) ب. حكيم، قانون مالية 2017 صندوق ضبط الإيرادات سينضب تماما نهاية سنة ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://www.eco-algeria.com/content/2018>، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 15h30 .

الشكل رقم (34): تقلص موارد صندوق ضبط الموارد



Source : Trésor direction générale, (2016): Indicateurs économiques et financiers de l'Algérie, Disponible sur le site, <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/425963>, P 4 , Consulté le: 23/06/2016, 20:55h.

كما أقدمت الحكومة الجزائرية على رفع السعر المرجعي للبرميل النفط في موازنة عام 2017 إلى 50 دولارا، بعدما ظل خلال السنوات العشر الأخيرة نحو 37 دولارا للبرميل، الأمر الذي يتوقع معه انتهاء دور صندوق سيادي تم تخصيصه في السابق لاستغلال الفائض المالي الناجم عن الإيرادات النفطية.

حيث أن العائدات المحصلة من الجباية النفطية والجباية العادية ستحول مباشرة ابتداء من 2017 إلى ميزانية الدولة دون المرور عبر صندوق ضبط الإيرادات، وبالتالي فإن الدولة لن تملك العام القادم أي احتياطي جبائي ولن تملك أي جدار مالي.

إن الأسلوب السابق في حساب الميزانية على أساس 37 دولارا للبرميل فتح الباب أمام عدة تجاوزات في إنفاق المال العام، وأدى إلى انتشار الفساد حيث وضع سعر مرجعي 50 دولارا، يعد أكثر واقعية وأكثر قربا من السعر الحقيقي في السوق العالمي، حيث ستحول العائدات النفطية مباشرة في الميزانية السنوية وهو ما يسمح بتبني تسخير أكثر عقلاني للإنفاق العام.

إلا أن رفع السعر المرجعي للبرميل النفط في ميزانية 2017، لا يخلو من مخاطر مالية، وفق خبراء ماليين، وقد تكون نتائجه وخيمة على المشهد الاقتصادي في الجزائر، الذي يشكل النفط 96% من عائداته حيث هناك

تساؤلات حول الكيفية التي سنتعامل بها الحكومة مع أي هبوط في أسعار النفط تحت عتبة 50 دولارا وهي لم تضع سيناريو بديل أو أي صندوق سيادي آخر يحل محل صندوق ضبط الإيرادات و تواجه الجزائر سيناريوهات قاتمة في حال نزول أسعار النفط تحت 50 دولارا، وعليها اختيار أقلها سوءا السيناريو الأول هو تقليص الإنفاق العام من خلال تجميد أو إلغاء المشاريع الكبرى، وهذا السيناريو يشل الاقتصاد ويخفض الجباية العادية المحصلة، أما السيناريو الثاني فهو أن تترك العجز يرتفع من خلال المحافظة على الإنفاق العام عند مستوياته العادية، وبالتالي عليها البحث عن مصادر جديدة للأموال من بينها الاستدانة الخارجية من الصين مثلا أو من المؤسسات المالية العالمية الكبرى بنسب فائدة مرتفعة أما السيناريو الثالث يتعلق بالتوجه مجددا إلى تعويم قيمة الدينار الجزائري من أجل تضخيم فاتورة الجباية النفطية عند تحويل العملة من الدولار إلى الدينار، إلا أن هذا الإجراء قد يعود بالضرر على ميزانيات بعض القطاعات كال دفاع، التي تخصص جزءا من الميزانية السنوية لتحويلها إلى الدولار من أجل اقتناء الأسلحة، وبالتالي أي تعويم مفاجئ للدينار سيضر بميزانيات الوزارات (1) .

5- تحويل صندوق ضبط الموارد إلى صندوق استثماري:

لحفظ موارد الصندوق وضمان استخدامها بأكثر فائدة و فعالية للاقتصاد الوطني، سيكون من الأفضل تحويل صندوق ضبط الموارد إلى صندوق استثماري و التي ستكون مهمته الأساسية تمويل الاستثمارات المنتجة في البلاد في جميع القطاعات ، و بتالي سيحافظ على فائض الموارد التي تعود بالنفع على الأجيال القادمة، و الحفاظ على احتياطات الصرف و استثمار هذه الموارد في مشاريع داخل البلاد والتي تساهم في التنمية الاقتصادية والاجتماعية والاستثمارات التي يتعين تنفيذها في إطار هذا الصندوق ستؤدي حتما إلى تكاليف الإنفاق من النقد الأجنبي لاستيراد المعدات والخدمات المتعلقة بها، لذلك قد يكون من الحكمة تحويل في الوقت نفسه مجموعة من الأموال بالدولار من أجل وضع جزء من الاحتياطات الصرف الأجنبية و التي ستكون بمثابة وسيلة مفيدة لتغطية ،تكاليف صرف العملات الأجنبية الخاصة بالاستثمارات بدلا من استخدامها لتمويل الواردات من المنتجات غير الضرورية والعجز في ميزان المدفوعات أما عملية تسيير صندوق الاستثماري ستكون من مهمة البنك المركزي ،و تحت سيطرته المباشرة لان الموجودات هي بالعملات الأجنبية كما أن صندوق الاستثماري سوف يتكون من مجلس إدارة، وإدارة خاصة ورقابة الداخلية وسيكون له مكتب دراسات مع استخدام المهارات الداخلية بالإضافة إلى الاستعانة بخبراء أجانب لدراسات جدوى المشاريع الاستثمارية في كافة

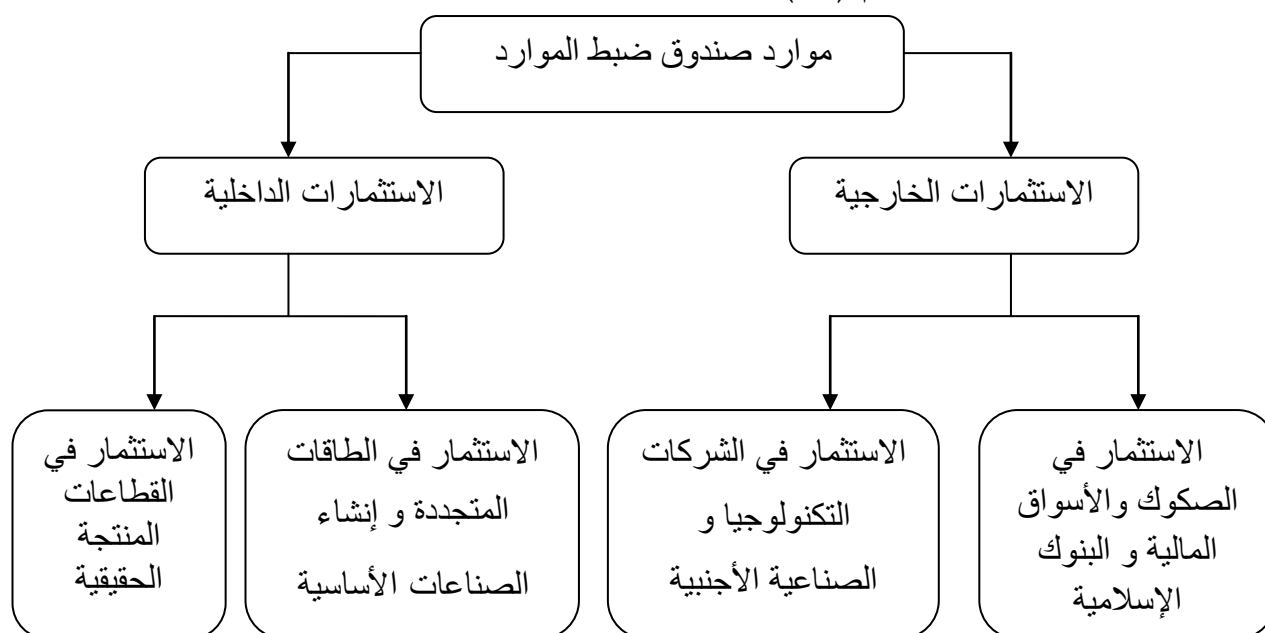
(1) حمزة كحال ،انهيار النفط يجفف صندوق الأزمات في الجزائر، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://federalyemen.net/blog/archives/12523>، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 15h30 .

المجالات و القطاعات التي يمكن لصندوق الاستثماري الاستثمار فيها و تمويلها مثل إنشاء الصناعات الأساسية في مجال قطاعات الصلب والبتروكيماويات والطاقة المتجددة والأسمدة، ومواد البناء، و الألمونيوم، و الصناعات الميكانيكية، الخ وهي المشاريع التي تخلق قيمة خاصة للمواد الأولية الخام المتوفرة في البلاد. كما، سيقوم الصندوق أيضا بتمويل المشاريع في قطاعات التكنولوجيا الجديدة، والزراعة، والسياحة والنقل، الخ وسوف يتم تنفيذ هذه المشاريع في إطار الشراكة التي يتم إنشاؤها مع الشركاء الوطنيين في القطاعين العام والخاص والشركاء الأجانب ، الذين يمكن أن لا يساهموا فقط برؤوس الأموال وإنما من خلال تحويل التكنولوجيا وفنيات الإدارة والأسواق الخارجية و بالتالي صندوق الاستثمار يعتبر بمثابة محفز لتنشيط وتعبئة المبادرات الداخلية ، التي ستشارك في تعزيز الاستثمار الإنتاجي وجذب الشركاء الأجانب الذين يتم اختيارهم على أساس خبرتهم ومهاراتهم، بحيث يساهمون في تحقيق تلك الاستثمارات كما سيكون عاملا في تحفيز الأسواق المالية ،من خلال شراء جزء من أسهم الشركات التي قام بإنشائها و تعبئة الموارد من خلال إطلاق قرض سندي واستخدام موارد الصندوق في استثمارات عالمية لأن تركيزه في تمويل العجز يحرم الجزائر من عوائد جد معتبرة التي تمكن من إيجاد بديل للعوائد المتأتية من المحروقات ، و كذلك الاستثمار في البنوك و الأسواق المالية الإسلامية خاصة في الصكوك .

إن المبادرة الحكومية لتحويل صندوق ضبط الموارد إلى صندوق استثماري يمكن أن تعطي المزيد من المصداقية على نوايا السلطات للعمل بجدية وفعالية للتعامل مع الوضع الجديد الناشئ عن انخفاض أسعار النفط هذا الانخفاض الذي لن يكون على المدى القصير مما يشجع على عقلنة تكاليف التشغيل، و التحكم في تكاليف التجهيز والحد من الواردات، دون الاستمرار في الاعتماد على البحبوحة المالية الذي يوفره وجود صندوق ضبط الموارد واحتياطات كبيرة من الصرف الأجنبي⁽¹⁾ .

⁽¹⁾ Békir Karam Kara, Un ancien gouverneur de la Banque d'Algérie propose la transformation du FRR en fonds d'investissement, Disponible sur le site, <http://www.maghrebemergent.info/actualite/maghrebine/item/44376?tmpl=component&print=1> Consulté le: 23/02/2017, 20:55h.

الشكل رقم (35): الدور الجديدة لصندوق ضبط الموارد



المصدر: من إعداد الباحث

المطلب الرابع: رؤية مستقبلية لاحتياطات الصرف

حسب الاقتصاديين عبد الحق لعمرى يجب استثمار جزء من الموارد المالية في عوامل النجاح الرئيسية و التي تتمثل في خلق أكثر من 1 مليون من المؤسسات في القطاعات الإستراتيجية (الزراعة والصناعة، والسياحة، والخدمات التجارية) ، حيث لا يوجد في الجزائر سوى 690 ألف مؤسسة بينما يصل العدد في المغرب مثلا إلى 1.2 مليون مؤسسة و الحد من الواردات بالتقنيات المتاحة ، و خاصة الاستثمار في رأس المال البشري الذي يضمن نجاح العملية التنموية وإنشاء وتطوير الهيئات ذات الخبرة التي نفتقر إليها والاستثمار في نظم الإدارة الحديثة للمؤسسات و اللامركزية في القرارات ، و هذا ما يمكننا من وضع خطط للإقلاع الاقتصادي أما المرحلة الثانية، من الإستراتيجية الواجب على الدولة اعتمادها في تسيير فوائدها المالية، هي ضرورة شراء أسهم الشركات التي تمتلك التكنولوجيا، تماما مثلما فعلت الصين من خلال شراء *Volvo* و *ibm* و *syngenta* و *Pirelli* مما يسمح للجزائر بـ اكتساب التكنولوجيا و الخبرة و المناجمت و جلبهم إلى الجزائر من أجل إنتاج السلع الزراعية والصناعية ، والخدمات السياحية التي يمكن تصديرها مما يسمح بتقليص فاتورة الاستيراد بـ 40 مليار دولار⁽¹⁾ .

⁽¹⁾ Lamiri Abdelhak, (2015) : Il n'y a pas de remède miracle à la situation des réserves sans changer de stratégie, magazine l'actuel, N°151, P23 .

المبحث الثالث : استشراف الخدمات المالية الإسلامية في الجزائر

تعد تجربة النظام المصرفي الإسلامي في الجزائر حديثة العهد نسبيا مقارنة بمثيلاتها من الدول الإسلامية و حتى الغربية و ارتبطت المصارف الإسلامية ،منذ ظهورها بالتنمية الاقتصادية ارتباطا وثيقا و تعمق هذا الارتباط نتيجة إدراك الحكومات الإسلامية و الغير الإسلامية لمدى نجاعة هذه المصارف في مواجهة الأزمات المالية التي عصفت بالنظام المالي العالمي ،و مع الأزمة الاقتصادية الحالية المرتبطة بانخفاض أسعار المحروقات تحاول الجزائر تبني الصناعة المالية الإسلامية كحل بديل لمواجهة النفقات التمويلية و حشد المدخرات و استخدامها في توفير السيولة لتمويل الأنشطة الاقتصادية و المشاريع الاستثمارية.

المطلب الأول: واقع البنوك الإسلامية في الجزائر

تتقسم المصارف في الجزائر إلى 17 مصرفا تجاريا، و3 مصارف إسلامية أما بالنسبة للتقسيم من حيث الملكية المحلية أو الأجنبية، فيوجد 7 مصارف محلية و13 مصرفا أجنبيا، وتسيطر المصارف الحكومية على الحصة الأكبر من النشاط المصرفي في الجزائر، إذ تستحوذ على حوالي 80% من موجودات القطاع المصرفي و85% من القروض و90% من الودائع ⁽¹⁾ .

⁽¹⁾ إتحاد المصارف العربية، القطاع المصرفي الجزائري تحديث وتطوير مستمران، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://www.uabonline.org/en/research/banking/1575160416021591157515931575160416051589/7467> تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 15h30 .

الجدول رقم (17): النظام المصرفي الجزائري

مصارف محلية	مصارف عربية		مصارف أجنبية
تجارية	تجارية	إسلامية	تجارية
البنك الوطني الجزائري	بنك الثقة	بنك البركة	Citibank
بنك الجزائر الخارجي	البنك العربي	المؤسسة المصرفية العربية	HSBC
بنك التنمية المحلية	بنك الخليج	بنك السلام	Natixis
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	بنك الإسكان للتجارة والتمويل		Société Générale
القرض الشعبي الجزائري			BNP Paribas
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط			Crédit agricole
الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي			

المصدر: من إعداد الباحث

وتعد تجربة البنوك الإسلامية حديثة في الجزائر من حيث التأسيس والنشأة والتطور، غير أنها وبالرغم من ضيق مجال النشاط المتاح لها والعقبات التي تواجهها في الميدان، لاسيما فيما يتعلق بالجانب القانوني استطاعت تحقيق نتائج مُرضية إلى حد ما وتمكنت من خلق بديل شرعي للمواطن الذي سئم من المعاملات الربوية المحرمة، وهو ما تترجمه الطلبات المتزايدة على الخدمات البنكية الإسلامية حيث قررت الجزائر فتح المجال أمام هذا النوع من المصارف من أجل النشاط والمساهمة في تنمية الاقتصاد الوطني، في وقت تبقى فيه السوق الجزائرية مغلقة على ما يبدو أمام تكاثر مثل هذا النوع من المصارف حيث تظل حصة البنوك الإسلامية في السوق المصرفية الجزائرية محدودة وهامشية، بمقابل سيطرة البنوك التقليدية على السوق المصرفية في الجزائر حيث لا يحوز القطاع الخاص منها سوى على 12 % كما لا يتعدى حجم المال الإسلامي في النظام المالي الجزائري نسبة 3 %، إذ أن الحصيلة الإجمالية للبلاد من المصارف الإسلامية بنكان فقط، فكانت الانطلاقة مع بنك البركة الجزائري الذي تأسس بتاريخ 6 ديسمبر 1990، كفرع لمجموعة البركة المصرفية بأصول تبلغ نحو بليون دولار تستغل 20 فرعا موزعة على التراب الوطني أي بعد أشهر قليلة من صدور قانون النقد والائتمان الذي فتح المجال للقطاع الخاص والأجنبي لإنشاء البنوك في الجزائر، وتمتلك مجموعة البركة

2 % من إجمالي السوق، و 15 % من السوق البنكية الخاصة و يعتبر بنك البركة البنك الإسلامي الأول في الجزائر و ينص قانونه الأساسي على المساهمة في محاربة الفقر و التهميش الاجتماعي .

كما حققت النتائج المالية لعام 2012 ارتفاعا في مجموع الدخل التشغيلي بنسبة 7% ليبلغ 8.3 مليار دينار جزائري (أي ما يقارب 106.8 دولار أمريكي)، وبعد خصم المصاريف التشغيلية يصبح صافي الدخل التشغيلي المحقق يقدر بـ 7% أي 5.7 مليار دينار جزائري خلال سنة 2012 (73.33 مليون دولار) أما صافي الدخل فقد حقق زيادة بنسبة 11% ليبلغ 4.19 مليار دينار جزائري (53.9 مليون دولار).

بالنسبة لموجودات البنك فقد نمت بنسبة 13.40% لتصل إلى 150.8 مليار دينار جزائري (1094 مليون دولار أمريكي) بالمقارنة مع 133 مليار دينار (1.710 مليون دولار) في عام 2011، وكانت هذه الزيادة نتيجة لنمو الأموال السائلة وعمليات التمويل والاستثمار، حيث بلغت قيمتها 58.56 مليار دينار (753 مليون دولار) لتحقيق بذلك نسبة نمو 3%.

كما استعمل البنك الطرق والأساليب التمويلية المتوفرة لديه بهدف الرفع من قيمة الموجودات، الأمر الذي سمح برفع حسابات العملاء لديه وحاملي حسابات الاستثمار بنسبة 14% لتصل قيمتها إلى 116.5 مليار دينار (1.50 مليون دولار)، وهي تعمل على تمويل نسبة 77.3% من إجمالي موجودات البنك أما بالنسبة لحقوق المساهمين فقد تعززت بنسبة 8% ليبلغ مجموعها 21.5 مليار دينار جزائري (276.5 مليون دولار) ⁽¹⁾ .

أما البنك الثاني وهو بنك السلام ليكون بذلك ثاني مصرف إسلامي يدخل السوق المصرفية الجزائرية. و يقدر رأس مال مصرف السلام الذي تم افتتاحه بتاريخ: 20/ 10/ 2008 بـ 72 مليار دينار جزائري أي ما يعادل 100 مليون دولار، ليصبح حينها أكبر المصارف الخاصة العاملة بالجزائر .

وتقتصر الصيرفة الإسلامية في البنوك المعتمدة في الجزائر على بنوك أجنبية (خليجية) بالدرجة الأولى على غرار فرع الجزائر لمجموعة «البركة» البحرينية، وفرع «بنك الخليج الجزائر» كويتي، وبنك السلام الإماراتي وتمثلت خدمات الصيرفة الإسلامية في تمويلات لشراء عقارات وسيارات ومواد استهلاكية (أثاث وتجهيزات) فضلا عن تمويل مشاريع استثمارية صغيرة بمبالغ محدودة كما أن إقرار قانون واضح يضبط نشاط هذا القطاع سيرفع الادخار في البنوك، خاصة أن 90 مليار دولار متواجدة خارج القنوات الرسمية.

⁽¹⁾ الصيرفة الإسلامية في الجزائر، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://www.arabnak.com> ، تاريخ الإطلاع:

. 15h30، 2017/05/23

غير أن هناك بنوك أخرى تقدم بعض الخدمات الإسلامية كبنك الخليج الجزائر وتراست بنك زيادة على بنك البدر الذي يقدم منذ 10 سنوات خدمة دفتر التوفير بدون فوائد ودفتر الفلاح بدون فوائد بغية استقطاب مختلف الشرائح للدخار، فهناك العديد من الأشخاص أقبلوا عليها وذلك بعد تجربتها لسنوات طويلة وأثبتت نجاعتها⁽¹⁾. إضافة إلى بعض شركات التأمين التكافلي كشركة سلامة، وكل هذه المؤسسات المالية لا تمثل إلا نسبة ضئيلة جدا من النظام المالي ككل، إذ لا تتجاوز 3 في المائة منه، أما عن التأمين الإسلامي فهو ينمو بنسبة 25 % في السوق الجزائرية وتقوم بخدماته شركات كبيرة مثل شركة سلامة للتأمين التي يرى خبراء أنها تتسم بقدرات تنافسية كبيرة قادرة على جذب العملاء لكون التأمين في بعض القطاعات إجباريا، وبالرغم من أن نمو البنوك الإسلامية واتساع مجال نشاطها يجري بصفة بطيئة منذ انطلاقتها، إلا أن هناك بعض بوادر التطور التي ستفتح الباب على ما يبدو أمام نشاط هذا النوع من المصارف من أهمها الطلب المتزايد للمواطن الجزائري على الخدمات البنكية الإسلامية.

المطلب الثاني :عوائق الصرّفية الإسلامية في الجزائر

تواجه البنوك الإسلامية في الجزائر منذ انطلاقتها الكثير من العقبات التي تحول دون انتشار وممارسة المؤسسات المالية الإسلامية لنشاطها في الجزائر، ولعل من أبرزها مايلي :

1- محدودية السوق من حيث عددها وحجمها وانتشارها في المناطق الداخلية للجزائر، إلى جانب افتقارها إلى موارد بشرية مؤهلة للعمل في هذه المؤسسات حيث تعاني الجزائر نقصا كبيرا في المصرفيين والتنفيذيين المؤهلين لتسيير نشاط الصيرفة الإسلامية، و كذلك نقص في الإطارات والمصرفيين المختصين في تنفيذ الأدوات المطابقة لمبادئ الإسلام في تمويل الاقتصاد والعقار.

2- غياب تقنين خاص بالبنوك الإسلامية في الجزائر التي تتعامل بأحكام الشريعة الإسلامية، إذ لا وجود لمثل هذا الوعاء كضامن قانوني على مستوى البنك المركزي، والذي يؤطر ويحميه من مجموعة المخاطر المصرفية الممكن حدوثها في السوق النقدية الوطنية خاصة لغياب أطر تشريعية وقانونية للأدوات النقدية الإسلامية بالنظام النقدي الجزائري⁽²⁾ غير أن هناك عراقيل وبيروقراطية يحولان دون تحقق ذلك، فحتى عند رغبتهم في تقديم بعض الخدمات الإسلامية يتوجب عليهم الحصول على الموافقة من السلطات والبنك المركزي، مع أن

(1) زهيرة مجراب ، تعاملات إسلامية جديدة في البنوك لجلب أموال الجزائريين ! ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://www.echoroukonline.com/ara/articles/269620.html>، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 15h30 .

(2) أسية مجوري، من يعرف البنوك الإسلامية في الجزائر؟، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://www.djazairiss.com/akhbarelyoum/117402!>، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 15h30 .

البنوك العالمية تتسابق لتقديم الخدمات للعملاء، أما في الجزائر فيقتضي الأمر الحصول على موافقة بنك الجزائر أولا حتى لا يتعرض للعقوبة (1).

ومن المعلوم أنه يوجد ثلاثة نماذج من البيئات التي تعمل فيها البنوك الإسلامية في العالم من الناحية القانونية وهي: نموذج نظام مصرفي إسلامي كامل: وهي حالة النظام المصرفي الإيراني، والباكستاني، والسوداني نموذج نظام ذو قوانين خاصة لمراقبة أعمال البنوك الإسلامية: مثل نظام ماليزيا، تركيا، الإمارات، اليمن، الكويت، لبنان نموذج نظام تخضع فيه البنوك الإسلامية للقوانين المنظمة للبنوك الأخرى وهي حالة الأنظمة المصرفية لبقية البلدان الإسلامية والغربية و الجزائر تدخل ضمن النموذج الأخير (2) إذ لا نجد في القوانين المنظمة للعمل المصرفي في الجزائر ما يشير صراحة إلى البنوك الإسلامية إذ لم ينص قانون النقد والقرض 90-10 ولا الأوامر المعدلان له سنة 2010 أو أي تعليمة صادرة عن بنك الجزائر على تحديد المعالم الأساسية لإنشاء وتنظيم المصارف الإسلامية، فالأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض لا يحدد شروطا خاصة بالبنوك الإسلامية فهذا النص يتضمن نوعين من المؤسسات هي البنوك والمؤسسات المالية وينظم عمليات جميع البنوك العاملة في الدولة، وذلك رغم الاختلاف في طبيعة العمل بين البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية، وبالتالي فإن البنوك التي ترغب في النشاط بالجزائر عليها التقيد بأحكام القانون ويمكنها إن أرادت أن تضع في السوق منتجات مالية إسلامية أن تبقى خاضعة للقواعد الاحترازية المعمول بها، والملاحظ على المصارف الإسلامية من خلال المنظومة القانونية التي تحكم العمل المصرفي في الجزائر مايلي:

-تطبق عليها نفس شروط الترخيص والتأسيس المطبقة على البنوك التقليدية الباب الثالث من قانون النقد والقرض من م 127- م 141 .

-يحدد هذا القانون عمل المصارف المرخص لها في البلاد ويصنف الأعمال على أنها قروض من ذلك ما جاء في المادة 112: تشكل عملية قرض في تطبيق هذا القانون كل عمل لقاء عوض يضع بموجبه شخص ما أو يعد بوضع أموال تحت تصرف شخص آخر أو يأخذ بموجبه ولمصلحة الشخص الآخر التزاما بالتوقيع كالضمان الاحتياطي أو الكفالة أو الضمان (3).

3- العلاقة الغير المتكافئة بين البنوك الإسلامية الجزائرية وبنك الجزائر حيث تواجه تجربة الخدمات المالية الإسلامية في الجزائر تحديات ومشاكل كبيرة أهمها، العلاقة الغير المتكافئة بين البنوك الإسلامية الجزائرية وبنك

(1) زهيرة مجراب، المرجع سبق ذكره.

(2) محمد كريم قروف، (2013): متطلبات تطبيق أدوات السياسة النقدية الإسلامية في الاقتصاد الجزائري، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، ص 02.

(3) ساعد ابتسام، (2013): المتطلبات القانونية للعمل المصرفي الإسلامي في الجزائر دراسة تحليلية مقارنة لبعض التجارب العالمية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المنعقد يومي 8 و 9 ديسمبر، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ص 14.

الجزائر، فهو يعاملها معاملة البنوك التقليدية ويطبق عليها نفس أدوات السياسة النقدية التقليدية المستعملة في تنظيم الائتمان، وبالتالي فهي تعاني من مشاكل في إدارة سيولتها المصرفية، وفيما يلي أهم المشاكل التي تعاني منها:

-صعوبة حصول هذه البنوك على السيولة التي تحتاج إليها في نشاطها انطلاقاً من أن الأحكام المتبنّاة من طرفها، والتي تتعامل بأحكام الشريعة الإسلامية لا تجيز لها اللجوء إلى سوق النقد لتغطية متطلباتها عن طريق طريقة التعاقد التي تتعامل على أساسها هذه البنوك مع المؤسسات المالية الكلاسيكية، والتي تتعامل بطريقة الفوائد الربوية (1).

-يفرض البنك المركزي في الجزائر على المصارف الإسلامية الاحتفاظ بذات نسبة الاحتياطي النقدي الإلزامي الذي تفرضه على المصارف الأخرى على جميع أنواع الخصوم الإيداعية و التوظيفات الاستثمارية وسياسة الاحتياطي القانوني، هذه التي يتبعها البنك المركزي في تعامله مع البنوك التقليدية والمصارف الإسلامية على حد سواء تؤدي إلى تعطيل جزء من موارد هذه المصارف على غير رغبة المودعين وتعارض مع حسن استثمار المال كاملاً، لأن أنشطة هذه المصارف تقوم في الأساس على الاستثمار النوعي الحقيقي الذي تُعد المخاطرة من أهم سماته وخصائصه بخلاف الإقراض النقدي الذي هو أساس عمل البنوك التقليدية، والذي تنعدم فيه نسبة المخاطرة بالمقارنة بالاستثمار النوعي بالإضافة إلى أن البنوك الإسلامية تتلقى فوائد عن الأموال المودعة كاحتياطي قانوني لدى البنك المركزي مثل بقية البنوك.

-عدم وجود سوق مالية إسلامية منظمة تساعد المصارف الإسلامية على التعبئة و الاستخدام الأمثل لمواردها .
-ضعف نظام الرقابة على المنتجات البنكية الإسلامية، وعدم تطوير النظام المحاسبي في البنوك الإسلامية.
-تفرض على المصارف الإسلامية نفس نسب السيولة المطبقة على البنوك التقليدية رغم اختلاف بسيط في النسب و عدم استفادة البنوك الإسلامية من إعادة الخصم، حيث أن هذه الأداة تتعارض مع طبيعة عمل المصارف الإسلامية وذلك لأنها من الربا المحرم شرعاً و تعارض قيام البنوك المركزية بعمليات السوق المفتوحة مع طبيعة عمل المصارف الإسلامية وذلك لأن السندات الحكومية تصدر بسعر فائدة.

-تتعرض الأنشطة التي تمارسها المصارف الإسلامية لحالات من الازدواج الضريبي، فقد تعاني المؤسسات المالية التي تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية من عبء دفع الضريبة مرتين للبيع والمعاملات التي تقوم بها (2).

(1) آسية مجوري، المرجع سبق ذكره .

(2) ساعد ابتسام، (2013) : المرجع سبق ذكره، ص 15-16 .

المطلب الثالث: أفاق الصرفية الإسلامية في الجزائر

رغم العقبات المذكورة استطاعت البنوك الإسلامية في الجزائر أن تحقق تطورا ملحوظا ونجاحات كبيرة وإنجازات رائدة في السوق النقدية والمصرفية الوطنية، تحتل بذلك مكانا لا بأس به في النظام المصرفي الجزائري، لذلك بات من الضروري إيجاد حلول فعلية للصعوبات التي تواجهها هذه البنوك في نشاطها فهناك فرصة متاحة للجزائر في أن تصبح نموذجا مميزا في الصيرفة الإسلامية محليا وإقليميا خاصة إذا ما استغلت الطاقة الاستيعابية للسوق النقدية ، الواعدة كأحد أهم مصادر تعبئة الموارد المالية ومن ثم تمويل احتياجاتها .

1-تقنين العمل المالي الإسلامي:

البنوك الإسلامية في الجزائر تخضع لنفس القانون المطبق على البنوك التقليدية لأن البنك المركزي للدولة يعتمد صيغة القانون الموحد، لذا فإن أول خطوة في حل الإشكالات العالقة في الرقابة على البنوك الإسلامية هي سن قانون خاص بهذه البنوك، يراعي خصوصية العمل فيها، ويمنح الغطاء القانوني للبنك المركزي في سن التنظيمات والتعليمات المنظمة لعملها ، و يضعه مجموعة متخصصين في الفقه والقانون والمصارف والاقتصاد ويأخذ بكل الوسائل والأساليب المعاصرة، لوضع التقنين أو التقنيات المصرفية والمالية والاستثمارية والتجارية المستمدة في نصها وفحواها من التشريع الإسلامي بمصادره ووسائله ومقاصده مع مراعاة المستجدات العالمية المعاصرة في هذا المجال، وهذا من شأنه توفير الإطار التشريعي الواضح لتنظيم عمل هذه البنوك بما يتفق مع متطلبات الاقتصاد الوطني ويكون ذلك وفق الشروط التالية ⁽¹⁾ :

-تقنين الأحكام الشرعية المستمدة من أحكام الفقه الإسلامي الأكثر اتفاقا مع واقع البلاد ومصالحها دون التقيد بمذهب معين.

-في حال وجود تعارض بين أحكام هذا القانون وأي قانون آخر تسود أحكام هذا القانون إلى المدى الذي يزيل التعارض بينهما .

-تعديل بعض القوانين للتوافق مع طبيعة النشاط المصرفي الإسلامي كالقانون التجاري قانون الضرائب قوانين الاستثمار، قانون الشركات...الخ .

-قيام تعاون بين المؤسسات المالية و الهيئات المعنية مثل بنك الجزائر وزارة المالية وجمعية البنوك و المؤسسات المالية تم البرلمان و الحكومة للمصادقة على هذا القانون.

(1) ساعد ابتسام ، (2013) : المرجع سبق ذكره ، ص 16-17 .

-إنشاء محكمة مالية ونقدية، من أجل إيجاد نظام قضائي متخصص في الجوانب المصرفية والمالية والنقدية يتولى تسوية نزاعات البنوك الإسلامية مع البنوك التقليدية والمؤسسات المالية والتأمينية، إذ يلاحظ غياب جهاز قضائي بالجزائر لتنفيذ الأحكام الخاصة بالعمل المصرفي عامة والعمل المصرفي الإسلامي بصفة خاصة⁽¹⁾.

-الاستفادة من تجارب الدول التي لها سبق لها العمل في هذا المجال و بخاصة الدول التي عرف نظامها المالي تشريعات و قوانين متعلقة بتنظيم العمل المصرفي الإسلامي⁽²⁾.

إذا لم يتسن اعتماد الخطوة السابقة أي سن قانون خاص بالبنوك الإسلامية، فيمكن للبنك المركزي الجزائري أن يمنح استثناءات للبنوك الإسلامية من القانون المطبق على جميع البنوك، تفهماً لطبيعة عملها، وتلك الاستثناءات تشمل خاصة كيفية حساب بعض المؤشرات مثل: نسبة الاحتياطي القانوني، نسبة السيولة، نسبة كفاية رأس المال⁽³⁾.

2-تنظيم علاقة البنوك الإسلامية مع بنك الجزائر:

إن إعداد قانون لتنظيم البنوك الإسلامية في الجزائر سيتيح فرص تأسيس المزيد من البنوك الإسلامية لأنه سيجل الكثير من الإشكالات المتعلقة بالمعايير الرقابية و الإشرافية و المحاسبية و التعامل مع مختلف المؤسسات المتواجدة في السوق المصرفية الجزائرية ومن تم يمكن لبنك الجزائر في ظل قانون ينظم متطلبات الإنشاء و الرقابة على البنوك الإسلامية أن يتعامل معها بوضوح و ايجابية وفق نمط رقابي يراعي خصوصيتها و ذلك على النحو التالي :

1-2نسبة الاحتياطي القانوني:

إن الاحتياطي القانوني الذي يفرضه البنك المركزي على الودائع بالبنوك التجارية، يهدف إلى التحكم في المعروض النقدي، إضافة إلى حماية أموال المودعين لدى البنك لذا يجب أن تفرض هذه النسبة أساساً على الودائع الجارية، لأن فرض هذه النسبة على حسابات الاستثمار لدى البنوك الإسلامية، يعني عدم استثمار تلك النسبة من الأموال المخصصة للاحتياطي المطلوب، مما يتسبب في تحقيق عوائد أقل لمجموع الودائع المستثمرة، وبالتالي لا يجب إخضاع الحسابات الاستثمارية لدى البنوك الإسلامية لنسبة الاحتياطي القانوني أو على الأقل تخفيضها وذلك للاعتبارات التالية:

(1) محمد كريم قروف ، (2013) : المرجع سبق ذكره ، ص02 .

(2) عبد الحليم غربي، (2010) : تقييم تجربة الخدمات المالية الإسلامية في السوق الجزائرية وأفاقها المستقبلية ، أشغال الندوة الدولية الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، المنعقد يومي 20 - 18 أفريل ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف ، ص29.

(3) ناصر سليمان ، (2013) : كفاية رأس المال للبنوك الإسلامية الجزائرية تشخيص الواقع ومقترحات للتطوير الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المنعقد يومي 8 و 9 ديسمبر، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر ، ص 16 .

-إن الودائع الآجلة أو الاستثمارية في المصرف الإسلامي، يتم النظر إليها على أنها مساهمات أو محافظ استثمارية تشارك في الربح والخسارة، يديرها البنك لصالح أصحابها وعلى مسؤوليتهم الخاصة، ودون ضمان من البنك برد هذه الأموال فضلا عن أرباحها، أي أنها تعتبر كأموال المساهمين لكنها مؤقتة أي عكس ما ينطبق تماما على الودائع الجارية .

-إن المصارف الإسلامية لن تستفيد من هذا الاحتياطي بعكس البنوك التقليدية، لا من حيث تقاضي فائدة عليها لما في ذلك من مخالفة شرعية، ولا من حيث توفير الحماية لأصحاب هذه الأموال لأنها ودائع مضاربة تشارك في الربح والخسارة.

3- دور الملجأ الأخير للإقراض: يمكن للبنك الجزائري أن يؤدي دوره كملجأ أخير للإقراض بالنسبة للبنوك الإسلامية في الجزائر حين مواجهتها لأزمات السيولة كما يلي:

-في حالة تعرض البنك الإسلامي لمشكلة سيولة يمكن للبنك المركزي أن يقدم له تسهيلات في شكل قروض حسنة، مقابل امتيازات نالها البنك المركزي، كتنازل البنك الإسلامي عن الفوائد الناتجة عن نسبة الاحتياطي القانوني أو ما يفوقها من أموال مودعة لدى الأول .

-إنشاء صندوق مشترك يمكن للبنك المركزي أن يجمع فيه الموارد اللازمة لهذا الصندوق، ويتم ذلك من خلال فرض نسبة احتياطي خاص يسهم فيه كل بنك إسلامي، بنسبة معينة يحددها البنك المركزي حسب حجم البنك، وتكون المهمة الأساسية لهذا الصندوق المشترك هي تمكين البنك المركزي من القيام بدور الملجأ الأخير للإقراض، أي مساندة البنوك الإسلامية في حالة تعرضها لأزمات مالية ويتم ذلك بصيغة القرض الحسن، مع ضرورة التأكد من حقيقة ثغرة السيولة من حيث الحجم ، وفي حالة انتهاء حالة العجز في السيولة يجب إرجاع القرض فورا .

- إن الغرض من فرض نسبة سيولة معينة على البنوك التجارية للاحتفاظ بها، هو الحيلولة دون تعرض هذه البنوك لأزمات السيولة المفاجئة حيث أن لوجود نسبة السيولة النقدية بالمصارف الإسلامية أهمية كبيرة بالنسبة للاقتصاد الوطني كعامل تنظيمي وأساسي لحمايته، وبالنسبة للمصارف الإسلامية ذاتها، ولكن الأمر يتطلب التمييز بين المصارف الإسلامية والتقليدية في مكونات نسبة السيولة إذ يجب أن تكون أقل من تلك المفروضة على البنوك التقليدية على أساس اختلاف مكونات الأصول السائلة في البنوك الإسلامية عن مثلتها في البنوك التقليدية، إذ أن البنوك الإسلامية مثلاً تقبل الكمبيالات على أساس التحصيل لا الخصم لأنه محرم، كما أن من المفترض ألا تتضمن النسبة السندات الحكومية أيضا لأنها بفائدة .

ومع ذلك يمكن إخضاع جزء من الودائع الجارية و جزء بسيط من ودائع الاستثمار لهذه النسبة حيث يحسب الأول ضمن الاحتياطي القانوني ولكن لا يبقى لدى البنك المركزي بل لدى البنك الإسلامي وتحت رقابة الأول ليس من باب توفير الحماية للمودعين بل لمواجهة طلبات السحب على هذه الودائع.

-معدل كفاية رأس المال: تقاس كفاية رأس المال في البنوك بمعدل رأس المال إلى الأصول المرجحة بأوزان المخاطر، إضافة إلى الأعمال أو الأنشطة خارج الميزانية إن أشهر تطبيق لهذه النسبة هو نسبة بازل، خاصة منها بازل II المطبقة عالميا منذ بداية سنة 2007 وقد تبين من خلال دراسة تطبيقية على بنك البركة الجزائري أن البنوك الجزائرية لا زالت في معظمها تطبق نسبة بازل I كما تبين أيضا من خلال هذه الدراسة أن بنك الجزائر يفرض على البنوك الإسلامية تطبيق هذه النسبة بنفس الطريقة المطبقة في البنوك التقليدية، دون مراعاة لخصوصية هذه البنوك (1).

تقادياً لكل الإشكالات في حساب كفاية رأس المال من طرف البنوك الإسلامية العاملة بالجزائر، فإن الحل الأنسب هو التقيد بالمعيار الذي أعد في هذا الصدد من طرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB بماليزيا، حيث يقوم هذا المجلس في كل مرة بإصدار معايير تتلاءم مع مقررات بازل من جهة، وتتلاءم مع طبيعة عمل البنوك الإسلامية من جهة أخرى، وكما فعل المجلس في إصدار معيار مسابير لاتفاقية بازل II في ديسمبر 2005 ، فقد أصدر مسودة معيار مسابير لاتفاقية بازل III في نوفمبر 2012 ، وطرحه للإثراء والمناقشة إلى غاية 31 مارس 2013 في انتظار إصدار الصيغة النهائية له، وكل هذا لن يتأتى إلا بانضمام البنك المركزي الجزائري إلى المجلس السابق على غرار معظم البنوك المركزية للبلدان الإسلامية ثم تبني البنك المركزي لذلك المعيار ، وإجبار البنوك الإسلامية في الجزائر على التقيد به كما هو معمول به في كثير من تلك البلدان الإسلامية (2).

-إنشاء إدارة خاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية لدى بنك الجزائر للإشراف و الرقابة و التوجيه و تكوين هيئة رقابة شرعية عليا ببنك الجزائر و إضافة معايير شرعية إلى المعايير المالية الأخرى لرقابة البنوك الإسلامية (3).

4-التدريب والتثقيف الشرعي للعاملين بالمصارف الإسلامية:

يسهم وعي العاملين بالمصارف الإسلامية ومعرفتهم الكاملة بأصول المعاملات المالية الإسلامية والتأصيل الشرعي الصحيح لصيغ الاستثمار والخدمات المالية الإسلامية، في إزالة الكثير من العثرات ومعالجة الخلل

(1) سليمان ناصر و عبد الحميد بوشرمة ، (2010) : متطلبات تطوير الصيرفة الإسلامية في الجزائر، مجلة الباحث، العدد 07 ، ص 311-312.

(2) ناصر سليمان ، (2013) : المرجع سبق ذكره ، ص 17 .

(3) عبد الحليم غربي، (2010) : المرجع سبق ذكره ، ص 30

الذي يصيب كثيرا من البنوك الإسلامية، لذا يجب تهيئة الإطارات المؤهلة علميا و عمليا للعمل بالمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية ويتم ذلك من خلال:

-إنشاء مركز تعليمي وتدريبى متخصص في العلوم المصرفية الإسلامية، وذلك لإعداد وتدريب وتخريج الإطارات المصرفية المؤهلة وإذا لم يتسن ذلك في القريب العاجل، فيمكن إنشاء قسم خاص لهذا الغرض بالمدرسة العليا للبنوك بالجزائر العاصمة .

-قيام البنوك الإسلامية في الجزائر بإنشاء أقسام متخصصة في تطوير الهندسة المالية الإسلامية وتدعيم الابتكار المالي، ومراكز متخصصة لتدريب العاملين محليا أي داخل البنك، وفي هذا الإطار يمكن الاستفادة من تجارب بنوك إسلامية رائدة في هذا المجال ، كالمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية (جدة)، و مركز الاقتصاد الإسلامي التابع للمصرف الإسلامي الدولي للاستثمار والتنمية القاهرة .

-ضرورة الاستفادة من جهود بعض الهيئات الإقليمية والدولية، التي تعمل على تطوير الصيرفة الإسلامية، مثل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية التي تضع معايير محاسبية متوافقة مع المعايير المحاسبية المطبقة عالميا من جهة، ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من جهة أخرى، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية *IFSB* ماليزيا الذي يضع قواعد الحيلة والجذر المتوافقة مع المعايير العالمية مثل معايير بازل من جهة، وتراعي خصوصية العمل في البنوك الإسلامية من جهة أخرى ⁽¹⁾.

5-تأسيس الهيئات المحلية الداعمة : بعد أن تقوم المؤسسات المالية الإسلامية بتفعيل نشاطها في الجزائر يمكنها أن تتعاون فيما بينها و مع الحكومة الجزائرية و الوزارات ذات الصلة على استكمال دورها بإنشاء هيئات أخرى لها مهام محددة بهدف توفير الدعم اللازم للمالية الإسلامية في الجزائر وزيادة حجم سوق خدماتها و لعل أهم هذه الهيئات هي :

1-5 إنشاء محكمة مالية من اجل إيجاد نظام قضائي متخصص في الجوانب المصرفية و المالية يتولى تسوية نزاعات التأمين و البنوك حيث يلاحظ في تجربة الخدمات المالية الإسلامية في الجزائر غياب جهاز قضائي لتنفيذ الأحكام الخاصة بالعمل المصرفي و التأميني .

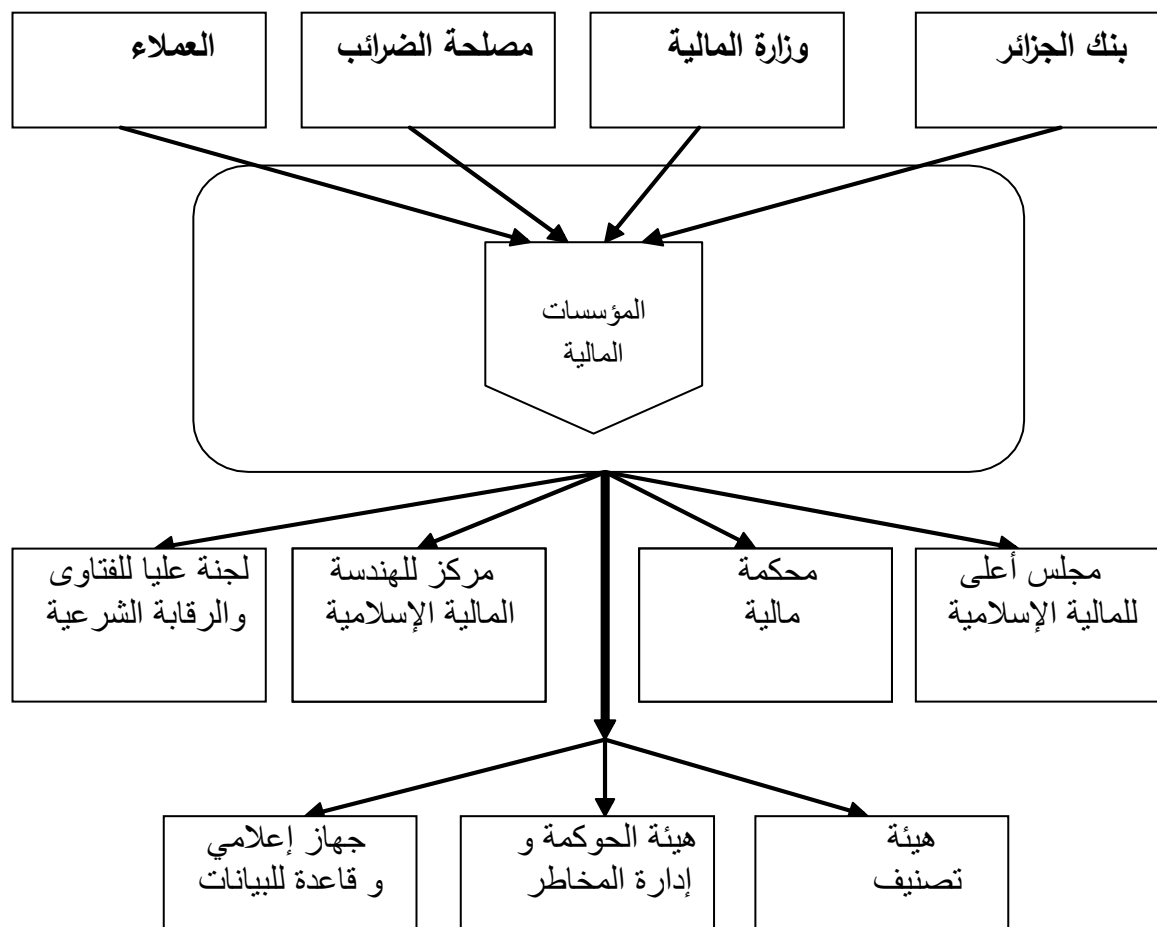
2-5 إنشاء لجنة عليا للفتاوى والرقابة الشرعية من اجل التنسيق بين فتاوى الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية و الحد من التباين فيما بينها في القضايا الحساسة، في اطار تبني المعايير الشرعية لهيئة المراجعة و المحاسبة .

(1) سليمان ناصر و عبد الحميد بوشرمة ، (2010) : المرجع سبق ذكره ، ص 313 .

- 3-5 إنشاء مجلس أعلى للمالية الإسلامية حيث يقوم بتقديم خدمات استشارية في مجال الخدمات المالية الإسلامية تشمل كافة الجوانب الشرعية و المالية و المصرفية.
- 4-5 إنشاء هيئة للحوكمة و إدارة المخاطر من اجل تحقيق ممارسة شفافة و عادلة و نزيهة و التحكم في إدارة مخاطر المؤسسات المالية الإسلامية للحد من أثار الأزمات المالية .
- 5-5 إنشاء مركز للهندسة المالية الإسلامية من اجل توفير البدائل للمنتجات المالية التقليدية و طرح منتجات مبتكرة تستوعب الاحتياجات المالية للمواطن .
- 6-5 إنشاء هيئة لتصنيف المنتجات المالية الإسلامية من الناحية الائتمانية من اجل تقييم الملاءة المالية للمؤسسات و منتجاتها و درجة الانضباط الشرعي فيها .
- 7-5 إنشاء قاعدة للبيانات المصرفية الإسلامية من اجل توفير بنية تحتية معلوماتية و إحصائية للعمل المصرفي .
- 8-5 إيجاد جهاز إعلامي يقوم بالتوجيه و التوعية بخدمات المؤسسات المالية الإسلامية حيث يلاحظ في الجزائر ضعف في الجانب الإعلامي وقصور في توعية المجتمع الجزائري بطبيعة المالية الإسلامية ⁽¹⁾ .

⁽¹⁾ عبد الحليم غربي، (2010) : المرجع سبق ذكره ، ص 31-32 .

الشكل رقم (36): مقترح للهيئات الداعمة للمؤسسات المالية الإسلامية في الجزائر



المصدر: عبد الحليم غربي، (2010) : المرجع سبق ذكره ،ص 32 .

المطلب الرابع: النوافذ الإسلامية و دورها في تطبيق الصيرفة الإسلامية في الجزائر

1- مفهوم النوافذ الإسلامية:

يقصد بالنوافذ الإسلامية تقديم خدمات مالية إسلامية من خلال وحدة أو قسم داخل البنك التقليدي ويعمم بعض الباحثين معنى النوافذ على جميع الأشكال المصرفية الإسلامية التي تقدمها البنوك التقليدية و قد أخذت صورا متعددة ، فمنها المحافظ والصناديق الإسلامية التي يطرحها البنك التقليدي ومنها أن يفتح البنك التقليدي حسابات استثمارية وحسابات توفير تدار وفقا لأحكام الشريعة، ومنها أن يخصص البنك فروعاً خاصة للمعاملات المصرفية الإسلامية .

و من بين السبل والمقترحات التي يمكن أن تعزز من نمو الصيرفة الإسلامية بالجزائر، هي الترخيص للمصارف التقليدية العاملة بالسوق المصرفية الجزائرية بفتح نوافذ للتمويل الإسلامي، وهذا الإجراء يُساعد على

تعزيز تجربة الخدمات المالية الإسلامية في الجزائر، وتلبية رغبات المواطن الجزائري وهي الحصول على التمويل من دون أي فائدة، كما تستطيع البنوك الإسلامية الحصول على السيولة بصيغة القرض الحسن من هذه النوافذ في حالة وقوعها في أزمات السيولة، بالإضافة إلى ذلك يمكن أن تشترك نوافذ التمويل الإسلامية والبنوك الإسلامية في مشاريع استثمارية مشتركة، ولكن في الحقيقة هناك أمر هام لا بد من الإشارة إليه، وهو الحرص على عدم اختلاط الأموال بين البنك التقليدي ونوافذ التمويل الإسلامي حتى لا يشك المتعاملين في مصداقيتها وفي هذا الصدد هناك مجموعة من الضوابط، والإجراءات الواجب مراعاتها في حالة الإقبال على فتح نوافذ إسلامية:

- ✓ ضمان الاستقلالية المالية والمحاسبية للإدارة .
- ✓ الالتزام الكامل بالشريعة الإسلامية في كل أنشطة الإدارة ومنتجاتها وسياساتها وبرامج تدريب موظفيها من خلال التعاقد والتعاون مع عدد من المراكز الاستشارية المتخصصة .
- ✓ إنشاء هيئة شرعية مستقلة لمراقبة التطبيق، تجتمع بصفة دورية مرة كل شهر للنظر في ما يعن لها من موضوعات ووضع التوصيات اللازمة للتنفيذ .
- ✓ تعيين مراقب شرعي داخلي لمتابعة التطبيق العملي بصورة يومية.

2- الآثار الاقتصادية الناتجة عن فتح نوافذ تمويل إسلامي في البنوك الجزائرية:

يمكن أن يترتب على فتح نوافذ إسلامية في البنوك التقليدية الجزائرية العديد من الآثار الاقتصادية الإيجابية والسلبية، ويمكن إيجاز أهم الآثار على النحو التالي:

1-2 الآثار الإيجابية:

- يمكن أن تساهم النوافذ الإسلامية في توسيع رقعة العمل المصرفي الإسلامي في الجزائر من خلال تحفيز المصارف التقليدية المنافسة إلى تقديم خدمة الصيرفة الإسلامية، ومن خلال تنمية التعاون مع المصارف والمؤسسات المالية الدولية التي تسعى إلى تطوير منتجات إسلامية جديدة.
- لقد أظهرت هذه التجربة في كثير من الدول الإسلامية أن هناك شرائح كبيرة من أفراد المجتمعات الإسلامية ترغب بل وتبحث عن البديل الإسلامي للبنوك التقليدية، ومنها المجتمع الجزائري.
- إن الإقبال المتزايد على الخدمات المصرفية الإسلامية والاستثمار الإسلامي سيؤدي في المدى الطويل إلى إعادة توزيع الودائع بين النظام المصرفي الإسلامي والنظام المصرفي الجزائري بحيث يتوسع الأول على الثاني إذا أحسن القائمون على المصارف الإسلامية الاستفادة من هذه الفرصة.

-تساهم النوافذ الإسلامية في زيادة موجودات البنوك الإسلامية الجزائرية وبالتالي تزيد من فعاليتها في إدارتها لسيولتها المصرفية.

-إذا نجحت النوافذ الإسلامية في تحقيق نتائج أعلى لبنوكها من نتائج الفروع الأخرى التقليدية، فإن ذلك سيدفع إدارة البنك إلى التوسع في الظاهرة عن طريق فتح نوافذ أخرى تعمل بنفس المنهاج بدلا من الإكثار في فتح فروع تقليدية، كما قد يشجع هذا النجاح البنوك الأجنبية العاملة في الجزائر على طلب فتح نوافذ إسلامية كما يؤدي فتح نوافذ إسلامية في البنوك التقليدية الجزائرية، إلى تحقيق المزيد من الكفاءة في الجهاز المصرفي الجزائري، وخلق جو يسوده المنافسة في السوق المصرفية الجزائرية

-تساهم النوافذ الإسلامية في تطوير المنتجات المالية الإسلامية، حيث تتنافس إدارة كل من النوافذ الإسلامية والبنوك الإسلامية إلى بذل المزيد من الجهود لابتكار أدوات مالية إسلامية تتمتع بالكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية وتشبع رغبات العملاء، و تكوين سلة استثمارات متوسطة وطويلة الأجل كإنشاء شركات استثمار كبيرة.

2-2 الآثار السلبية:

-قد يؤدي تقديم العمل المصرفي الإسلامي من قبل المصارف التقليدية إلى إعاقه إنشاء المصارف الإسلامية وانتفاء المبرر لوجودها أو عدم التوسع في إنشاء المزيد منها.

-يؤدي تقديم خدمات مالية إسلامية من قبل المصارف التقليدية الجزائرية إلى تشويه العمل المصرفي الإسلامي في الجزائر وعدم وضوح للموقف الشرعي من قضية الربا .

-من الأمور التي تشوب عمل النوافذ الإسلامية والتي تقلق كثيرا من العملاء ما قد يحدث من اختلاط أموال النوافذ الإسلامية بأموال المصرف التقليدي الأم، إذ غالبا ما يتم تحويل فائض السيولة لدى النوافذ الإسلامية والذي يتكون نتيجة للإقبال الكبير عليها، إلى المصرف الرئيسي الذي يقوم باستخدامه في تعاملاته⁽¹⁾ وهذا راجع إلى عدة أسباب منها أن هذه البنوك لا يمكنها ضمان عدم اختلاط أموال الصكوك الإسلامية بالأموال الأخرى حيث هناك بنوك تقدم منتجات إسلامية مثل بنك الخليج الجزائر ، وترست بنك وبنك الإسكان للتمويل والتجارة هذه البنوك الثلاثة تقدم منتجات إسلامية .

(1) محمد جعفر هني و معزوز لقمان ، (2013) : آثار النوافذ الإسلامية على الجهاز المصرفي الجزائري، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المنعقد يومي 8 و 9 ديسمبر، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر ، ص 18-20 .

-أموال هذه البنوك مختلطة وحتى لو قالت أن لديها شباك يعمل بطريقة إسلامية فأموال البنك مختلطة حيث في حال ما إذا وضعت وديعة عندها على أساس استثمارها بطريقة إسلامية فمن يضمن أن العائد الذي أعطي هو من الأموال الربوية، وبفائدة ثابتة كي لا يهرب المودعين.

- هذه المنتجات تواجهها إشكالية اختلاط الأموال زيادة لعدم وجود رقابة شرعية على المعاملات عكس البنوك الإسلامية التي تعتمد نماذج موحدة في كامل فروعها مصادق عليها من قبل الهيئة الشرعية التي تكون قد نظرت في طريقة المعاملات مثل المرابحة في شراء السيارات.

-كتاب بنك كانت تمويل شراء السيارات لزيائنها عن طريق القروض وأوقفتها سنة 2009 كانت تخير الزبون بين منحه قرضا أو مرابحة وبنك آ جي بي أيضا عرض هذه الصيغة، لكن النتيجة كانت هي نفسها التي سبق الحديث عنها وهي اختلاط الأموال ⁽¹⁾.

المبحث الرابع : استشراف إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري

المطلب الأول: دور الصكوك الإسلامية في معالجة مشاكل الاقتصاد الجزائري

تتجه الحكومة الجزائرية إلى التوسع في الاستدانة المحلية، لكن هذه المرة عبر الصكوك الإسلامية للمرة الأولى في تاريخها، تحت ضغط الأزمة المالية التي فرضتها أسعار النفط المنخفضة منذ قرابة عامين ونصف مما يدل أن مشاريع الدولة لم تكن تمويل من السوق المالية وإنما من طرف الخزينة العمومية حيث أطلقت الحكومة سندات دين عام ، غير أن الإقبال عليها جاء دون تطلعات الحكومة ما دفعها إلى استخدام أدوات دين جديدة. وحسب وزير المالية، فإن سندات الدين العام لهذه السنة ستكون دون فوائد وتقدر مدة القرض بين ثلاث إلى خمس سنوات، إلا أنه رفض إدخالها في إطار الصيرفة الإسلامية، بل وصفها بالصيغة التساهمية التي يكون هامش الربح فيها بقدر الأرباح التي تحققها المشاريع التي ستمول بها أموال السندات حيث، أن الأموال التي ستجمع بعد إطلاق القروض السندية الحكومية ستوجه لتمويل المشاريع الكبرى، عكس ما كان عليه الحال في السنة الماضية، بعدما حولت الأموال التي جُمعت بعد إطلاق ما سُمي بـ القرض السندي الوطني للنمو الاقتصادي من تمويل المشاريع الكبرى إلى سد العجز الذي سجلته الخزينة العمومية .

وحتى تنجح عملية الاستدانة الداخلية التي ستطلقها الحكومة هذه السنة يجب عليها ، أن تتفادى العديد من الأخطاء من بينها إزالة الغموض الذي لف العملية، أي أن تكشف الحكومة صراحة عن وجهة الأموال التي ستجمع حيث أن الحكومة قالت في بداية عملية الاستدانة الداخلية السنة الماضية إن الأموال ستوجه لتمويل

(1) غنية قمرأوي، الدكتور سليمان ناصر خبير في التمويل الإسلامي للبورصة ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني: <http://bourss.info/ar/2016/04/28> ، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 15h30 .

المشاريع ثم عند اقتراب نهاية العملية، إن الأموال ستوجه لامتناس العجز الذي سجلته الخزينة العمومية، وهو ما يعتبر شكلاً من أشكال التحايل القانوني وتسعى السلطات الجزائرية، إلى استقطاب أموال ضخمة متداولة حالياً في السوق الموازية ، في ظل تراجع مداخل البلاد من النقد الأجنبي بسبب الأزمة النفطية ويمكن الإشارة أن الحكومة لو أبقت على نسختين من السندات واحدة ذات فوائد تفوق 8% وهي نفس نسبة التضخم في البلاد، والثانية تكون حلال دون فوائد وبالتالي الهامش يكون أكبر بالنسبة للحكومة ولجأت الجزائر إلى إصدار سندات محلية السنة الماضية لعلاج أزمته المالية وتجنباً للاستدانة الخارجية وبأتي ذلك كنقطة تحول مهمة للسياسة المالية الحالية للبلاد ، والمبنية على اللجوء وقت الأزمات إلى صندوق سيادي ممول من عائدات النفط يسمى صندوق ضبط الإيرادات لسد أي عجز في الموازنة العامة ووضعت الحكومة 25 مليار دولار كهدف لها من وراء العملية التي ارتكزت على صيغتين من السندات بفوائد 5% لأجل ثلاث سنوات، بينما ترتفع هذه النسبة إلى 7.5% لأجل خمس سنوات إلا أن العملية انتهت في أكتوبر 2016، بجمع 5 مليارات دولار وجهت كلها للخزينة العمومية ⁽¹⁾ و تزامناً مع فشل الحكومة في احتواء الأموال المتداولة خارج البنوك يتداول الجزائريون بالسوق الموازية أكثر من 30 مليار دولار و ترغب الحكومة بتوظيفها لدعم مشاريع التنمية المهددة بالتوقف جراء نقص التمويل ⁽²⁾ فإن اعتماد الجزائر على الصكوك الإسلامية، أفضل وأنجع لها من الاعتماد على القرض السندي وفي حال إدراج هذه التقنية الحديثة بشكل دوري والمتلائمة مع الشريعة، فإنها بإمكان الجزائر أن تحشد مليارات الدولارات المتداولة في السوق السوداء أو التي يتم تداولها خارج الدائرة الرسمية، مما يسهم في تعزيز الناتج الداخلي الخام في هذه الفترة العصيبة جداً.

ويمكن أن توفر الصكوك حلاً لجمع مدخرات ملايين الأسر الجزائرية التي ترفض حالياً التعامل مع البنوك التقليدية، وهذا أمر خطير لأنه يشكل ظاهرة تسمى في الاقتصاد بالتدمير النقدي، وهذا معناه حبس الأموال عن التداول ومنع الاقتصاد من الاستفادة منها أي ضرورة استعمال مواردنا المالية التي يقدرها المختصون بنحو 40 مليار دولار متداولة خارج الأطر الرسمية، كما تمكن الحكومة من تخفيف الضغوط المتعلقة باللجوء إلى مؤسسات الإقراض الدولية أو الاستدانة الخارجية ، وتوفر من جانب آخر تمويلات بالعملية المحلية للمشاريع المبرمجة أفضل من تأجيل إطلاقها لما يخلفه ذلك من مخاطر ومنها خفض الوظائف بداية من 2017 كنتيجة

(1) حمزة كحال، الجزائر يلجأ للاقتراض عبر الصكوك الإسلامية لجذب الأموال، مقال متاح على الموقع الإلكتروني:

<https://www.alaraby.co.uk/economy/2017/2/28> ، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23 ، 18h30 .

(2) إسماعيل ضيف، صكوك إسلامية لاستقطاب أموال الشكارة ؟، مقال متاح على الموقع الإلكتروني:

<http://akhbarelyoum-dz.net/ar/200241/176041-2016-03-25-17-> ، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23 ، 18h30 .

لتراجع السيولة بسبب انخفاض أسعار النفط و بتالي اللجوء لطرح الصكوك الإسلامية لتعبئة المدخرات وتمويل المشاريع العمومية يعد الحل الأمثل لمواجهة مشكلة تراجع مداخيل البلاد بسبب تراجع أسعار النفط عالميا⁽¹⁾.

المطلب الثاني: التحديات التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر

1- يشكل غياب الإطار التشريعي والقانوني الذي ينظم العمل بالصكوك الإسلامية في الجزائر عائقا رئيسيا وتحديا كبيرا في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية و خاصة في مجال تمويل الخطط التنموية للبلد، بحيث لم يتضمن القانون المصرفي الجزائري والتنظيمات التي يصدرها مجلس النقد والقرض والتشريعات الجبائية ذات الصلة بالنشاط المصرفي والمالي أحكاما خاصة تهدف إلى مراعاة الخصوصيات والضوابط الشرعية للعمل المالي الإسلامي بشكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص، باستثناء بعض المنتجات المالية الجديدة التي تتسجم موضوعيا من حيث المبدأ مع قواعد الشريعة الإسلامية دون أن يكون المقصود من وضع هذه الأحكام الخاصة مراعاة الأحكام الشرعية، والمقصود هنا منتجي الإجارة التمويلية أو ما أطلق عليه المشروع الجزائري الاعتماد الايجاري و المشاركة في رأس مال الشركات ويسمى في القانون الجزائري برأس المال المخاطر، يضاف إلى هاتين الحالتين نشاط إنشاء و إدارة المحافظ الاستثمارية المنصوص عليها في المادة 73 من قانون النقد والقرض وفيما يلي أهم المواد القانونية المنظمة للنشاط المصرفي و المالي غير المنسجمة كليا مع التوظيف الشرعي لعملية إصدار والتعامل بالصكوك الإسلامية:

- على مستوى قانون النقد والقرض بالرجوع إلى القانون رقم 10/90 لسنة 1990 الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض نلاحظ غياب تام لعقود التمويل الإسلامية و التي تصدر الصكوك الإسلامية على أساسها.

2- على مستوى بورصة القيم المنقولة في الجزائر بالرجوع إلى التقرير السنوي لسنة 2010 رفضت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB إدراج الصكوك الإسلامية تحت مسمى السندات الإسلامية ضمن القيم المنقولة المتداولة في السوق الجزائرية، مبررة ذلك بعدم وجود سند قانوني مدني أو تجاري يحكم فكرة الملكية المقيدة دون حق الاستعمال وعدم وجود نظام الشركة ذات الغرض الخاص SPV التي تقوم عليها هذه الأدوات.

(1) نسرین لعراش، لماذا ترفض الجزائر إدراج الصكوك الإسلامية كآلية لمواجهة الأزمة؟، مقال متاح على الموقع الإلكتروني: <http://aljazairalyoum.com>، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 18h30.

3- على مستوى القانون التجاري لا يتيح القانون التجاري إصدار صكوك الاستثمار بصفقتها تمثل حقوق ملكية متساوية القيمة ومشاعة في أعيان أو منافع أو حصص في شركات دون أن يكون لحامليها صفة المساهمين فالقيم المنقولة التي يتيح القانون لشركات الأسهم إصدارها إما أسهم أو شهادات استثمار تمثل ملكية في رأس المال الشركة أو سندات بمختلف أنواعها تمثل ديونا عليها، ولأن الاستثمار في الأسهم لا يتنافى مع الضوابط الشرعية، إلا أنها لا تشكل بديلاً عن صكوك المشاركة أو المضاربة وغيرها كأدوات استثمار قصيرة أو متوسطة المدى ذات سيولة و عائد أعلى، أما السندات فكونها أدوات دين فلا يمكن التعامل بها لاقتران عوائدها بمعدل الفائدة المحرمة شرعا و عدم جواز تداولها بالقيمة السوقية حسب قانون العرض والطلب.

4- على مستوى قانون الضرائب إن إصدار صكوك إسلامية قائمة على صيغ البيوع كالبيع الآجل والسلم و الاستصناع وفق قواعدها الشرعية شكلا ومضمونا بصفقتها صيغا ناقلة لملكية أعيان قد تؤدي إلى معاملة ضريبية مجحفة في حق هذه الأدوات إذا ما قورنت بنظيرتها التقليدية، أي إذا طبقت عليها الأحكام الضريبية الخاصة بالبيع من ضريبة على القيمة المضافة والرسم على النشاط المهني إضافة إلى الضرائب التي تخضع لها عائدات القيم المنقولة والمتمثلة في الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات، لكون معدل الفائدة هو المشكل لوعاء الضريبة بالنسبة للسندات التقليدية، في حين أنه مشكل من كامل ثمن البيع أو الاستصناع في حالة صكوك البيع، وهو ما سيؤثر على تنافسية هذه الأدوات مقارنة بنظيرتها التقليدية.

5- على مستوى قانون توريق القروض الرهنية العقارية حسب هذا القانون رقم 05/06 الصادر في 2006/02/20 فإن عملية التوريق تعني تحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية، أي أنه حصر عملية التوريق في الديون العقارية، وهذا لا يتوافق مع التكيف الشرعي لعملية التصكيك والتي تعني تحويل الأصول والموجودات إلى أجزاء، يمثل كل منها صكا قابلا للتداول لأغراض الاستثمار في سوق المال وفق الضوابط والمعايير الشرعية⁽¹⁾.

المطلب الثالث: إصدار الصكوك في الجزائر على ضوء تجربة المغرب

هناك العديد من الحلول الممكن اقتراحها على الهيئات المالية المعنية في الجزائر لإصدار والتعامل بالصكوك الإسلامية، و خاصة بالآخذ بتجربة المغرب الذي يستعد لإصدار أول صكوك إسلامية في تاريخه، خلال النصف الأول من 2017 حيث قام المغرب بإعداد الإطار التنظيمي اللازم لإصدار الصكوك في السوق المالية

(1) سليمان ناصر و ربيعة بن زيد، (2014) : الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر ، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، المنعقد يومي 26-28 ماي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة سطيف، الجزائر ، ص 26-28 .

المغربية ومن جهة أخرى، على هيكلة أول إصدار سيادي للصكوك و الذي سيكون بمثابة مرجع بالنسبة النظام المالي الجزائري .

1- وضع الإطار التشريعي والقانوني الذي ينظم إصدار وتداول الصكوك الإسلامية:

ضرورة وضع نظام قانوني وتشريعي وضريبي خاص ولوائح داخلية تنظم عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، إضافة إلى تنظيم وتخصيص محاكم قضائية لحماية حقوق حملة الصكوك وبما يتفق وأحكام الشريعة، وهذا ما يستوجب إحداث التعديلات المناسبة على مستوى العديد من التشريعات والتنظيمات، منها ما يلي:

1-1 إنشاء شركة قانونية ذات الغرض الخاص:

إن هيكل الصكوك يتطلب إنشاء شركة قانونية ذات الغرض الخاص و يتم نقل الأصول المادية للعملية التمويلية في هذا الكيان القانوني الذي يصدر في المقابل صكوك لصالح المستثمرين و هو ما يمثل في الواقع، عملية التوريق و الذي عادة ما يتم استخدام هذا الأسلوب لتحويل القروض من المؤسسات المالية للمستثمرين و في حالة الصكوك تحدث العملية، بالضرورة على الأصول المادية.

والكيان القانوني للتوريق يأخذ تصنيفات مختلفة حيث اعترف القانون الجزائري بالشركة ذات الغرض الخاص *SPV/FCC* حسب القانون رقم 05/06 المتضمن توريق القروض الرهنية تسمى مؤسسة التوريق وهي هيئة لها صفة مالية تقوم بعمليات التوريق في سوق الأوراق المالية، حيث تضمن الفصل الثاني من القانون المذكور أحكام إصدار الأوراق المالية عن طريق هذه المؤسسة كما تعرض الفصل الثاني تنازل المؤسسة المتنازلة عن القروض على هيئة التوريق وأخيرا العقوبات المفروضة على مسؤولي هيئة التوريق إن مؤسسة التوريق، ما هي إلا شركة ذات غرض خاص أنشئت في إطار توريق القروض الرهنية مما يعني الاعتراف الرسمي للقانون الجزائري بوجود مثل هذا النوع من الشركات ⁽¹⁾ .

وإصدار الصكوك مرهون بالحصول على شهادة الامتثال لمتطلبات الشريعة الإسلامية، من طرف اللجنة الشرعية للتمويل، كما يحدد مشروع قانون قواعد محددة لإصدار شهادات الصكوك التي يمكن تقسيمها إلى فئتين: الصكوك التي أصدرت و الموجهة إلى المستثمرين الجزائريين فقط والصكوك الصادرة للمستثمرين

⁽¹⁾ القانون رقم 05/06 الصادر بتاريخ 20/02/2006 المتضمن توريق القروض الرهنية، جريدة رسمية، عدد 15 صادرة بتاريخ 2006/03/15.

الدوليين⁽¹⁾ حيث أن الصكوك مصدرة و مضمونة من الدولة، بموجب قانون المالية كما أن إصدار الصكوك لصالح المؤسسات والشركات العامة، والجماعات المحلية يجب أن يخضع لموافقة وزارة المالية .
و يتمثل النشاط الرئيسي للشركة ذات الغرض الخاص فيما يلي:

✓ إصدار شهادات / أوراق الصكوك.

✓ تنفيذ وثائق الصفقة وتحصيل مدفوعات الاشتراك في الاكتتاب للمستثمرين.

✓ شراء الأصول التي سوف يتم إصدارها من المصدر ودفع العوائد لحملة الصكوك.

هذه المهام يمكن أن يقوم بها أي شركة متوافقة مع التشريعات المحلية وفي جميع الحالات الشركة ذات الغرض الخاص SPV ليست شرطاً ضرورياً في الشريعة غير أنها تسمح بتخفيف عملية التوريد خصوصاً من منظور الجانب الضريبي من أجل عدم زيادة التكلفة الإجمالية للعملية و من ناحية أخرى عزل الأصل محل التوريد مما يوفر حماية أفضل لمصالح كل من المصدر والمستثمرين حملة الصكوك في المستقبل⁽²⁾.

2-1 وثائق إصدار الصكوك:

إن وثائق إصدار الصكوك يجب أن تتضمن على الأقل البيانات التالية:

-قرار المصدر بإصدار صكوك وموافقة اللجنة الشرعية على الإصدار بما في ذلك قائمة أعضاء اللجنة.

-العقود المتعلقة بإصدار الصكوك و المبلغ الإجمالي للصكوك وعددهم، القيمة الاسمية، و الإصدار و تكاليف الدفع وتاريخ افتتاح واختتام الاكتتاب قائمة المساهمين في عملية الاكتتاب، ودور كل منهم أي عرض مفصل للعائدات المتأتية من عملية الاكتتاب، وعرضاً حول الجدوى الاقتصادية والاجتماعية أو الهدف من عملية الإصدار شروط القابلية للتسويق واسترداد الصكوك وفقاً لأحكام العقد المتعاقد عليها و تعيين الجزء الذي سيتم نقل ملكية الأصول الأساسية في الصكوك، فضلاً عن الطرف الذي سوف يعهد إليه بإدارة واستثمار تلك الأصول مع الإشارة إلى التعويضات المطلوبة مقابل إدارة واستثمار الموجودات التي تقوم عليها الصكوك و الأحكام والشروط لانقراض الصكوك⁽³⁾.

⁽¹⁾ Al-Khawarizmi Group, (2012) : Les Sukuks Une nouvelle alternative de financement pour le Maroc , Disponible sur le site, <http://ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/Alkhawarizmi-Sukuk-Report-2013.pdf>, P103, Consulté le: 23/06/2016, 20:55h.

⁽²⁾ Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, (2012) : Sukuk Quel potentiel de développement au Maroc ? , Disponible sur le site, http://www.ammc.ma/sites/default/files/Rapport_Sukuk_071012_0.pdf, P 28 , Consulté le: 23/06/2016, 20:55h.

⁽³⁾ Journal Officiel de la République Tunisienne, (2013) : Loi n° 2013-30 du 30 juillet 2013, relative aux sukuk islamiques, P 2301.

3-1 صندوق لإدارة و إصدار الصكوك :

يتم تنفيذ عملية إصدار صكوك من خلال إنشاء صندوق للصكوك، و الذي يكون الهدف منه هو الاستحواذ على الأصول الخاصة بعملية الإصدار و الذي ينشأ من المبادرة المشتركة بين المؤسسة المسيرة والمودعين الذين يقومون، بإنشاء النظام الداخلي للصندوق المشترك للصكوك و تحديد هدفه وصلاحياته والآلية لتصفيته و يقوم المصدر بتعيين أو إنشاء شركة تسيير مستقلة مسؤولة عن إدارة أصول الصندوق المشترك للصكوك، ويوفر الوظائف التالية :

- حماية حقوق حاملي الصكوك وإدارة المشروع وفقا للوثيقة المصدرة للصكوك وإدارة الأصول المملوكة لصناديق الاستثمار للصكوك، و نشر تقارير دورية مخصصة لحاملي الصكوك حول وضعية ممتلكاتهم في الصندوق.
- إن نشاط تسيير صندوق الصكوك يخضع لموافقة مجلس السوق المالية ضمن الشروط المنصوص عليها في المرسوم حيث يضمن المودعين مسؤولية الحفاظ على حصة الصندوق المشترك للصكوك و أصول خزينته من خلال، الامتثال للقرارات التي اتخذتها الشركة المسيرة للقوانين واللوائح للنظام الداخلي للصندوق المشترك للصكوك، كما يكفل المودعين جمع الإيرادات من الأرباح والإيجارات وغيرها وتوزيع الأرباح الصافية من الصكوك ودخلها لأصحابها وفقا للوثيقة المصدرة للصكوك.
- أن الشركة المسيرة و المودعين مسئولون اتجاه حاملي الصكوك، عن المخالفات في الأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة في الصندوق المشترك و نظامه الداخلي و الانحراف عن أهدافه⁽¹⁾.

4-1 إدارة الأصول التي تقوم عليها الصكوك:

بشكل عام، لا يتم نقل الأصول المورقة فعليا إلى الشركة ذات الغرض الخاص SPV و التي قامت بشرائهم لحساب المستثمرين و تحوز الشركة ذات الغرض الخاص إلا على الأصول و التدفقات النقدية الخاصة بهم أما المصدر هو الذي يتولى تسيير الأصول، لحساب الشركة ذات الغرض الخاص المصدرة للأوراق المالية خلال فترة زمنية متفق عليها كما أن إدارة الأصول محل التعاقد يمكن أيضا أن يعهد تماما إلى الشركة ذات الغرض الخاص تسييرها و ذلك حسب احتياجات الإصدار للمشروع .

5-1 تداول الصكوك:

يمكن تداول الصكوك على مستوى السوق الثانوي و لكي تكون قابلة للتداول يجب أن لا تمثل الصكوك إلا أوراق دين و لكن يجب أن تمثل حق عيني على أصول مادية ، و إذا كانت الصكوك القابلة للتداول على مستوى السوق الثانوية، سيكون من الأفضل أن يكون هناك حجرة مخصصة لهذه المنتجات.

⁽¹⁾ Journal Officiel de la République Tunisienne, (2013) : Op. Cit, P 2302- 2303.

و في اطار التجربة الأنجلوسكسونية بعد مرحلة إعلان الثقة *Declaration of Trust* فان الصكوك غالبا ما تمثل الحق في الانتفاع من الأصول التي تحتفظ بها الشركة ذات الغرض الخاص لصالح المستثمرين حملة الصكوك و في هذه الحالة نميز نوعين من الصكوك:

sukuk asset-based و *sukuk asset-backed*

في حالة الصكوك *sukuk asset-backed* هناك نقل حقيقي للأصول التي يتم إخراجها من ميزانية المصدر كما أن حملة الصكوك لديهم الحق فقط على الأصول، و ليس على الجهة المصدرة و في حالة إفلاس الجهة المصدرة فان حملة الصكوك لديهم الحق في المطالبة بأصول الصكوك .

في حالة الصكوك *Sukuk asset-based* حملة الصكوك لديهم الحق في عائدات الأصول المورقة و تحتفظ الجهة المصدرة بالملكية القانونية للأصول، التي يتم تسجيلها في ميزانيته و في حالة إفلاس الجهة المصدرة فان حملة الصكوك لديهم الحق في المطالبة بأصول الصكوك كغيرهم من الدائنين الآخرين و يمكنهم استرجاع إلا جزء من رأس المال.

6-1 التدفقات المالية الناتجة عن الأصول:

التدفقات النقدية الناتجة عن الأصول المورقة من قبل المستغلين تدفع لصالح الشركة ذات الغرض الخاص المصدرة و سيتم تخصيصها لحملة الصكوك ،و ذلك حسب بما يتناسب مع استثماراتهم أو الحصص المملوكة في الأصول و في معظم الأحيان يصبح المصدر هو المستحوز على هذه الأصول حتى لو أنها ليست مملوكة له من الناحية القانونية.

7-1 التوزيع الدوري لمعدل الربح المتوقع :

يستند معدل الربح في الواقع على مؤشر مرجعي مثل ليبور *LIBOR* على الرغم من أنه يستخدم ليبور فقط للأغراض الرياضية، هذا الشكل يزعج إلى حد ما خبراء المالية الإسلامية بسبب وجود نوع من المتغيرات و هو سعر الفائدة ،غير أن هذه الطريقة تبقى مقبولة حسب خبراء المالية الإسلامية الذين يقرون أن معدل الفائدة يستخدم فقط لأغراض الحساب ومن الممكن أن لا يتلقى أصحاب الصكوك التوزيع المتوقع إذا كانت الأصول المورقة لا تولد عوائد و الأرباح المتوقعة حيث يبقى أصحاب الصكوك معرضين لخطر أداء الأصول محل التعاقد ، كما أن إيرادات الأصول المورقة هي المصدر الوحيد للمدفوعات لحملة الصكوك حيث أن الأوراق المالية لا تمثل فائدة و في حالة انخفاض الدخل من الأصول المورقة أو بعد توزيعها، فإن حملة الصكوك ليس لهم الحق في اللجوء إلى الأصول الأخرى من المنشأ.

8-1 استحقاق أجال الصكوك:

في حالة استحقاق أجال الصكوك فإن المنشأ الذي كان في الأصل البائع فإنه سوف يقوم بشراء هذه الأوراق من الشركة ذات الغرض الخاص مما يوفر لها الأموال الضرورية، لدفع الأموال اللازمة لحملة الصكوك ويمكن تشبيه هذه المرحلة إلى سداد القيمة الاسمية للسندات التقليدية واستحقاق الصكوك في الواقع يمثل التاريخ الذي تتوقف فيه الأوراق المالية، من ذر عوائد و خلافا لإصدار السندات التقليدية فإن حملة الصكوك يدفع لهم إما من خلال القيمة الاسمية، أو قيمة مختلفة محددة وفقا لهيكل إصدار الصكوك حسب الأصول التي يحتفظون بها، و في النهاية يتم حل الشركة ذات الغرض الخاص بعد نهاية العملية ⁽¹⁾.

2- إنشاء مجلس المطابقة للشريعة وهيئة الرقابة الشرعية :

1-2 مجلس المطابقة للشريعة:

إن المنتجات المالية الإسلامية سواء تم تصميمها من قبل مؤسسة مالية إسلامية أم لا، يجب أن يخضع لمصادقة من حيث امتثاله لمبادئ الشريعة الإسلامية و كنتيجة لذلك فإن أي مشروع إصدار يجب أن يحظى بموافقة مجلس المطابقة للشريعة 'CCS'، هذا المجلس كهيئة مستقلة في قراراتها للمصادقة على شرعية الصكوك سوف تتحمل عملية المراقبة والإشراف على كامل عمليات هيكل الإصدار، و هذا لضمان امتثال الصكوك لمبادئ الشريعة بالنسبة للمستثمرين، و كافة الجهات كما يمكن لهذا المجلس تقديم المشورة للمؤسسة المصدرة على إدخال تنفيذ متطلبات الشريعة الإسلامية، و من بين مهامها :

✓ المصادقة على ايطار الحوكمة الشرعية .

✓ تؤكد مطابقة المنتجات المالية.

✓ تؤكد مطابقة الأصول محل التعاقد .

✓ تؤكد مطابقة جميع الوثائق والعقود.

✓ المصادقة على تقارير التدقيق الشرعية.

2-2 هيئة الرقابة الشرعية :

يتم إنشاء هيئة رقابة الشرعية من طرف الهيئة المصدرة للصكوك و تتولى هيئة الرقابة الشرعية كل ما يخص عملية إصدار الصكوك والفتوى و المراجعة الشرعية، كما تقدم تقرير سنوي وتقارير دورية إلى مجلس الإدارة أو المجلس الإشرافي لشركة التسيير، حول توافق هذا الأخيرة مع المعايير في ممارسة أنشطتها وتتكون اللجنة من

⁽¹⁾ Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, (2012) : Op. Cit, P29-31

ثلاثة أعضاء يختارون ،على أساس مهاراتهم وخبراتهم في مجال المالية الإسلامية و يتم تعيينهم لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة فقط.

3-إنشاء على مستوي بورصة الجزائر مقصورة مخصصة لتداول الصكوك :

إصدار الصكوك في الجزائر أصبح من الممكن الآن غير انه يبقى إنشاء فرع على مستوي بورصة الجزائر من اجل إصدار و تداول الصكوك من اجل تحفيز المتعاملين في بورصة الجزائر على اقتناء و تداول هذه الصكوك و يجب على الحكومة الجزائرية إصدار صكوك سيادية لبعث الثقة و تحفيز المتعاملين في سوق الصكوك و تشجيع المبادرات من بعض السلطات المحلية من جهة و القطاع الخاص من جهة أخرى في مجال التمويل بالصكوك بالإضافة إلى إعداد مؤشر إسلامي للصكوك على مستوي بورصة الجزائر⁽¹⁾ .

4- مستشار الهيئة الشرعية:

غالبا ما يترافق المصدر من قبل شركة استشارية في المالية الإسلامية و التي تدعى حسب المصطلحات الأنجلوسكسونية *Sharia Advisor* هذه الأخيرة مهمتها إيجاد حلول لمختلف المشاكل التي تخص امتثال الصكوك لمبادئ الشريعة و هذا لتسهيل وتبسيط عملية المصادقة من قبل مجلس المطابقة للشريعة⁽²⁾ .

5- قانون الضرائب:

بالاخذ بتجربة بريطانيا التي قامت بتوضيح الإطار الضريبي لإصدار الصكوك من خلال منح التعادل الضريبي بين الصكوك الإسلامية و السندات التقليدية ، التي تخضع فوائدها من أرباح الشركة قبل حساب الضريبة أي أن الشركات البريطانية تستطيع خصم الفائدة التي تدفعها على السندات من أرباح الشركة بحيث لا تدفع على هذه المبالغ ضريبة في حين أن المبالغ التي تدفع على الصكوك، لا تخضع من أرباح الشركة باعتبارها ليست فائدة أي ربا والمعروف طبعاً أن الأرباح التي تدفع على الصكوك تأتي من نشاط استثماري وليس من سعر فائدة بالمفهوم الغربي ،و بالتالي تكييف الإطار التشريعي و الضريبي ضروري لتسهيل عملية إصدار الصكوك و تمكينها من التمتع من نفس القواعد المطبقة على المنتجات المالية التقليدية⁽³⁾ ،وذلك من خلال إعفاء ضريبي للمعاملات التي تتم تحت غطاء إصدار الصكوك و كذلك الإعفاء الضريبي على عوائد الصكوك الإسلامية المتداولة ،في السوق المنظمة لمدة معينة ابتداء من أول إدراج في السوق المالي تبعا لأحكام المادة رقم 46 من

⁽¹⁾ Al-Khawarizmi Group, (2012) : Op. Cit, P114 .

⁽²⁾ Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, (2012) : Op. Cit, P32-34.

⁽³⁾ ياسر المكحل و فتني مايا ، (2013) : دور الصكوك الإسلامية في التمويل التجربة البريطانية ، المؤتمر العالمي للصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي ،المنعقد يومي 12-13 نوفمبر ،كلية الشريعة والدراسات الإسلامية الاقتصاد والمصارف الإسلامية ، جامعة اليرموك ، ص487-488 .

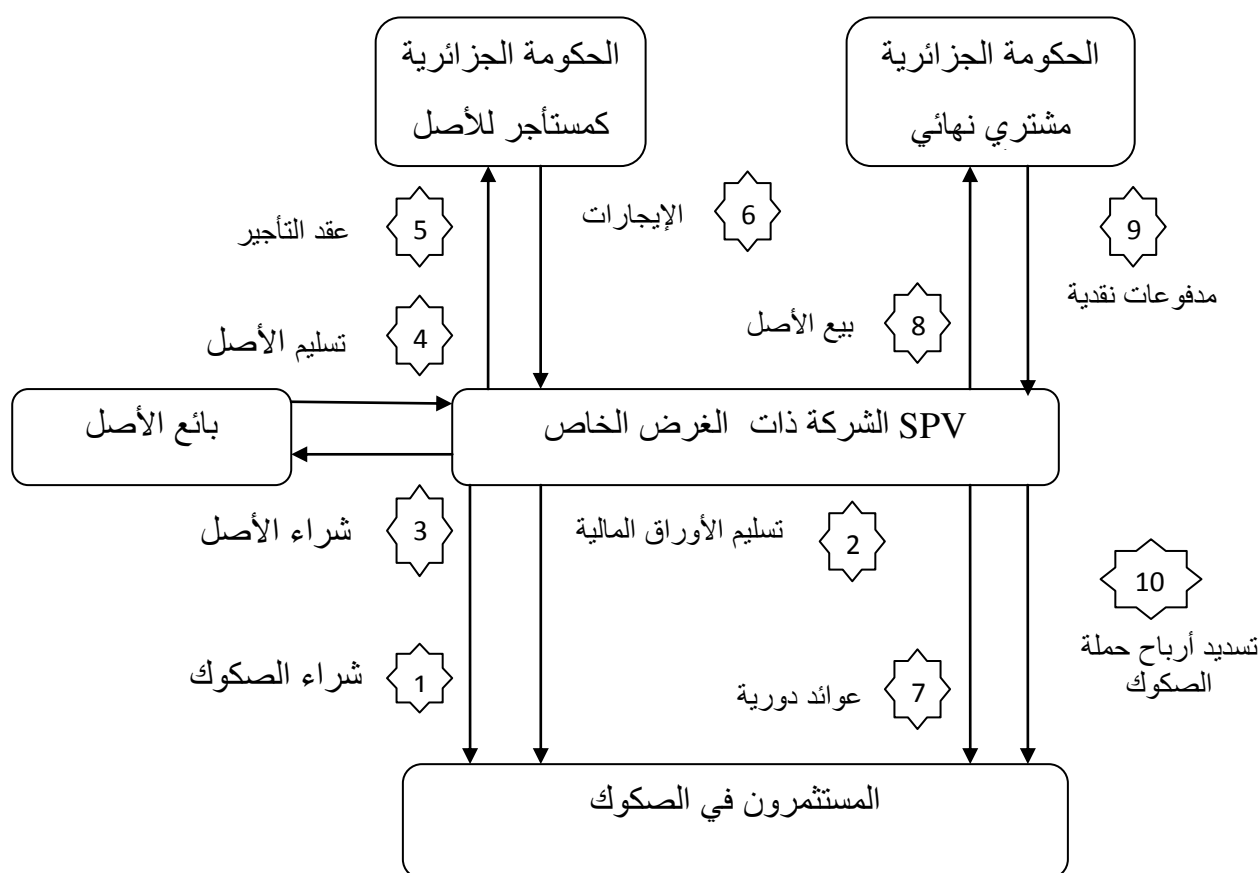
قانون المالية و المطبق على الأسهم و السندات المدرجة في بورصة الجزائر بهدف التشجيع على التعامل بالصكوك الإسلامية إصدارا و تدولا (1).

المطلب الرابع: هيكلية الصكوك المقترحة لتمويل الاقتصاد الجزائري

1- صكوك الإجارة:

في حالة المشاريع الكبيرة ومع توقعات النمو فإن الصكوك المدعومة بالأصول *sukuk asset-backed* من صكوك المشاركة أو المضاربة يتوقع استخدامها ،و التي تجسد مبدأ المشاركة في الربح و الخسائر حيث يتحمل حملة هذه الصكوك خطر قريب من مخاطر الأسهم المتعلقة بنشاط الأصول محل التعاقد و بتالي لتسويق هذه المنتجات يجب توجيهها نحو المستثمرين الراغبين، لتحمل المخاطر الكامنة في مثل هذه المنتجات مثل صناديق الاستثمار، ومن أجل البقاء في مبادئ المالية الإسلامية مع التقليل من المخاطر الكامنة في هذه المنتجات لعملية الإصدار الأولية ، فإن الخيار الأمثل لإصدار صكوك سيادية بالنسبة للجزائر هي صكوك الإجارة .

الشكل رقم (37): مقترح لصكوك الإجارة في الجزائر



Source : Al-Khawarizmi Group, (2012) : Op. Cit, P106 .

(1) سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، (2013) : المرجع سبق ذكره، ص30 .

ويستند هيكل صكوك الإجارة على ما يلي:

شراء المكتتبين للصكوك من خلال الشركة ذات الغرض الخاص على الأصل محل التعاقد مثل قطعة أرض أو الطائرات أو البواخر من صاحبه أو الشركة المصنعة لها، بشرط أن هذا الأخير لا يكون المصدر و ينبغي تنظيم الصكوك حسب الاحتياجات الحقيقية للمشروع ثم يقوم حملة الصكوك باستئجار الأصل محل التعاقد من المصدر، و الذي يتعهد عن طريق عقد لشراء الأصل محل التعاقد عند وصول أجل الاستحقاق و في الأخير يتم تحويل الأوراق المالية نحو الشركة ذات الغرض الخاص عند عملية البيع.

-مزايا و عيوب صكوك الإجارة:

في حالة الإفلاس فان المكتتبين في الصكوك لديهم الحق على الأصل محل التعاقد و الذي يمكن أن يكون مبيع .

إن المخاطر الكامنة في صكوك الإجارة ، تقتصر أساسا لمخاطر الائتمان و ليس مخاطر السوق المرتبطة بالأصل محل التعاقد حيث أن المصدر لديه ديون اتجاه المكتتبين في الصكوك وهي مدفوعات الإيجار مما يجعل تصنيف الصكوك مرتبط بجودة الائتمان للمصدر، أي التصنيف السيادي للجزائر و من الناحية المثالية ينبغي أن يكون تقييم القسيمة قريب من التكلفة الاقتصادية لعقد إيجار الأصل محل التعاقد ،ومن خلال خصائص الصكوك المدعومة بالأصول *sukuk asset-backed* فإنها أقل خطورة بالنسبة للمستثمرين من السندات التقليدية و نلفت الانتباه أن حملة الصكوك لديهم حق حقيقي على الأصل محل التعاقد مما يجعل الصكوك قابلة للتداول في السوق الثانوية ⁽¹⁾ .

2-صكوك الاستصناع:

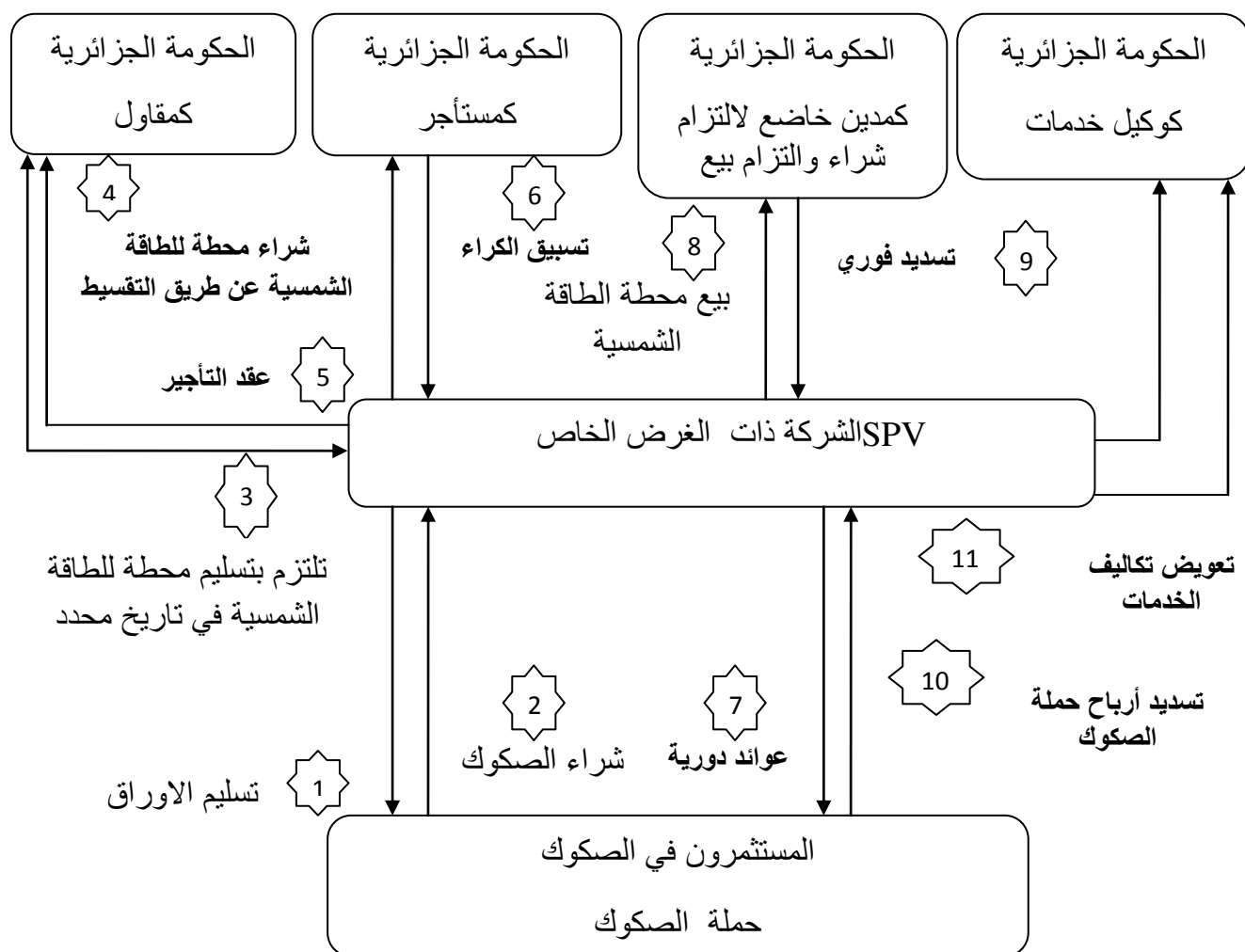
تحضر الجزائر لبناء أكبر محطة للطاقة الشمسية و هي أحد أهم المشاريع في إفريقيا و الكفيلة بالمساهمة في تحويل الطاقة بالقارة حيث يستمر البحث عن الطاقات المتجددة بالنظر إلى انخفاض تكاليف هذه الصناعة، و تتطلع الجزائر إلى توفير نحو 22.000 ميغاواط من الطاقة الخضراء في أفق 2035-2040 وإطلاق عن قريب مناقصة للمستثمرين من أجل إنشاء مشروع كبير محطات الطاقة الشمسية الضوئية بقدرة 4.050 ميغاواط وسيقسم المشروع إلى أربع حصص، بطاقة 1.350 ميغاواط لكل واحدة بالإضافة إلى بناء مصنع أو عدة مصانع لصناعة التجهيزات و معدات محطات الطاقة الشمسية غير أن هذا الاستثمار يتطلب أموال ضخمة ،و السؤال المطروح هل هناك بديل إسلامي لتمويل هذا المشروع ؟ و في هذا الصدد يمكن استخدام صكوك الاستصناع لتمويل هذا المشروع .

⁽¹⁾ Al-Khawarizmi Group, (2012) : Op. Cit, P105-106.

وصف العناصر اللازمة لإنشاء هيكل صكوك الاستصناع:

- استئجار أرض سنويا لاستيعاب مشروع محطة الطاقة الشمسية (سواء للدولة أو للملاك) .
- إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص لتمويل الاستثمار واستغلال محطات الطاقة الشمسية .
- المستثمرون: الدولة، الدول الأجنبية والمؤسسات الاستثمارية و صناديق الاستثمار .

الشكل رقم (38): مقترح لصكوك الاستصناع في الجزائر



Source : Al-Khawarizmi Group, (2012) : Op. Cit, P109 .

يتم إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص التي تدعو المستثمرين في السوق إلى اقتناء الصكوك المصدرة من قبلها و التي تمثل في نفس الوقت حصة من رأس المال في الشركة ذات الغرض الخاص في مقابل عوائد دورية للمستثمرين مماثلة لتلك العوائد في السندات، و هيكلية الصكوك ستكون من نوع صكوك الاستصناع لأن الأصل محل التعاقد التي هي محطة الطاقة الشمسية غير موجودة، والأموال التي تم جمعها من قبل الشركة ذات الغرض الخاص عن طريق بيع الصكوك للمستثمرين سوف تستخدم لتأجير الأراضي ولدفع قيمة محطات الطاقة

الشمسية لشركة المصنعة بموجب عقد الاستصناع، و في الأجل ستبيع الشركة ذات الغرض الخاص محطات الطاقة الشمسية للحكومة الجزائرية .

حيث أن الشركة ذات الغرض الخاص و الحكومة الجزائرية تحدد مجموعة من الخصائص في دفتر الشروط التي تخص محطات الطاقة الشمسية و الحد الزمني الأقصى لتسليمها و جاهزيتها للاستغلال و خلال مرحلة البناء، فإن الدولة سوف تقدم الإيجارات المتوقعة، و التي سوف تستخدم لدفع العوائد لحملة الصكوك، و بعد مرحلة وضع المحطة في حالة تشغيل وإنتاج الطاقة الشمسية سوف تدفع الدولة إيجارات جديدة حسب الوضع الحالي مع الأخذ بعين الاعتبار الإيجار المدفوع مقدما هذه الإيجارات الحالية سوف تستخدم لدفع عوائد المستثمرين حتى نهاية عقد الاستصناع.

إن أجال استحقاق صكوك الاستصناع والتي تتزامن مع تاريخ انتهاء مرحلة التشغيل، يجب أن يكون بعيدا بما فيه الكفاية في العقد إلى نهاية مرحلة البناء لسببين:

-تمكين الحكومة لاستغلال محطات الطاقة الشمسية المؤجرة بما فيه الكفاية و هذا لتعويض الإيجارات المدفوعة مسبقا .

-ضمان مردودية الصكوك لفترة أطول، الأمر الذي من شأنه أن يزيد مجموع العائدات للمستثمرين .
وبالإضافة إلى ذلك، فإنه ينبغي في هيكلية صكوك الاستصناع التزام الدولة إلى شراء كل المواقع و المحطات الشمسية عند وصول أجال استحقاق الصكوك ، و الهدف من ذلك هو تسهيل خروج المستثمرون حملة الصكوك دون اللجوء أو التوجه إلى مشتر آخر لبيع أصولهم وبالإضافة إلى ذلك تلبي أيضا هدف الدولة لتصبح مالك محطات توليد الكهرباء بنيت استغلالها مباشرة هذا الالتزام لشراء لا ينبغي أن يتم حسب القيمة الاسمية للصكوك أو على أساس أي مبلغ محدد مسبقا ولكن حسب سعر محدد في تاريخ الشراء ⁽¹⁾ .

3- صكوك السلم:

إذا كانت الحكومة الجزائرية تنوي تأمين جزء من تمويلها قصير الأجل من خلال الصكوك نقترح صكوك السلم و في حالة الجزائر نقترح استخدام البترول كأصل محل التعاقد كما يقترح بنك السلام الجزائر تمويل بناء ميناء الوسط بشرشال على الطريقة الإسلامية وفق ما يعرف بالصكوك الإسلامية، وهو كنموذج ويمكن أن يعمم التمويل على إنجاز بقية البنى التحتية في الجزائر.

⁽¹⁾ Al-Khawarizmi Group, (2012) : Op. Cit, P 108-110 .

حيث أن الاقتراح يقوم على أساس تمويل حصة الجزائر في المشروع (51 بالمائة)، التي تقدر بنحو 184 مليار دينار (1.8 مليار دولار تقريباً) من أصل 3.3 ملايير دولار هي قيمة الميناء إن هذا النموذج يمكن أن يعتمد لتمويل منشآت تحتية حكومية، عبر إصدار صكوك استثمار وفق صيغة الإجارة المنتهية بالتملك. حيث أن الدولة أو الشركة المنجزة للمشروع تصكك حق الانتفاع من المشروع بوصفه حقاً عينياً وتبيعه إلى المستثمرين عبر إصدار الصكوك ثم تستأجر هذا الحق العيني، الذي هو الانتفاع (الاستغلال) من المستثمرين وتدفع لهم أقساط إيجار مقابل ذلك، ما يمكنهم من استرجاع استثماره (رأس ماله) بعد 3 أو 5 سنوات إضافية لهامش الربح أي العائد⁽¹⁾.

وعدة مشاريع أخرى يمكن أن تمول بالصكوك: السدود والموانئ والمطارات، الطرق السريعة، والطاقة. قوارب الصيد الكبيرة (صكوك الإجارة)، والسدود (صكوك الإجارة أو المشاركة). مشاريع القطارات السريعة (صكوك المشاركة). مشاريع خطوط السكك الحديدية (صكوك المشاركة). الصكوك للمترو (صكوك المشاركة). الطرق السريعة (صكوك المشاركة الاستصناع أو شركة). المشروعات السياحية (صكوك الإجارة آل المشاركة). الجامعات (صكوك المشاركة)⁽²⁾.

المطلب الخامس: إنشاء سوق مالي إسلامي جزائري

إن المتطلع على حالة سوق الأوراق المالية الجزائرية يتبين له الوضع التقليدي الذي تسير عليه هذه السوق وأن من بين أنشطتها ما هو موافق لأحكام الشريعة الإسلامية وما هو مخالف لها، وما دام أن الجزء المخالف لأحكام الشريعة الإسلامية هو منبع الأزمات والمسؤول عن حالات عدم الاستقرار، فإن الباحث يقترح، نهجاً لتحويل بورصة الجزائر نحو العمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية لتصبح سوقاً مالية إسلامية يسودها الاستقرار والانضباط ولتحقيق هذا التحول، ينبغي إتباع عدة مراحل على النحو الذي سيأتي:

(1) حسان حويشة، بنك السلام يقترح بناء ميناء الوسط والبنى التحتية بالتمويل الحلال، مقال متاح على الموقع الإلكتروني: <https://www.echoroukonline.com/ara/articles/515630.html>، تاريخ الإطلاع: 2017/03/17، 15h30.

(2) Al-Khawarizmi Group, (2012): Op. Cit, P110-115.

1-أساليب التحول :

يقصد بأسلوب التحول الطريقة التي تتبعها سوق الأوراق المالية في تنفيذ عملية التحول للوصول إلى الشكل الذي قررت العمل من خلاله وفق أحكام الشريعة الإسلامية وفيما يلي أساليب التحول:

-أسلوب التحول الجزئي :ويقصد به بأنه قرار باستحداث البورصة للأعمال والأنشطة المالية الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، وتقديمها جنباً إلى جنب مع باقي الأعمال التقليدية المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية ويُعد تجنب المزيد من التراجع السوقي وتحقيق المزيد من الأرباح من أبرز دوافع هذا التحول .ولهذا الأسلوب شكلان أو صورتان:

-نافذة تقليدية في بورصة إسلامية :ويكون ذلك عند اتخاذ البورصة قراراً وفق أحكام الشريعة الإسلامية وتوفير الخدمات والمنتجات المالية الإسلامية، مع عدم تخليها عن تقديم الخدمات والمنتجات المالية التقليدية.

-نافذة إسلامية في بورصة تقليدية :ويكون ذلك إذا قررت بورصة الأوراق المالية التقليدية تقديم بعض المنتجات والخدمات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، من خلال تصميم نافذة بهذا الخصوص مع استمرارها في تقديم الأعمال والأنشطة المعتادة، وبالتالي يمكن تصور أسلوب التحول الجزئي بقيام إدارة البورصة الراغبة بالتحول بتأسيس نافذة بشكلها الأولي، وبعد نجاح تجربة النموذج واكتساب الخبرة فيه، تبدأ إدارة البورصة الانتقال من هذا الشكل إلى الشكل المتقدم عنه، إلى أن تعمم التجربة لتصل إلى الحدود التي رسمتها الإدارة لنفسها.

-أسلوب التحول الفوري :وذلك بقيام البورصة التقليدية الراغبة بالتحول للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، بإعداد برنامج شامل لتحويل البورصة كلياً أو جزئياً، على أساس تحديد موعد معين للتحول بالشكل النهائي المقرر الوصول إليه دفعة واحدة، وذلك بعد الاستعداد الكامل لهذه الخطوة.

-أسلوب التحول المرحلي :هو قيام إدارة البورصة بإعداد خطة شاملة ومتكاملة لكل أقسام البورصة لتحويلها للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، طبقاً لبرنامج مرحلي على أساس جدولة مراحل التحول زمنياً وفقاً لمعايير شرعية وقانونية واقتصادية.

2- متطلبات (مراحل) تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية:

1-2المتطلبات القانونية للتحول (المرحلة الأولى) : يقصد بها مجموع الإجراءات والخطوات والتدابير التي توفر الغطاء القانوني، المطلوب تحقيقها في بورصة الأوراق المالية الجزائرية بهدف التحول للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، حتى يمكن تسميتها بأنها بورصة قانونية ولتحقيق هدف العمل وفق أحكام القانون، يمكن البدء بالخطوات التالية:

-الترخيص لعملية التحول :بتقديم طلب رسمي للجهات المختصة (وزارة المالية) يُوضّح فيه أمور أهمها :
رغبة البورصة بالتحول نحو العمل بأحكام الشريعة الإسلامية، مبررات هذا التحول، مزايا التحول على البورصة
وعلى الاقتصاد وغيرها وفي حالة وجود قبول مبدئي من الجهات الرسمية لطلب التحول، يمكن لمجلس إدارة
البورصة استكمال خطوات الوصول لقرار التحول داخليا من خلال:

-القيام بتشكيل لجنة تحضيرية تقوم بإعداد خطة إستراتيجية متكاملة موضعا فيها مهام اللجنة، مع بيان مراحل
التحول الزمنية ومتطلبات كل مرحلة.

-القيام بتعديل عقد التأسيس للبورصة ونظامها الأساسي الخاص بالأوراق المالية، وذلك بتضمينه نصوصاً
تنسجم وخطوات التحول للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، لاسيما إلغاء تقديم الخدمات والمنتجات المالية
التقليدية واستبدالها بالمنتجات والخدمات المالية الإسلامية.

2-2 الشروع في وضع الإطار القانوني للتحول (المرحلة الثانية) : بعد موافقة الجهات الرسمية على الطلب
المقدم واقتناعها به، تشرع في بحث وباستصدار قوانين ولوائح توضح مسار التحول وتنظّمه.

-المتطلبات الشرعية للتحول :بعد بيان متطلبات المرحلة القانونية للتحول، لابد أن يتبع ذلك ببيان متطلبات
المرحلة الشرعية للتحول، ويقصد بها مجموع الإجراءات والتعديلات والضوابط الشرعية المطلوب تحقيقها في
بورصة الأوراق المالية بهدف التحول حتى يمكن وصفها بأنها تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، أو تسميتها
بأنها بورصة إسلامية وفيما يلي بيان أهم هذه المتطلبات:

-تحديد ما ينبغي تجنبه من الأنشطة ومنها:

-تجنب إدراج أو تداول أصول مالية مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية كالسندات الربوية والأسهم غير الشرعية.

-تجنب التعامل داخل البورصة بأنواع من عقود ومعاملات التداول لا تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية، مثل
البيع على المشكوف، والشراء بالهامش، والمشتقات المالية التقليدية، وغيرها من العقود والبيوع المحرمة.

عدم استثمار أموال ميزانية البورصة الفائضة في أنشطة مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، ونخص بالذكر حالة
البورصة التي تتخذ من الربحية هدفا لها، أما إن كانت بورصة غير ربحية فلا ينبغي لها أن تضع فوائضها
المالية في حسابات مصرفية بالفائدة لتوفر البديل عن ذلك وهو الحسابات المصرفية الإسلامية.

-عدم الجمع بين موارد الخدمات والمنتجات المالية التقليدية ومثيلاتها الإسلامية في مراحل التحول الجزئي إلى
أن يكتمل التحول كلياً.

-تحديد ما ينبغي القيام به من أنشطة من ذلك ومنها:

-إدراج وتداول كافة الأوراق المالية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، مثل الأسهم بضوابطها الشرعية والصكوك الاستثمارية الإسلامية.

-توفير أشكال واسعة من عقود التداول داخل البورصة بأنواع من المعاملات تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية، وتشمل كل المعاملات العاجلة والآجلة الإسلامية.

-وجوب استثمار أموال ميزانية البورصة الفائضة في أنشطة متوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية.

3-2 المتطلبات الإدارية والفنية للتحويل (المرحلة الثالثة) : تتكفل هذه المرحلة بتغطية الجانب العملي والتطبيقي، و تعنى الإجراءات التي تمس الجانب الإداري في البورصة وتتطلبها عملية التحويل وتتمثل أهم متطلبات هذه المرحلة فيما يلي:

-تعيين هيئة الرقابة الشرعية ولجنة تحضيرية لإدارة التحويل لبورصة الأوراق المالية بعد اتخاذ قرار التحويل من وزارة المالية والتأكد من عدم وجود معارضة قانونية مبدئية لهذه الخطوة، والتأكد من جدوى التحويل اقتصاديا، يجب تعيين هيئة الرقابة الشرعية ولجنة تحضيرية لإدارة التحويل بمهام موائمة لنوع الأسلوب الذي ترغب إدارة البورصة ممارسته لتحقيق الهدف، تعنى بكل شؤونه، ويكون ارتباطها التنظيمي بمجلس إدارة البورصة، ويخولها بكل الصلاحيات ذات الصلة، ويوفر لها الدعم اللازم، ويتم عرض كل ما يتوصل إليه على هذا المجلس تحت إشراف ورقابة هيئة الرقابة الشرعية.

-التأهيل والتدريب لقيادات العمل الجديد :التعليم والتدريب من أهم أركان نمو أي نظام فنجاح سوق الأوراق المالية الجزائرية في تنفيذ إستراتيجية التحويل بكافة محاورها بكفاءة وفاعلية، هو أمر مرهون بتوفير كوادر بشرية عالية التأهيل، وإلا فإنها تستقطب المديرين والخبراء الماليين، من مصادر تقليدية تفتقر إلى الخبرة الضرورية في العمل المصرفي الإسلامي وفي الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية.

-تصميم برامج التأهيل والتدريب وفق رؤية لجنة إدارة التحويل، وذلك بصياغة وتكوين وبناء الشخصية المرجوة لحمل عبء العمل في المؤسسات المالية الإسلامية بسماتها الخاصة .فالتحول لا يتم آليا وإنما بقيادة العنصر البشري.

3-إنشاء مؤشر مالي إسلامي :

تتطلب عملية التحويل إنشاء مؤشر إسلامي لسوق الأوراق المالية الجزائرية يكون بديلاً عن المؤشر التقليدي بعد اكتمال التحويل، وتوكل مهمة العناية بتوفير ذلك المؤشر إلى لجنة إدارة التحويل وتوجد بعض التجارب في إصدار مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي في الأسواق العالمية يمكن الاسترشاد بها، من أهمها نذكر مؤشرات داو جونز للسوق الإسلامي DJIMI أعلن عن إطلاقه في 1999/02/09 في المنامة (البحرين)، يتكون من 600

شركة عالمية تستجيب لمعتقدات المسلمين، تنتمي إلى 30 دولة بما فيها الولايات المتحدة الأمريكية وتم اختيار هذه الشركات من أساس 2700 سهم للشركات التي تدخل في مؤشرات داو جونز العالمية، واستبعدت الشركات التي لا تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية وقد أنشأ داو جونز مجلساً استشارياً من علماء الشريعة الإسلامية، يساعد في عمليات الفرز والتصفية لاختيار شركات المؤشر، وتتنحصر مهمته في الجوانب الشرعية للأسهم المكونة للمؤشرات ومراجعتها دورياً دون الاستشارات المالية الفنية (1) .

(1) مداني أحمد، (2015) : متطلبات تحويل سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى سوق مالية إسلامية ناشئة المؤتمر الدولي حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي ،المنعقد يومي 17-18 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955،سكيكدة، الجزائر ،ص 20-23 .

خلاصة الفصل الرابع :

لقد شهد العالم منذ 2007 اندلاع أزمات مالية عنيفة هزّت أركان النظام المالي العالمي لتتسرب إلى جميع بلدان العالم متسببة في تراجع حاد للنشاط الاقتصادي و حتى على صعيد الاقتصاد الجزائري وان لم يسجل تأثيرات مباشرة للآزمة المالية العالمية على القطاع المالي باعتباره منفصل عن النظام المالي العالمي ، إلا أن التأثير كان عن طريق تراجع الطلب الخارجي على المحروقات و انطلاقا من خلال ما استعرضناه في هذا الفصل فإن الاقتصاد الجزائري مطالب اليوم أمام ما تقتضيه المعطيات الجديدة دوليا وتأثيرات الأزمات المالية التي طالت قطاعات حيوية كالسياحة والصناعة على سبيل المثال لا للحصر إلى استقاء العبر ،من هذه الأزمة والسعي إلى تعزيز الاستثمار الحقيقي و الخروج بالدروس من الأزمة و إيجاد خيار أو منهج مالي إسلامي يمكن أن تتبعه الجزائر للنهوض باقتصادها في ظل الأزمات المالية .

الخاتمة

الخاتمة العامة:

على إثر ما خلفته الأزمة المالية العالمية من تداعيات خطيرة على اقتصاديات دول العالم وآثارها السلبية على العملية التنموية برمتها كما كشفت عن أزمات هيكلية ومشاكل اجتماعية واقتصادية جوهرية ساد شعور عام لدى صناع القرار السياسة وعلماء الاقتصاد بالحاجة الملحة ،إلى إعادة النظر في قواعد وآليات النظام الاقتصادي السائد خاصة الاعتراف على أن ما يجري أنه أزمة نظام وليست مجرد أزمة مالية قطاعية ، لكي يجمع المختصون أن تكرار مثل هذه الأزمات في المستقبل سيدفع العالم إلى المجهول الذي لا يحمد عقباه، و لتفادي ذلك ينصحون بضرورة اتخاذ مجموعة من التدابير، وإجراء عدد من الإصلاحات الجذرية على النظام المالي والمصرفي العالمي تتمثل أبرزها في وضع اتفاقية بازل 3 كما دفعهم ذلك أيضا إلى البحث عن هياكل وآليات جديدة وكذلك منتجات مبتكرة ضمن منظومة اقتصادية ومالية جديدة تقوم على قواعد أخلاقية مفقودة ، ووجدت الحاجة إلى تطوير الصناعة المالية وإعادة هيكلتها بشكل يتناسب مع التحولات الاقتصادية الجارية وتستجيب للاحتياجات التمويلية الاستثمارية الربحية الاقتصادية منها والتنموية الشاملة.

لأن الحاجة لاستمرارية الصناعة المالية وتطورها لتتناسب مع مستوى التحولات الاقتصادية والاحتياجات التمويلية الاستثمارية، مرهونة باعتماد قواعد وأسس جديدة لعمليات الإبداع المالي وإيجاد آليات بديلة للصناعة المالية، تحفظ التوازنات المالية للاقتصاد، وتبتعد في تعاملاتها عن المديونيات الربوية والمجازفات والبيوع الصورية والرهون الوهمية والمتاجرة بالوعد.

وفي هذا السياق برزت الصناعة المالية الإسلامية في الساحة المالية العالمية التي تعصف بها الأزمات وذلك في شكل منتجات مالية ومصرفية ضمن نظام مالي، يقوم على مبدأ المشاركة وعدم أكل أموال الناس بالباطل والذي تنتفي في إطاره التكاليف المسبقة للتمويل، وما يرتبط بها من شروط مجحفة وضمانات مرهقة ويتطور في ضله التصكيك القائم على الأصول الحقيقية كإضافة نوعية تحد من سلبيات التوريق التقليدي للديون.

وقد أظهرت الهندسة المالية الإسلامية قدرة على التخفيف من الأزمة المالية العالمية بقواعد أخلاقية يفتقرها النظام المالي السائد كما مكنت هذه القواعد الهندسة المالية الإسلامية ، من إيجاد تدابير قادرة على تجنب الوقوع في الأزمات المالية والاقتصادية من خلال الأسواق والأدوات المالية الإسلامية، وبحكم تصديها لعمليات التوريق المولدة للربا بوصفه وجه من وجوه أكل أموال الناس بالباطل ،ومواجهتها لصناديق الاستثمارات العقارية وهمية الفوائد.

حيث تحقق الصناعة المالية الإسلامية نجاحات متواصلة على المستوى العالمي بمعدلات سنوية عالية وبوتيرة متسارعة، الشيء الذي جعلها محط اهتمام من قبل مختلف المؤسسات المالية العالمية ، و على غرار باقي دول العالم فتحت الجزائر أبواب الاستثمار في هذا المجال من خلال برامج الإصلاحات الاقتصادية و في مقدمتها برنامج إصلاح المنظومة المصرفية، وهو ما سمح للعديد من البنوك الأجنبية ومنها الإسلامية أن تتوطن في البيئة المصرفية الجزائرية من جهة، وتفتح مجالات اهتمام أخرى ذات العلاقة بإعادة بعث النشاطات الهادفة إلى تنشيط عمليات إصدار التصكيك الإسلامي في تحقيق المقاصد الربحية والتنموية ، غير أنه بالنظر إلى ما حققته تلك الصناعة عبر مختلف دول العالم، ما زالت هناك تحديات كبيرة وأشواط بعيدة أمام نمو الصناعة المالية الإسلامية في المحيط الجزائري، وتوسيع الاستفادة من منتجاتها فضلا عن هدف تعزيز عوامل قدرتها على المنافسة وعلى تحقيق ما ترمي إليه من أهداف لصالح الاقتصاد ، ومن ثم ظهرت الحاجة إلى تعزيز البنى المؤسسية و إلى صياغة الإطار التشريعي و التنظيمي والرقابي ورفع مستوى الوعي لدى الأفراد و الهيئات من أجل توفير المناخ الملائم لنمو الصناعة المالية الإسلامية في الوسط الجزائري، و في خضم هذه التطورات أيضا كان لابد من التفكير و وضع الحل الأمثل من اجل مواكبة هذه التطورات وتجنب الآثار السلبية للالتزامات على الاقتصاد الجزائري وتبلور هذا من خلال التسيير الأمثل لاحتياجات الصرف و التفكير في إنشاء صندوق سيادي للجزائر كأداة تمويل جديدة، لمواجهة التحدي المتمثل في تحويل المدخرات العامة إلى استثمارات إنتاجية ضرورية في مواجهة الآثار السلبية للالتزامات .

نتائج البحث

على ضوء ما تقدم تم التوصل إلى مجموعة من النتائج والمتمثلة في:

-تسمح الإبداعات المالية بتحقيق أفضل تخصيص وتوزيع المخاطر بين المتعاملين الماليين من خلال الأسواق المشتقة والتوريق، والتحوط من مخاطر السوق والائتمان ومخاطر سعر الفائدة والعملات الأجنبية بالإضافة إلى تقييم الخطر و تحسين السيولة و يعتبر التوريق أفضل مثال على ذلك وزيادة المعروض من الائتمان، وهذا يعني التوسع في الوصول إلى أسواق الائتمان وزيادة قدرة الإقراض و الاقتراض للمتعاملين.

-يمكن للإبداعات المالية أن تساهم في رفع كفاءة السوق المالية بالنظر إلى درجة السيولة التي تتمتع بها أدوات الهندسة المالية وخاصة المشتقات المالية ، إضافة إلى ذلك توفر الهندسة المالية توليفة من عقود

المشتقات المالية التي تتناسب مع أهداف ورغبات المستثمرين في سوق الأوراق المالية فباستخدامها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة التي لا تحققها الأدوات المالية التقليدية.

-على الرغم من الدور الإيجابي للإبداع المالي فقد أدى إلى زيادة المخاطرة، كما فشل في تخصيص المخاطر على نحو أفضل فلقد قاد فعلا إلى الإفراط في الاستثمارات ذات المخاطر المرتفعة وبالتالي ظهور المخاطر النظامية وأزمات السيولة كما يولد الخطر الأخلاقي، ويؤدي الإبداع المالي إلى عدم التقييم الصحيح للمخاطر المرتبطة بالمنتجات المالية الجديدة ومن ثم هناك الإفراط في المخاطرة والإفراط في الاستثمار في الأدوات المالية الجديدة، وعندما يكتشف المستوى الحقيقي للخطر يتم التخلص من هذه الأصول بعمليات بيع كبيرة بالسوق و بالتالي حدوث الأزمة المالية .

-تمثل الهندسة المالية التقليدية في ابتكار وتصميم وتطوير أدوات مالية بغية تحقيق الأرباح ومعالجة المشكلات المالية والاقتصادية وتشمل العمليات التالية ابتكار أدوات مالية جديدة، ابتكار أدوات تمويلية جديدة، ابتكار حلول جديدة وتطوير الأدوات القديمة وأنقسم الباحثين في شأن هذه الابتكارات، بين فريقين الأول يحذر منها لأنها تمثل أسلحة دمار شامل وقاطرة تقود الدول إلى الأزمات أما الثاني يشجعها لما لها من قدرة على التقليل من المخاطر.

- لقد أصبحت الابداعات المالية أسلحة الدمار الشامل وهذا لأربعة أسباب على الأقل الانفصال التام عن الاقتصاد الحقيقي، الحجم ودورها في الربط بين البنوك الكبيرة ذات الخطر النظامي إلى حد أن تجعل من المستحيل إفلاس واحد منهم دون إفلاس جميع البنوك الأخرى عدم القدرة على تقدير الدقيق للخطر و الحد من المخاطرة و التعقيد و الضبابية التي تتميز بها .

-الدور المحوري الذي لعبته تقنية التوريق وصناديق التحوط في ظهور وانتشار الأزمة المالية الحالية، إفراط البنوك في استعمال هذه التقنية والعلاقة المعقدة والغامضة التي تربطها بصناديق التحوط تقف وراء تحول الأزمة إلى أزمة مالية نظامية والخسائر الضخمة التي لحقت بالاقتصاد العالمي فيما بعد.

-الدور المحوري الذي لعبته منتجات الإبداع المالي و خاصة عقود CDS التي لها دور بارز في الأزمة اليونانية من خلال المضاربة من طرف صناديق التحوط و المراهنة على إفلاس اليونان.

-إن الأزمة المالية الأمريكية و الأزمة اليونانية وما انجر عنهما من تداعيات على القطاع المالي والاقتصاد العالمي بشكل عام، و على الاقتصاد الأوروبي بشكل خاص و الخطط المالية والاقتصادية التي وضعت من أجل مواجهتها على الرغم من ضخامة المبالغ المرصودة لهذا الغرض، يؤكد ضرورة إجراء إصلاحات عميقة في النظام المالي العالمي، وإعادة النظر في قواعد العمل في الأسواق المالية

خاتمة

والقوانين التي تحكم النشاط فيها، فالتوسع ظاهرة المضاربة و التعامل بالمشتقات المالية وانفتاح الأسواق وعولمتها، تنبؤ بحتمية تكرار مثل هذه الأزمات بآثار أكثر خطورة في كل مرة إن لم تتخذ إصلاحات عميقة في هذا المجال.

-بروز دور الهندسة المالية الإسلامية بتوفير كل من الإجراءات الاحترازية لمنع وتجنب وقوع الأزمات المالية والاقتصادية يشكل عام والأزمة المالية العالمية الراهنة على وجه الخصوص وإبراز قدرة المنتجات المالية الإسلامية على علاج الأزمة المالية الراهنة بحكم متانة هذه المنتجات و قوة السياسات الاقتصادية الإسلامية على التصدي للآزمات الاقتصادية و المالية عموما.

-إن الاقتصاد الجزائري كغيره من الاقتصاديات النامية تأثر نسبيا بالأزمات المالية والاقتصادية العالمية سواء بصفة مباشرة أو غير مباشرة من خلال تأثر أهم القطاعات الاقتصادية، أهمها الموازنات العامة و معدلات النمو الاقتصادي، التجارة الخارجية ، فضلا عن تدني إيرادات الدولة من العملة الأجنبية والتي يعتمد عليها اعتمادا كليا في تمويل مشاريع البنية التحتية وبرامج التنمية المختلفة أو حتى النشاط الاقتصادي عامة و هذا خاصة بعد انهيار أسعار المحروقات و انخفاض إيرادات الصادرات على اعتبار أن الصادرات النفطية تمثل نسبة كبيرة من الناتج المحلي 98.01 %، فإن قناة انتقال آثار الأزمات المالية إلى الاقتصاد الجزائري كانت متمثلة أساسا بمستوى أسعار المحروقات و انخفاض الطلب عليها.

-حتمية قيام اقتصاد جزائري قوي قادر على التصدي لتداعيات هذه الأزمة ، واحتواء ما أفرزته من تبعات وما ستفرزه و ذلك عن طريق وضع مجموعة من الإصلاحات و اعتماد نموذج تنموي مالي جديد يقوم على مبادئ الصناعة المالية الإسلامية من أجل تحقيق اقتصاد حقيقي يؤدي إلى إيجاد حلول مشتركة لازمة المالية والاقتصادية .

اختبار صحة الفرضيات

من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية للموضوع محل البحث والنتائج التي تم التوصل إليها يلحظ إثبات الفرضيات التالية:

-تهدف الهندسة المالية إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات و العمليات المالية وتطويرها في ظل الاحتياجات التي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة،وتكمن حقيقتها من خلال أهمية دور الموازنة بين عدة أهداف ومن ثم تصميم أدوات وآليات مبتكرة تستوعب كل هذه الأهداف كإدارة لمختلف المخاطر المالية التي تواجه المؤسسات وكذا المضاربة على أسعار الأصول المالية لتحقيق عوائد من فروق الأسعار،إضافة إلى التفكير في تطوير أدوات أو آليات جديدة للوصول إلى حلول مثلى للمشاكل التمويلية

أو لاستغلال الفرص الاستثمارية إضافة إلى تجاوز مختلف القيود التي تفرضها السياسات المالية والنقدية في البيئة المحيطة بها وكذا التقليل من التكاليف وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

-لقد قامت الهندسة المالية بابتكار أدوات مالية جديدة مثل عقود CDS و التزامات الدين المضمونة بأصول CDO وتطوير أوراق مالية تقليدية واستحداث عمليات تمويلية مثل عمليات التوريق المالي و التي كان الهدف منها إدارة المخاطر و التحوط ، غير أن اللافت للانتباه أن الإبداعات المالية تؤدي إلى عدم التقييم الصحيح للمخاطر لنقص الخبرة على مستوى المخاطر المرتبطة بالمنتجات المالية الجديدة ومن ثم هناك الإفراط في المخاطرة والإفراط في الاستثمار في الأدوات المالية الجديدة، و بالتالي الزيادات المفرطة في الائتمان وأسعار الأصول، وعندما يكتشف المستوى الحقيقي للخطر يتم التخلص من هذه الأصول بعمليات بيع كبيرة بالسوق و بالتالي حدوث الأزمة المالية ،و كدليل على ذلك أزمة الرهن العقاري و الأزمة اليونانية وهذا أيضا يثبت صحة الفرضية الثانية.

-أبطلت الأزمة المالية العالمية الاعتقاد الساذج بأن التحرير المالي المطلق و عدم تدخل الدولة يساهم في تعظيم مستويات النمو، فقد أظهرت هذه الأزمة مدى حيوية الدور الذي تلعبه الدول و الجهات المعنية بالإشراف و الرقابة و وجود آليات للإنذار المبكر في ضمان النشاط السليم للسوق المالي، و بتالي ضرورة اتخاذ مجموعة من التدابير وإجراء عدد من الإصلاحات الجذرية على النظام المالي والمصرفي العالمي تتمثل أبرزها في وضع اتفاقية بازل 3 ،بالإضافة إلى تبني النظام المالي الإسلامي الذي أثبت نجاعته في معالجة الأزمات المالية و خاصة العمل بالهندسة المالية الإسلامية، بدلا من الهندسة المالية القائمة التي أثبت دورها السلبي في الأزمة وهذا أيضا يثبت صحة الفرضية الثالثة.

- إن الاقتصاد الجزائري لن يستطيع الخروج من التداعيات السلبية للالتزامات المالية المتمثلة أساسا بمستوى أسعار المحروقات و انخفاض الطلب عليها و بتالي انخفاض إيرادات الصادرات إلا من خلال تطبيق صناعة مالية إسلامية كبديل عن الصناعة المالية التقليدية وكذلك استثمار جزء من الموارد المالية لإنشاء صندوق استثماري يضمن إيجاد بديل للعوائد المتأتية من المحروقات ، و كذلك الاستثمار في البنوك و الأسواق المالية الإسلامية خاصة في الصكوك وهذا أيضا يثبت صحة الفرضية الرابعة.

الاقتراحات

في ظل هذه النتائج التي تم التوصل إليها نقترح مايلي:

-مراقبة الابدعات المالية من خلال وضع مجموعة التدابير الضرورية من اجل تحويل معظم الصفقات من الأسواق الغير منظمة نحو الأسواق المنظمة أما ما يبقى من تعاملات في الأسواق الغير المنظمة، فيجب إخضاعه لرقابة صارمة لتفادي التراكم العشوائي للأخطار و تركيز المعاملات في غرفة المقاصة.

- تبسيط التوريق من خلال التخلص من تركيبة الأوراق المالية المعقدة مثل عقود CDO من اجل الحصول على أوراق مالية يكون فيها الخطر مقسم و يسهل التعرف عليه و تسجيلها في قاعدة معلومات مركزية وتعديلها عن طريق غرفة مقاصة.

-إجبار مشتري عقود CDS على حيازة السندات السيادية للدول محل التعاقد ، لأن في الواقع الحصول على تأمين على أصل الذي لا نملكه يطرح مشكل أخلاقي ، الذي يتمثل في الرغبة في تحقق الخطر كما يجب إزالة الضبابية التي تميز هذه الصفقات.

-وقف التداول الآلي للمعاملات العالية المخاطر أما عمليات البيع على المكشوف يجب إصلاحها من خلال فرض العديد من القيود في معظم بلدان العالم بل وحظرها عندما تتعلق بالسندات السيادية و المشتقات المالية.

-تنفيذ اتفاقية بازل 3 من خلال طرح معايير جديدة لرأس المال والمديونية والسيولة لتقوية قدرة القطاع المصرفي في التعامل مع الضغوط الاقتصادية والمالية ومواجهة الأزمات وتحسين إدارة المخاطر وزيادة الشفافية، وستكون مساهمتها كبيرة في الاستقرار المالي والنمو على المدى الطويل.

-الرقابة و الإشراف على النظام المصرفي الموازي حيث يجب أن يكون عليها رقابة دائمة و تنظيم عملها بما يمنحها درجة أعلى من المرونة، والأكثر أهمية هو الشفافية في التعرف على مصادر التمويل لديها، وأنماط الإقراض، والبحث عن مواطن الضعف، وتنظيم العلاقة بين رأس المال المتاح والسيولة، إذ يسمح هذا من تعظيم تأثير بنوك الظل فيها وعلى القطاع المالي التقليدي والاقتصاد عامة.

- الفصل بين أنشطة البنوك و الأسواق المالية من خلال تطبيق قانون *Glass-Steagall Act* من اجل الفصل بين أنشطة البنوك و الأسواق المالية و يهدف القانون إلى منع البنوك التجارية، من مزاوله أنشطة السوق التي كانت تخص بنوك الاستثمار التي لا تتلقى الودائع و لا تخضع للقواعد التنظيمية التي تخضع لها البنوك.

-مراقبة و تنظيم عمل البنوك المؤثرة على النظام المالي بتفكيك البنوك الكبيرة التي تمثل تهديدا للاقتصاد إضافة إلى تقييد وتنظيم استثمارات البنوك بهدف منعها من الاستثمار في مجالات خطرة .

خاتمة

-تعزيز الدور الرقابي الذي تلعبه البنوك المركزية وخاصة دوره التقليدي كمقرض أخير للنظام ويسهم هذا الإجراء من جانب البنوك المركزية، في بث نوع من الطمأنينة لدى البنوك كما يعد هذا التصرف ايجابيا، على المدى القصير والمتوسط، ويسهم في حل مشكلة عدم الثقة، وتحقيق استقرار الأسواق.

-تعزيز الدور الرقابي الذي يلعبه صندوق النقد الدولي منذ وقوع الأزمة المالية العالمية في مساعدة العالم على الخروج من الأزمة واتخذ العديد من الإجراءات بهدف زيادة الموارد المالية ،التي يتيحها للدول الأعضاء للتكيف مع أوضاع الأزمة، و تعديل شروط الإقراض للدول الأعضاء في ظل الأزمة، ولعل حده الأزمة الحالية تفرض الكثير من التساؤلات حول الدور الذي يجب أن يلعبه الصندوق في مرحلة ما بعد الأزمة .

- فرض ضريبة على المعاملات المالية TTF للحد من المضاربة التي تهدف إلى تحقيق عائد مرتفع في وقت جد قصير من خلال وضع بعض العراقيل أمام تدفق رؤوس الأموال الأجنبية، و خاصة القصيرة المدى منها ذات الأغراض المضاربة ، ومن ثم فإن مثل هذه الضريبة يمكن أن تكون وسيلة لتحقيق الاستقرار في النظام المالي الدولي و منع ظهور الأزمات المالية الدولية.

-طرح آليات جديدة من خلال الهندسة المالية الإسلامية ، بما يتوفر لديها من آليات و منتجات من شأنها كبح جماح القروض عالية المخاطر، و التصدي لعمليات التوريق المولدة للربا دون غيره ومواجهة صناديق الاستثمار العقارية وهيمنة الفوائد وكذلك دورها في توفير كل من الإجراءات الاحترازية لمنع وتجنب وقوع الأزمات المالية والاقتصادية .

-إن اعتماد الجزائر على مورد واحد هو القناة التي يتم منها انتقال الأزمة إلى الاقتصاد فعلى الجزائر أن تسعى جاهدة إلى التخلص من هذه التبعية للمحروقات و تطوير القطاعات من خلال تحويل صندوق ضبط الموارد إلى صندوق استثماري، و التي ستكون مهمته الأساسية تمويل الاستثمارات المنتجة في البلاد في جميع القطاعات و بتالي سيحافظ على فائض الموارد التي تعود بالنفع على الأجيال القادمة، و الحفاظ على احتياطات الصرف و استثمار هذه الموارد في مشاريع داخل البلاد والتي تساهم في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

آفاق البحث

-تقييم الإصلاحات المالية و دورها في تحقيق الاستقرار المالي أعقاب الأزمات المالية.

- منتجات الهندسة المالية الإسلامية كبديل لتحقيق الاستقرار المالي.

- آفاق صناعة مالية إسلامية في الجزائر كسبيل للخروج من الأزمة .

خاتمة

- إصدار الصكوك في الجزائر كبديل عن التمويل التقليدي .

وفي الختام الحمد لله أولا وأخيرا على نعمه ونسأله التوفيق والسداد.

المراجع

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

1. إبراهيم عبد العزيز النجار ، (2009) : الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية.
2. إبراهيم عبد العزيز النجار، (2009) : الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية.
3. أحمد صلاح عطية، (2003): مشاكل المراجعة في أسواق المال ، الدار الجامعية، مصر.
4. احمد عبد الرحمان الملحم و محو احمد الكندري ، (2004) : عقد التمويل باستخدام الحقوق التجارية وعمليات التوريق ، مجلس النشر العلمي ، جامعة الكويت.
5. أحمد مهدي بلوافي، (2009) : أزمة عقار... أم أزمة نظام ، بحث منشور في كتاب :حوار الأربعاء، جامعة الملك عبد العزيز، جدة.
6. أسعد حميد عبيد العلي، (2005): استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر، الكرك ، الأردن.
7. برايان كويل،(2005): مبادلة العملات، الطبعة الأولى ، دار الفاروق، القاهرة، مصر.
8. زاهرة علي محمد بني عامر، (2009) : التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، الطبعة الأولى، دار عماد الدين للنشر والتوزيع، الأردن.
9. سامر مظهر قنطقجي، (2009) : ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، دمشق.
10. سامي بن إبراهيم السويلم ، (2004) : صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي ، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المدورة، الكويت.
11. سمير رضوان عبد الحميد حسن، (2005): المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة المخاطر ، دار النشر للجامعات ، مصر.
12. السيد متولي عبد القادر،(2010): الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان.

13. شعبان محمد إسلام البرواري ، (2002): بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة نقدية تحليلية ، دار الفكر، دمشق ، سوريا .
14. طارق عبد العال حماد ، (2001): المشتقات المالية المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر.
15. طارق عبد العال حماد ، (2005): المشتقات المالية المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة، الدار الجامعية، مصر.
16. عادل محمد رزق، (2004): الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة.
17. عبد الحميد عبد المطلب، (2009) : الديون المصرفية المتعثرة الأزمة المالية المصرفية العالمية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية.
18. عبد الغفار حنفي، (2000): الاستثمار في الأوراق المالية أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية.
19. عبد القادر بلطاس ، (2009) : تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة sup-prime ، دار النشر ليجند ، الجزائر.
20. عبد اللطيف بن اشنهوا، الجزائر اليوم بلد ناجح ، الغرفة الجزائرية للتجارة و الصناعة،الجزائر ، بدون سنة نشر.
21. فريد النجار،(1999): البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر.
22. فيصل بلحسن وهدة عبو، (2007): مخاطر المشتقات المالية ، جامعة حسيبة بن علي، الشلف، الجزائر.
23. محمد الحناوي ونهال فريد مصطفى والسيدة عبد الفتاح إسماعيل والسيد الصيفي،(2007): الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر.
24. محمد مطر و فايز تيم ، (2005): إدارة المحافظة الاستثمارية ، دار وائل للنشر، الأردن.
25. محمود محمد الداغر ، (2005): الأسواق المالية مؤسسات -أوراق-بورصات ، الطبعة الأولى، دار الشروق، الأردن.
26. منير إبراهيم هندي ، (2002): الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسية المالية باستخدام التوريق والمشتقات ، الجزء الأول ، منشأة المعارف، الإسكندرية.

قائمة المراجع

27. منير إبراهيم هندي، (1999): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية.
28. منير إبراهيم هندي، (1994): الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، البحرين.
29. نهال فريد مصطفى و عبد الفتاح إسماعيل ، (2007): الأسواق والمؤسسات المالية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية.
30. هاشم فوزي دباس العبادي، (2008) : الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى ،مؤسسة الوراق، عمان.
31. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، (2010) : المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم 17 صكوك الاستثمار، البحرين.

المقالات:

1. ابراهيم بلقعة، (2013): تطورات أسعار النفط وانعكاساتها على الموازنة العامة للدول العربية خلال الفترة 2000-2009 ،مجلة الباحث، العدد 12 ، الجزائر.
2. أحمد الكرم ، (2010) : أزمة أوروبا اقتصادية مالية...سياسية واليورو سيبقى ولن يتحول إلى مرجع ، مجلة المغرب الموحد، العدد8، تونس.
3. أحمد شفيق الشاذلي ، (2014) : الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، صندوق النقد العربي.
4. اوكيل نسيم و بوكساني رشيد ، (2013) : الأزمة المالية في منطقة الأورو أسباب نشوبها وانتشارها، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العدادان 21-22.
5. بلعزوز بن علي، (2009-2010): استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية ، مجلة الباحث، العدد 07 ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر.
6. جمال قاسم حسن ، (2015): النفط والغاز الصخريين وأثرهما على أسواق النفط العالمية، أوراق صندوق النقد العربي، صندوق النقد العربي، أبوظبي.
7. جيف غولنتيب و غريغوريو ايمبافيدو و آنايفانوف، (2012) : فرض ضرائب على التمويل، مجلة التنمية والتمويل العدد 49 ، العدد3 ، صندوق النقد الدولي.

8. رضا الشكندالي، (2010) : الاقتصاد التونسي بين تداعيات الأزمة الأوروبية ومتطلبات النمو ، مجلة المغرب الموحد ، العدد8، تونس.
9. رندال دود ، (2007):الرهونات العقاري الثانوية مجسات أزمة مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44 ، العدد 4، صندوق النقد الدولي.
10. سليمان شيبوط ، (2014) : تداعيات أزمة الديون الأوروبية على الاقتصاديات المغاربية مقارنة نظرية ، مجلة روى اقتصادية، العدد السادس.
11. سليمان ناصر و عبد الحميد بوشرمة ، (2010) : متطلبات تطوير الصيرفة الإسلامية في الجزائر، مجلة الباحث، العدد 07 .
12. سيد ربحان زامل، (2009) : أكبر مما يمكن تجاهله، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 47 ، العدد4 ، صندوق النقد الدولي.
13. صندوق النقد الدولي، (2015): التعايش مع انخفاض أسعار النفط في سياق تراجع الطلب، مستجدات آفاق الاقتصاد الإقليمي، واشنطن.
14. عبد الحميد عبد الرحيم الساعاتي ، (1999) : نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية ، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد 11، العدد5.
15. عبد الكريم قندوز، (2007) : الهندسة المالية الإسلامية، الاقتصاد الإسلامي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، العدد2.
16. عتروس صبرينة و عتروس سهيلة، (2015) : واقع البدائل الشرعية للمشتقات المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية الإسلامية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الثاني.
17. فتح الرحمان علي محمد صالح، (2008) : دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية ، ورقة بحث مقدمة لمنندى الصيرفة الإسلامية، إتحاد المصارف العربية، بيروت.
18. فتح الرحمن علي محمد صالح، (2002) : أدوات سوق النقد الإسلامية :مدخل الهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفي، بنك السودان، العدد 26.
19. فيصل بلحسن وهدة عبو، (2007): مخاطر المشتقات المالية ، جامعة حسيبة بن علي، الشلف، الجزائر.

20. فينسينت راينهارت و كارمين راينهارت، (2010) : من خرافات الأزمة المالية في اليونان ، مجلة منشورات مركز أمريكي أنتربرايز، الولايات المتحدة.
21. قانه زكي ، (2011) : تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري ، مجلة أبحاث اقتصادية إدارية ، العدد التاسع، جامعة محمد خيضر، بسكرة.
22. لوار كودريس، (2013) : ما هو نظام الظل المصرفي؟، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 50 ، العدد 2 ، صندوق النقد الدولي .
23. لورا كودرس ، (2008) : ثقة وأكثر من ذلك ، مجلة التمويل والتنمية ، العدد 2 ، المجلد 45 ، صندوق النقد الدولي.
24. محمد ابراهيم السقا ، (2010) : دور صندوق النقد الدولي بعد الأزمة المالية العالمية، مجلة آفاق المستقبل، العدد الخامس.
25. محمد كريم قروف ، (2013) : متطلبات تطبيق أدوات السياسة النقدية الإسلامية في الاقتصاد الجزائري، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية.
26. المصارف، (2015): مجلة شهرية يصدرها اتحاد مصارف الكويت، العدد 135 .
27. منير الحمش، (2008) : الأزمة المالية والاقتصادية بين التفسير لمالي والاقتصادي ، مجلة شؤون الأوسط، جامعة القاهرة، عدد 130.
28. نايف بن جمعان جريدان و بابكر مبارك عثمان الشيخ ، (2017) : التمويل عبر توريق الديون من وجهة نظر مالية وإسلامية، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية ، غزة.
29. نوال بن عمارة، (2011) : الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية، مجلة الباحث، العدد 09 ، جامعة ورقلة، الجزائر .
30. هيروكو أورا و ليليانا شوماخر، (2013) : بنوك تحت الضغط، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 50 ، العدد 2 ، صندوق النقد الدولي.

الملتقيات و الندوات:

1. اسماعيل فوزي، (2009) : دور المبتكرات المالية في تفشي الأزمة وضرورة الأخذ بقرارات بازل الثانية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الدولية تباطؤ الاقتصاد العالمي وآثاره على الاقتصاديات الأورو

- مغربية ، المنعقد يومي 11-12 أكتوبر، كلية العوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بجاية ، الجزائر.
2. آيت ميمون كريمة، (2009) : أهم المحاولات والاقتراحات الرامية إلى إصلاح النظام النقدي ، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية ،المنعقد يومي 14 و15 ديسمبر ، كلية العوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة .
3. بلغنامي نبيلة و زاوي ش هرازد ، (2010) : الأزمة المالية العالمية وأثرها على التنمية بالجزائر، الملتقى الدولي الثاني حول متطلبات التنمية في إفريقيا أعقاب الأزمة المالية العالمية ،المنعقد يومي 28-29 أفريل،جامعة بشار.
4. بن علي بلعزوز و مداني احمد، (2010) : التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها دراسة وضعية وشرعية ، المؤتمر الدولي الرابع حول لأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي ،المنعقد يومي15-16 ديسمبر ، كلية العلوم الإدارية ،الكويت.
5. بن نعمون حمادو، (2009) : دور تقنية التوريق وصناديق التحوط في أزمة المالية 2008 ، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية ،المنعقد يومي 14 و15 ديسمبر ، كلية العوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة .
6. بوعتروس عبد الحق، سبتي محمد، (2009) : السياسة النقدية والأزمة المالية الراهنة ، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية ،المنعقد يومي 14 و15 ديسمبر ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة .
7. ساعد ابتسام ، (2013) : المتطلبات القانونية للعمل المصرفي الإسلامي في الجزائر دراسة تحليلية مقارنة لبعض التجارب العالمية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية ،المنعقد يومي 8 و 9 ديسمبر،المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر .
8. سليمان ناصر و ربيعة بن زيد، (2014) : الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر ، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، المنعقد يومي5 و6 ماي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة سطيف.
9. شرياق رفيق، (2013) : الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية التجريبتين الماليزية والسودانية أنموذجا المؤتمر الدولي ،الصكوك الإسلامية وأدوات

- التمويل الإسلامي، المنعقد يومي 21 و 21 نوفمبر، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك ، إربد، الأردن.
10. صبري عبد العزيز إبراهيم، (2009) : التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول : الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، المنعقد يومي 1-2 أبريل، كلية الحقوق بجامعة المنصورة.
11. عبد الحليم غربي، (2010) : تقييم تجربة الخدمات المالية الإسلامية في السوق الجزائرية وآفاقها المستقبلية ،أشغال الندوة الدولية الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، المنعقد يومي 18 - 20 أبريل ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة سطيف .
12. عبد الرحمان العايب ، (2009) : ميكانيزمات تحفيز المسيرين كأحد محددات حوكمة الشركات وتأثيرها في الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة حالة المؤسسات المالية و المصرفية المتضررة الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية و الحوكمة العالمية، المنعقد يومي 20-21 أكتوبر ، جامعة فرحات عباس سطيف.
13. عبد الرحمان مغاري ، (2009) : الملتقى الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية و الحوكمة العالمية، المنعقد يومي 20-21 أكتوبر ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة فرحات عباس ، سطيف.
14. علي موسى حنان و محمد الأمين خنيوة ، (2011) : منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواقع والتحديات ومناهج التطوير ، الملتقى الدولي الأول حول :الاقتصاد الإسلامي، الواقع .. ورهانات المستقبل ، المنعقد يومي 23-24 فيفري، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة غرداية.
15. عمر ياسين محمود خضيرات، (2011) : دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة ، الملتقى الدولي الأول حول :الاقتصاد الإسلامي، الواقع .. ورهانات المستقبل، المنعقد يومي 23-24 فيفري، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة غرداية.
16. فيصل سعدي و بلقاسم بلقاضي، (2016) : خصوصيات الاقتصاد الجزائري ومدى إسهام صندوق ضبط الموارد في السياسة التنموية ،الملتقى الدولي الثاني حول متطلبات تحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول النفطية في ظل انهيار أسعار المحروقات ،المنعقد يومي 29 و 30 نوفمبر ، جامعة أكلي محند أو لحاج ، البويرة.

17. قدي عبد المجيد و الجوزي جميلة، (2009) : الأزمة المالية الراهنة وتداعياتها على الأداء المتوقع للاستثمارات الأجنبية المباشرة حالة الجزائر ،الملتقى الدولي الرابع الأزمة العالمية الراهنة وانعكاساتها على دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا،المنعقد يومي 08-09 ديسمبر ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر.
18. كرباش رحمة و بودخدخ كريم، (2013) : دور وكالات التتقيط العالمية :بين الحد من الأزمات المالية و التسبب فيها الملتقى الدولي الثاني حول :الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا ، المنعقد يومي19-20 جوان ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة تبسة.
19. مجدوب بحوصي وعمار عريس، (2016) : منتجات الهندسة المالية الإسلامية بين خلق المخاطر وإدارتها ، المؤتمر الدولي الأول حول: التحوط وإدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية المنعقد يومي 27-30 نوفمبر مركز سنابل للبحث وتطوير الموارد البشرية بالأردن بالتعاون العلمي مع مركز بيان للهندسة المالية الإسلامية السوداني.
20. محمد المهدي و وفيق سامي السائح ، (2013) : ضوابط الصكوك الإسلامية المقترحة للحد من تأثير الأزمات الفقاعية مع رصد بعض مواد قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني 2012، المؤتمر العالمي الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي ،المنعقد يومي 12-13 نوفمبر ،كلية الشريعة والدراسات الإسلامية الاقتصاد والمصارف الإسلامية ، جامعة اليرموك.
21. محمد جعفر هني و معزوز لقمان ، (2013) : آثار النواذ الإسلامية على الجهاز المصرفي الجزائري، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية ،المنعقد يومي 8 و 9 ديسمبر،المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر.
22. محمد كريم قروف، (2011) : الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول :الاقتصاد الإسلامي، الواقع .. ورهانات المستقبل، المنعقد يومي 23-24 فيفري، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة غرداية .
23. مداني أحمد، (2015) : متطلبات تحويل سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى سوق مالية إسلامية ناشئة المؤتمر الدولي حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي ،المنعقد يومي 17-18 نوفمبر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر.
24. مريم شطبيبي ، (2015) : انعكاسات انخفاض أسعار النفط على الاقتصاد الجزائري أزمة أسواق الطاقة وتداعياتها على الاقتصاد الجزائري،أشغال الندوة المنظمة من طرف قسم الاقتصاد و الإدارة حول

قائمة المراجع

- قراءة في التطورات في أسواق الطاقة، المنعقد يوم 14 ماي ، كلية الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر.
25. مفتاح صالح و رجال فاطمة ، (2013) : تأثير مقررات لجنة بازل III على النظام المصرفي الإسلامي المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي النمو والعدالة والاستقرار من منظور إسلامي ، المنعقد يومي 09-10 سبتمبر ، اسطنبول، تركيا .
26. ناصر سليمان ، (2013) : كفاية رأس المال للبنوك الإسلامية الجزائرية تشخيص الواقع ومقترحات للتطوير الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية ، المنعقد يومي 8 و 9 ديسمبر، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر.
27. ياسر المكحل و فتحي مايا ، (2013) : دور الصكوك الإسلامية في التمويل التجربة البريطانية ، المؤتمر العالمي الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي ، المنعقد يومي 12-13 نوفمبر ، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية للاقتصاد والمصارف الإسلامية ، جامعة اليرموك.
28. يوسفات علي ، (2013) الحيل المحاسبية والمالية ودورها في خلق الأزمات المالية ، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العددان 61-62.
29. يوسفات علي وبوزيان رحمانى هاجر ، (2009) : التوريق وأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجا، المنعقد يومي 5-6 ماي معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر.

القوانين:

1. القانون رقم 05/06 الصادر بتاريخ 20/02/2006 المتضمن توريق القروض الرهنية، جريدة رسمية، عدد 15 صادرة بتاريخ 15/03/2006 .

المواقع الإلكترونية:

1. فيصل بلحسن وهدة عبو، (2007): مخاطر المشتقات المالية ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني
2. ويكيبيديا، أزمة الدين الحكومي اليوناني، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8B1_2012.29 ، تاريخ الإطلاع: 23/06/2017، 15h30 .

3. صحيفة الشرق الأوسط ، منطقة اليورو تبحث عن تمويل لصندوق الاستقرار الأوروبي، مقال متاح على الموقع الالكتروني:
<http://archive.aawsat.com/details.asp?section=6&article=647305&issueno=12>
023#.WRXFpvmL، تاريخ الإطلاع: 2017/06/23، 15h30 .
4. حسن الحسيني، ما هي سندات الخزنة الأوروبية؟، جريدة العرب الاقتصادية الدولية ، مقال متاح على الموقع الالكتروني: http://www.aleqt.com/2012/06/02/article_663019.html، تاريخ الإطلاع: 2017/06/23، 15h30 .
5. موسى مهدي ، سيناريوهات خروج اليونان من اليورو، مقال متاح على الموقع الالكتروني:
<https://www.alaraby.co.uk/economy/2015/4/10/%>، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 15h30 .
6. حيدر الحسيني، ألمانيا وصندوق النقد الأكثر تشدداً في المفاوضات والأكثر تضرراً من الإفلاس القمة الأوروبية اليوم إنقاذ اليونان أم بداية تصدع الاتحاد النقدي والسياسي؟، مقال متاح على الموقع الالكتروني:
<http://www.almustaqbal.com/v4/Article.aspx?Type=NP&ArticleID=665708>، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 15h30 .
7. يوهانس بك/ ياسر أبو معيلق ، ثمانية أسباب وراء انهيار أسعار النفط، مقال متاح على الموقع الالكتروني: <http://www.dw.com/ar/a-19068874>، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 15h30 .
8. صحيفة الاقتصادية، آثار تراجع أسعار النفط العالمية ، مقال متاح على الموقع الالكتروني:
<https://sites.google.com/site/sypeteng/research/5>، تاريخ الإطلاع: 2017/04/23، 15h30 .
9. عبير أبو شمالة ،وكالات التقييم الائتماني بحث عن بديل أم إصلاح؟، مقال متاح على الموقع الالكتروني : <http://www.alkhaleej.ae/economics/page/296eb487-99b4-4865-948a-ca18fee7b933>، تاريخ الإطلاع: 2017/06/23، 15h30 .
10. CNBC عربية ،الملاذات الضريبية تستقطب 8 تريليونات دولار والعالم يخسر 190 مليار دولار ضرائب في السنة ، مقال متاح على الموقع الالكتروني :
<http://www.cnbcarabia.com/news/view/17459>، تاريخ الإطلاع: 2017/06/23، 15h30 .

11. ميشال مرقص ،تحليل اقتصادي جسيم الجنات الضريبية، مقال متاح على الموقع الالكتروني :
http://daharchives.alhayat.com/issue_archive/Hayat%20INT/2009/4/20،تاريخ
الإطلاع: 2017/06/23 ، 15h30 .
12. اضاءات مالية و مصرفية ،اتفاقية بازل الثالثة ،مقال متاح على الموقع الالكتروني:
http://www.kibs.edu.kw/upload/EDAAT_Dec_2012_Basel_III_404.pdf ، ص 3 ،
تاريخ الإطلاع: 2017/06/23 ، 15h30 .
13. محمد إبراهيم السقا ،بنوك الظل ، مقال متاح على الموقع الالكتروني :
<http://www.alarabiya.net/views/2012/06/08/219305.html> ، تاريخ الإطلاع:
2017/06/23 ، 15h30 .
14. أحمد الألفي ، النظام المصرفي الموازي وبنوك الظل، مقال متاح على الموقع الالكتروني :
<http://www.cashnewseg.com> ، تاريخ الإطلاع: 2017/06/23 ، 15h30 .
15. صندوق النقد العربي، الرقابة على صيرفة الظل 2014 ، مقال متاح على الموقع الالكتروني :
<http://www.amf.org.ae/ar/content/%2014>،ص 13، تاريخ الإطلاع:
2017/06/23 ، 15h30 .
16. هشام محمود، بنوك الظل تهدد النظام المالي العالمي بإجمالي أصول 75 تريليون دولار، مقال متاح
على الموقع الالكتروني : http://www.aleqt.com/2014/12/15/article_914737.html ،
تاريخ الإطلاع: 2017/06/23 ، 15h30 .
17. ماي الدبول، أكبر من أن تفشل، مقال متاح على الموقع الالكتروني : <http://www.syr-res.com/article/12651.html> ،تاريخ الإطلاع: 2017/06/23 ، 15h30 .
18. محمد إبراهيم السقا ، هل يجب فرض ضريبة على المعاملات في البورصة؟ ، مقال متاح على الموقع
الالكتروني: <https://www.alarabiya.net/views/2012/02/07/193081.html> تاريخ
الإطلاع: 2017/08/17 ، 15h30 .
19. مارك رو ،مشكلة ضريبة توبيين والحل الاقتصادية، مقال متاح على الموقع الالكتروني:
http://www.aleqt.com/2012/03/04/article_632761.html ، تاريخ الإطلاع:
2017/08/17 ، 15h30 .
20. ناصر مراد ، أثار الأزمة الاقتصادية الراهنة حالة الجزائر، مقال متاح على الموقع الالكتروني :
<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/12/>،ص 12، تاريخ الإطلاع:
2017/06/23 ، 15h30 .

21. محمد لكساسي، (2011) : التطورات الاقتصادية والمالية في سنة 2010 وبداية الثلاثي الأول من سنة 2011، مداخلة محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني، ص 17 ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :
www.bank-of-algeria.dz/pdf/.../intervention_2011_ar.pdf تاريخ الإطلاع: 15h30، 2017/04/23 .
22. ف. هند ، لا خوف على الجزائر من أزمة الأورو حاليا ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :
<http://www.djazairess.com/akhbarelyoum/38335> ، تاريخ الإطلاع: 15h30، 2017/03/23 .
23. كنز رضا ، أثر أزمة اليورو على الجزائر ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :
<http://kanz-redha.blogspot.com/2012/12/blog-post.html#.WckJAbJJbIU> ، تاريخ الإطلاع: 15h30، 2017/03/23 .
24. عبد الرحمان مبدول ، تراجع الأورو سيف ذو حدين الاقتصاد الجزائري ليس في منأى عن تداعيات أزمة أوروبا ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :
<http://www.djazairess.com/elbilad/19378> ، تاريخ الإطلاع: 15h30، 2017/03/23 .
25. خالد بن الشريف ، ماذا وراء انهيار الدينار الجزائري؟ 5 أسئلة تشرح لك ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :
<https://www.sasapost.com/the-collapse-of-the-algerian-dinar> ، تاريخ الإطلاع: 15h30، 2017/03/23 .
26. جلال بوعاتي ، مزيد من التقشف في ميزانية ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :
<http://www.elkhabar.com/press/article2017> ، تاريخ الإطلاع: 15h30، 2017/03/23 .
27. بنك الجزائر ، (2011) : التطورات الاقتصادية و النقدية لسنة 2010 و عناصر التوجه للسداسي الأول من سنة 2011 ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/interventions/intervention_2011_ar.pdf ، ص 4 ، تاريخ الإطلاع: 15h30، 2017/03/23 .
28. حمزة كحال ، خريطة استثمارات احتياطات الجزائر في البنوك العالمية ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني <https://www.alaraby.co.uk/economy/2016/12/26> : / ، تاريخ الإطلاع: 15h30، 2017/04/23 .
29. ب. حكيم ، ايكوالجيريا تكشف أهم مؤشرات تقرير بنك الجزائر ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :
<http://www.eco-algeria.com/content/> ، تاريخ الإطلاع: 15h30، 2017/04/23 .

30. حفيظ صواليلي، احتياطي الصرف الجزائري يذوب!، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://www.elkhabar.com/press/article//>، تاريخ الإطلاع: 2017/04/23، 15h30 .
31. ريم بن محمد، محافظ البنك المركزي: احتياطي الصرف الجزائري عند 108 مليار دولار، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://aljazairalyoum.com/%D9%> : تاريخ الإطلاع: 2017/09/27، 15h30 .
32. ب. حكيم، قانون مالية 2017 صندوق ضبط الإيرادات سينضب تماما نهاية سنة ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :
- <http://www.eco-algeria.com/content/2018>، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 15h30 .
33. حمزة كحال ،انهيار النفط يجفف صندوق الأزمات في الجزائر، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :
- <http://federalyemen.net/blog/archives/12523>، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 15h30 .
34. إتحاد المصارف العربية، القطاع المصرفي الجزائري تحديث وتطوير مستمران، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :
- <http://www.uabonline.org/en/research/banking/157516041602159115751593>
[1575160416051589/7467](http://www.uabonline.org/en/research/banking/1575160416051589/7467)، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 15h30 .
35. الصيرفة الإسلامية في الجزائر، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://www.arabnak.com> ، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 15h30 .
36. زهيرة مجراب ، تعاملات إسلامية جديدة في البنوك لجلب أموال الجزائريين ! ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://www.echoroukonline.com/ara/articles/269620.html>، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 15h30 .
37. آسية مجوري، من يعرقل البنوك الإسلامية في الجزائر؟، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://www.djazairiss.com/akhbarelyoum/117402>، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 15h30 .
38. غنية قماروي ،الدكتور سليمان ناصر خبير في التمويل الإسلامي للبورصة ، مقال متاح على الموقع الإلكتروني : <http://bourss.info/ar/2016/04/28/> ، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 15h30 .
39. حمزة كحال، الجزائر يلجأ للاقتراض عبر الصكوك الإسلامية لجذب الأموال، مقال متاح على الموقع الإلكتروني :

،2017/05/23 تاريخ الإطلاع: <https://www.alaraby.co.uk/economy/2017/2/28> .18h30

40. إسماعيل ضيف، صكوك إسلامية لاستقطاب أموال الشكارة؟، مقال متاح على الموقع الإلكتروني: <http://akhbarelyoum-dz.net/ar/200241/176041-2016-03-25-17-> الإطلاع: 2017/05/23، 18h30 .

41. نسرين لعراش ، لماذا ترفض الجزائر إدراج الصكوك الإسلامية كآلية لمواجهة الأزمة؟، مقال متاح على الموقع الإلكتروني: <http://aljazairalyoum.com> ، تاريخ الإطلاع: 2017/05/23، 18h30 .

42. حسان حويشة، بنك السلام يقترح بناء ميناء الوسط والبنى التحتية بالتمويل الحلال، مقال متاح على الموقع الإلكتروني: <https://www.echoroukonline.com/ara/articles/515630.html> ، تاريخ الإطلاع: 2017/03/17، 15h30 .

المراجع باللغة الأجنبية:

Ouvrages :

1. Aglietta Michelle et Rigot Sandra, (2009) : Crise et rénovation de la finance, édition Odile Jacob , Paris.
2. allemand frederic et bion mathieu et sauron jean luc, (2016) :Gouverner la zone euro après la crise l'exigence d'intégration, édition Lextenso , Issy-les-Moulineaux.
3. Armelle Renaut-couteau, (2013): l'essentiel de la gouvernance économique et monétaire de la zone euro ,édition Lextenso, Paris.
4. Bechu Thierry , (2010): Economie Et Marchés Financiers Perspective 2010-2015 , édition Eyrolles, Paris.
5. Beltas Abed el kader , (2007): La Titrisation Instrument Efficace Pour La Gestion Du Risque Du Crédit , édition Légende , Alger.
6. Boissonnade Jacques, (1997): Les Options Exotique Concept Et Applications , édition Eska ,Paris.
7. Bourguinat Henri et Briys Eric, (2010) : Marchés De Dupes Pourquoi la crise se prolonge, édition Maxima , paris.
8. Briys Eric et Bourguinat Henri , (2009) : l'arrogance de la finance comment la théorie financière a produit le krach , édition La Découverte, Paris.
9. Chavagneux Christian, (2011): Une brève histoire des crises financières Des tulipes aux subprimes, édition la découverte, paris.

- 10.Crespelle Nicolas , (2009): La Crise En Question Les 50 Questions Que Vous Vous Posez , édition Eyrolles , Paris.
- 11.groupe d’auteurs, (2010): La crise financière réforme et stratégies de sortie , édition ocde .
- 12.Jorion Paul , (2008): La Crise Des Subprimes Au Séisme Financier Planétaire , édition Fayard , Paris .
- 13.Karyotis Catherine , (2015): L'essentiel de la banque 2015-2016 , édition Lextenso, les Moufineaux .
- 14.Karyotis Catherine, (2013) : La crise en 40 concepts clés, édition revue banque, Paris.
- 15.Klein Laure, (2008): La Crise Des Subprime Origines De L’excès De Risque Et Mécanismes De Propagation, édition Revue Banque, Paris.
- 16.Lacoste Olivier, (2009) : Comprendre Les Crises Financières , Edition Eyrolles , Paris.
- 17.Le cercle Turgot , (2013): Grandeur et misère de la finance moderne Regards croisés de 45 économistes, édition Eyrolles , paris.
- 18.Levy-Garboua Vivien et Jacquillat Bertrand, (2013) : Les 100 mots de la crise financière , édition Presses Universitaires de France, paris.
- 19.Lévy-Lang André , (2012): Il faut maîtriser la finance Qu’en pensent les économistes ? , édition éyrolles, Paris.
- 20.Millet Damien et Toussaint Eric , (2012) : crise de la dette la seul façon d’en sortir Triple AAA Audit Annulation Autre politique, éditions du Seuil, paris
- 21.Monarcha Guillaume et Teïletche Jérôme, (2013) : Les hedge funds, 2eme éd , édition La Découverte , paris.
- 22.Morin François , (2013):La grande saignée Contre le cataclysme financier à venir ,édition Lux Editeur, canada.
- 23.Mouhoubi Salah , (2009): La Face Cachée De La Crise Financière Mondiale , édition l'harmattan , paris.
- 24.Pluchart Jean-Jacques et Mellios Constantin, (2015): Le shadow banking, édition Eyrolles, Paris.
- 25.Quême Philippe et Daniel Lebègue, (2014) : Finance et éthique Le prix de la vertu, édition L'Harmattan, Paris.
- 26.Simon Yves , (2014): Les 100 mots des marchés dérivés, édition Presses Universitaires de France, paris.

Revues et Magazine :

1. Adda Jacques , (2009) : Taxe Tobin le retour, Alternatives Economiques, N°284.
2. Banque de France , (2009): La crise financière, Document et débats N° 3, Disponible sur le site, <http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/documents-et-debats/telechar/document-03/documents-et-debats-numero-3-integral.pdf>, P 42 , Consulté le: 23/06/2016, 20:55h.
3. Banque de France , (2010): De La Crise Financière à La Crise Economique, Documents et Débats N°3, P 67, Disponible sur le site, <http://www.banque-france.fr/fr/publications/revues/documents-et-debats/telechar/document-03/documents-et-debats-numero-3-integral.pdf>, Consulté le: 23/06/2016, 20:55h.
4. Belaïcha Amine et Bouzidi Abdeldjellil et Daniel Labaronne, (2012): Création D'un Fonds D'investissement D'état En Algérie Quels Enjeux ? , revue Mondes en développement , édition De Boeck Supérieur , N°159.
5. Couderc Nicolas et Montel-Dumont Olivia, (2010): D'une crise à l'autre Des subprimes à la crise mondiale Les politiques économiques à l'épreuve de la crise, édition Cahiers français.
6. Patrick ARTUS, (2012): Innovation financière ses apports et ses dangers, Document de travail: recherche économique Natixis, N °10 .
7. Esther Jeffers et Plihon Dominique, (2013): Le shadow banking system et la crise financière, édition Cahiers français N° 375.
8. FINNERTY. J, EMERY. D, (2009): Corporate Securities Innovations : An Update, Journal of Applied Finance, Vol 12, (Spring/Summer).
9. Frame, W. S and White, L. J, (2009): Technological Change, Financial Innovation, and Diffusion in Banking Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta , Working Paper N° 10.
10. Lamiri Abdelhak, (2015) : Il n'y a pas de remède miracle à la situation des réserves sans changer de stratégie, magazine l'actuel, N°151.
11. Llewellyn, D. T, (2009): Financial Innovation and the Economics of Banking and the Financial System, Cheltenham, Edward Elgar.
12. Mayer .C, (1986): Financial Innovation : Curse or Blessing ?, Oxford Review of Economic Policy, Vol N° 2.
13. Talahite Fatiha et Hammadache Ahmed, (2010) : L'économie Algérienne D'une Crise À L'autre, revue Maghreb Machrek, édition eska, N° 206.
14. W. Silber , (2002): The Process of Financial Innovation, American Economic Review, Vol 73, N°2.

15. W. Frame and S. White, (2002): Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk Little Action? , Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper, N°12.
16. Hull John, (2010) : Produits dérivés de gré à gré et compensation centrale toutes les transactions peuvent elles faire l'objet d'une compensation ? , Revue de la stabilité financière, N° 14, Banque de France.
17. Jouyet Jean-Pierre , (2010) : La finance du XXI^e siècle ne peut faire l'économie d'une bonne régulation des marchés dérivés de gré à gré Banque de France , Revue de la stabilité financière, N° 14, Banque de France.
18. Rama Cont, (2010) : Crédit default swaps et stabilité financière , Revue de la stabilité financière, N° 14, Banque de France.
19. Russo Daniela , (2010) : Produits dérivés OTC : défis pour la stabilité financière et réponses des autorités, Revue de la stabilité financière, N° 14, Banque de France.
20. Wellink Nout, (2010) : Réduire le risque systémique sur les marchés de dérivés de gré à gré (OTC) autorités , Revue de la stabilité financière, N° 14, Banque de France.

Rapport:

1. Agleitta Michel et Rigot Sandra , (2008): Le Rôle Spécifique des Hedge Funds dans la Transmission du Risque Systémique une Contribution au Débat Réglementaire, Conseil d'Analyse Economique, édition la documentation française, Paris.
2. Al-Khawarizmi Group, (2012) : Les Sukuks Une nouvelle alternative de financement pour le Maroc , Disponible sur le site, <http://ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/Alkhawarizmi-Sukuk-Report-2013.pdf>, P103, Consulté le: 23/06/2016, 20:55h.
3. Banque d'Algérie, (2015): Evolution Economique Et Monétaire En Algérie, Rapport annuel de la Banque d'Algérie 2014,
4. Carine Romey , Bastien Drut, (2008) : rapport une analyse de la notation sur le marché des rmbs subprime aux Etats-Unis , rapport risques et tendances, N°4.
5. Collombat Pierre-Yves, (2017): Une crise en quête de fin Quand l'Histoire bégaie , rapport fait au nom de la délégation sénatoriale à la prospective , sénat, N° 393.
6. Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, (2012) : Sukuk Quel potentiel de développement au Maroc ? , Disponible sur le site,

http://www.ammc.ma/sites/default/files/Rapport_Sukuk_071012_0.pdf ,P 28 ,
Consulté le: 23/06/2016, 20:55h.

7. KELLER Fabienne , (2012): le projet de taxe sur les transactions financières, rapport d'information, sénat, N° 259.
8. Mancel Jean-François, (2010): les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies, rapport d'information, sénat, N° 3034.
9. Miguel Segoviano, Bradley Jones, Peter Lindner et Johannes Blankenheim, (2015): La relance de la titrisation, Revue de la stabilité financière, N° 19, Banque de France.
10. Patrick Artus et autres, (2008): la crise des subprimes, rapport du conseil d'analyse économique, La Documentation française, Paris.

Loi :

1. Journal Officiel de la République Tunisienne, (2013) : Loi n° 2013-30 du 30 juillet 2013, relative aux sukuk islamiques, P 2301.

Sites électroniques:

1. François Longin, Les innovations financières, Disponible sur le site, http://www.unipef.org/sites/unipef/files/PCM/2003/2003_01_ch02.pdf , P3 ,consulté le 10/10/2016,10h53.
2. Aglietta Michel ,Comprendre la crise du crédit structuré , <http://www.cepii.fr/francgraph/publications/lettre/pdf/2008/let275.pdf> , P2.consulté le 15/04/2017, 23:50h.
3. Fiche d'instrument, Les Credit Default Swaps (CDS) , <http://www.iotafinance.com/Article-Fiche-d-instrument-Les-Credit-Default-Swaps-CDS.html> ,Consulté le: 23/03/2016, 21:55h.
4. Wadi Mzid, La Finance Islamique: principes Fondamentaux et apports potentiels dans le financement de la croissance et du développement, Emerging New Economic Policy Makers in The Arab Mediterranean : Economic Agendas of Islamic actors, Disponible sur le site, <http://rh.banquezitouna.com/upload/1451918489.pdf> P08, Consulté le: 23/03/2016, 21:55h.
5. Sapir Jacques ,Les racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe, Disponible sur le site, http://archives.gaullisme.fr/58sapir_crise_financiere.htm, Consulté le: 16 /03/2014, 20:03h.

6. Nesta Lionel, La crise financière causes effets remèdes ,Observatoire Français des Conjonctures Economiques, Disponible sur le site, <http://slideplayer.fr/slide/3071025/>, P6 ,Consulté le: 23/05/2016, 21:55h.
7. Duplat Jean-Christophe, la crise des subprimes est-elle finie !?, Disponible sur le site, <http://portofino.over-blog.com/article-la-crise-immobiliere-est-elle-finie-70449326.html>, Consulté le: 23/06/2016, 20:55h.
8. Sapir Jacques , (2008): Une décade prodigieuse La crise financière entre temps court et temps long, Revue de la régulation, N° 3/4 , Disponible sur le site, <https://regulation.revues.org/4032> , Consulté le: 23/07/2016, 23:55h.
9. direction générale du trésor, encours notionnel des CDS, Disponible sur le site, [http:// www.tresor.economie.gouv.fr/file/326895.pdf](http://www.tresor.economie.gouv.fr/file/326895.pdf), P1 , Consulté le: 23/07/2016, 23:55h.
- 10.Tax Justice Network Identifying Tax Havens and Offshore finance Centres , (2007) , Disponible sur le site, https://www.taxjustice.net/cms/upload/pdf/Identifying_Tax_Havens_Jul_07.pdf ,P 3-4 ,Consulté le: 30/05/2017, 14:50h .
- 11.Anne Cheyvalle, L'opacité des paradis fiscaux a aggravé la crise financière , Disponible sur le site, <http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2009/09/25/04016-20090925ARTFIG00001-.php> Consulté le: 30/06/2017, 15:50h .
- 12.Smée Véronique , Les Paradis Fiscaux au Cœur De La Crise Financière, Disponible sur le site, <http://www.novethic.fr/-118344.html> ,Consulté le: 30/04/2017, 17:55h .
- 13.Attac France , Les Paradis Fiscaux Agents De La Crise Financière, Disponible sur le site, https://france.attac.org/IMG/pdf/4p_pfa4.pdf , P 2-3 Consulté le: 30/05/2017, 14:50h .
- 14.Combelle Frédéric, La crise financière et le rôle des banques , Disponible sur le site, [http://www.monnaie.wikispaces.com/./crise financière et le rôle des banques .pdf](http://www.monnaie.wikispaces.com/./crise+financiere+et+le+r%C3%B4le+des+banques.pdf) , p1, Consulté le: 30/05/2016, 23:50h .
- 15.Jamet Jean-François et LirzinFranck , L'Europe à l'épreuve de la récession , Disponible sur le site, [http://www.robert-schuman.eu/question_europe.php .pdf](http://www.robert-schuman.eu/question_europe.php.pdf) , P16 , Consulté le: 30/03/2016, 23:50h .
- 16.tag , Transformer a Gauche Crise De La Grèce Euro Et Perspectives , Disponible sur le site, <http://www.transformeragauche.fr/./crise-de-la-grece-euro-et-perspectives.pdf> , P1 , Consulté le: 30/01/2016, 13:50h .
- 17.Statista , La dette grecque ne cesse d'augmenter , <https://fr.statista.com/infographie/4924/la-dette-grecque-ne-cesse-daugmenter/>, Consulté le: 30/04/2017, 13:50h .

18. Antonin Céline , La fatalité grecque un scénario prévisible ? , Disponible sur le site, [http:// www.ofce.sciences po.fr/pdf/lettres/323.pdf](http://www.ofce.sciences po.fr/pdf/lettres/323.pdf) , P3 , Consulté le: 30/02/2017, 17:50h.
19. Coriat Benjamin , L'imbroglie grec La Dette Souveraine Grecque Prise Au Piège De La Zone Euro , Disponible sur le site, <http://atterres.org/sites/default/files/L%27imbroglie%20grec.pdf> , P15 , Consulté le: 30/02/2017, 17:50h.
20. Effets attendus et effets de la politique d'austérité en Grèce, Disponible sur le site, <http://jseco22.blog.lemonde.fr/files/2015/09/Effets-attendus-et-effets-pervers-de-la-politique-daust%C3%A9rit%C3%A91.pdf>, p1, Consulté le: 30/08/2016, 11:43h.
21. Colletis Gabriel et Robé Jean-Philippe et Salais Robert, Comment sauver vraiment la Grèce Convertir la dette en investissements, Disponible sur le site, http://www.monde-diplomatique.fr/2015/07/Colletis_/53221, Consulté le: 30/05/2016, 14:43h.
22. Colletis Gabriel et Robé Jean-Philippe et, Salais Robert, Une proposition pour sortir la Grèce de l'impasse de la dette, Disponible sur le site, <http://www.latribune.fr/opinions/tribunes/annuler-une-partie-de-la-dette-grecque-ou-la-reduire-470194.html>, Consulté le: 30/05/2016, 14:43h.
23. Binctin Barnabé, Pour sortir du piège de la dette, des économistes avancent une solution alternative, Disponible sur le site, <https://reporterre.net/Pour-sortir-du-piege-de-la-dette-des-economistes-avancent-une-solution>, Consulté le: 30/05/2016, 14:43h.
24. Molinatti Emmanuel et Daudigny Michel, 2008 - 2011 , l'échec de la mondialisation ? , Disponible sur le site, <https://www.fichier-pdf.fr/2011/07/13/2008-2011-echec-de-la-mondialisation/preview/page/1/>, P3 Consulté le: 30/05/2016, 14:43h.
25. Shea Anthony , Après La Crise De L'euro , Disponible sur le site, <http://www.hec.fr/content/.../Après%20la%20crise%20de%20l'euro.pdf> , P3 , Consulté le: 29/05/2016, 10:43h.
26. Russell Géraldine , Que signifie le Grexit ? , Disponible sur le site, <http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2015/02/11/20002-20150211ARTFIG00430-que-signifie-le-grexit.php>, Consulté le: 29/05/2016, 10:43h.
27. lorelle tina , grexit vers une sortie de la grece de la zone euro ? , Disponible sur le site, <http://fr.advn.com/journal/tina-lorelle/2137/> , Consulté le: 29/03/2016, 10:43h.

28. Dion Romain, Grexit quelles conséquences si la Grèce sort de l'euro ? , Disponible sur le site, <http://www.lerevenu.com/bourse/grexit-quelles-consequences-si-la-grece-sort-de-leuro>, Consulté le: 29/03/2016, 10:43h.
29. Dette grecque un accord en suspens , Disponible sur le site, <http://www.lafinancepourtous.com/Actualites/Dette-grecque-un-accord-en-suspens>, Consulté le: 29/05/2016, 10:43h.
30. Anne Michel , Les recommandations de Joseph Stiglitz et Mark Pieth pour lutter contre les paradis fiscaux, Disponible sur le site, http://www.lemonde.fr/economie/article/2016/11/15_5031592_3234.html#4awVXclYwsTi8CVZ.99, Consulté le: 30/08/2017, 11:43h.
31. Castagnet Mathieu et Husson Séverin , Comment en finir avec les paradis fiscaux, Disponible sur le site, <http://www.la-croix.com/Economie/Comment-finir-avec-paradis-fiscaux-2016-04-04-1200751062> Consulté le: 30/08/2017, 12:43h.
32. Hache Frédéric, Bâle 3 en 5 questions, (2012): des clefs pour comprendre la réforme, Disponible sur le site, http://pechesbancaires.eu/pdf/Finance_Watch_Bale_3_en_5_question.pdf, P3, Consulté le: 30/05/2016, 14:43h.
33. Banque des Règlements Internationaux, Bâle III Calendrier de mise en œuvre progressive , Disponible sur le site, www.bis.org/bcbs/basel3/basel3_phase_in_arrangements_fr.pdf, Consulté le: 23/08/2017, 20:55 h.
34. Alexandre Girard, Les enjeux du rôle de prêteur en dernier ressort, Disponible sur le site, <http://www.bsi-economics.org/143-/>, Consulté le: 30/04/2017, 13:50h .
35. Trésor direction générale, (2017): Situation économique de l'Algérie perspectives 2017, Disponible sur le site, https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/15698_situation-economique-de-lalgerie-perspectives-2017, P 1 , Consulté le: 23/06/2016, 20:55h.
36. Trésor direction générale, (2015): Indicateurs économiques et financiers de l'Algérie, Disponible sur le site, <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/411636>, P 4 , Consulté le: 23/06/2016, 20:55h.
37. Trésor direction générale, (2016): Indicateurs économiques et financiers de l'Algérie, Disponible sur le site, <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/425963>, P 4 , Consulté le: 23/06/2016, 20:55h.

38. Békir Karam Kara, Un ancien gouverneur de la Banque d'Algérie propose la transformation du FRR en fonds d'investissement, Disponible sur le site, <http://www.maghrebemergent.info/actualite/maghrebine/item/44376?tmpl=component&print=1> Consulté le: 23/02/2017, 20:55h.

Séminaire:

1. Belaïcha Amine Et Bouzidi Abdeldjellil Et Labaronne Daniel, (2009): Un fonds d'investissement d'Etat pour l'Algérie approche institutionnelle et confrontation au modèle traditionnel des fonds souverains, colloque international crise financière internationale ralentissement économique mondial et effets sur les économies euro-maghebines , tenue le 11 et 12 Octobre université Béjaïa , Algérie.
2. Bouzar Chabha , (2009): Les Conséquences De La Crise Financière Sur Les Pays Du Maghreb , Colloque International Crise Financière Internationale Ralentissement économique Mondial et Effet Sur Les économies euromaghrébine ,tenue le 11 et 12 Octobre, Université Abderrahmane Mira de Bejaïa.
3. Otmani Abdelhafid et Bouterf Mounya , (2009): Les Canaux De Transmission De La Crise Financière Vers Les Pays Du Maghreb , Colloque International Crise Financière Internationale Ralentissement économique Mondial et Effets Sur Les économies euromaghrébine ,tenue le 11 et 12 Octobre, Université Abderrahmane Mira de Bejaïa
4. ZEMIRLI Radhia , (2016): Rente pétrolière et choc pétrolier entre dépendance et vulnérabilité économique en Algérie ,colloque international Impact de l'évolution future des prix et des réserves d'hydrocarbures sur la stratégie de décollage économique en Algérie, tenue le 29-30 novembre, université bouira.

Mémoire et thèse :

1. Inza Dosso, (2008): Thèse Utilisation Rationnelle Des Collateralised Debt Obligation , Université Laval , Québec , Canada , P 10-14, Disponible sur le site, http://www.memoireonline.com/10/08/1592/m_utilisation-rationnelle-des-collateralised-debt-obligation-cdo0.html, Consulté le: 30/01/2016, 14:43h.
2. Gasser maxime , (2010) : thèse Les Pistes De Reforme Du Système Monétaire Et Financier Internationale Depuis La Crise, Université Pierre Mendès-France ,Grenoble, Disponible sur le site,

- <http://www.memoireonline.com/09/10/3924/Les-pistes-de-reforme-du-systeme-monetaire-et-financier-international-depuis-la-crise.html> , Consulté le: 30/08/2017, 11:43h.
3. Saint-Pasteur Paul , (2008): Mémoire Les Dérivés De Crédit Un Danger Pour La Stabilité Financière , école Supérieure De Commerce Et De Management , Poitiers , P43-44 , Disponible sur le site, http://www.thebanque-pdf.com/fr_memoire-en-finance-de-marche.html, Consulté le: 30/02/2016, 14:43h.
 4. Bendjedi Tayeb , (2009): Mémoire Crises Financières Cas de la crise des subprimes 2007 ,Université de Toulouse 1, P 49 , Disponible sur le site, http://www.memoireonline.com/07/09/2270/m_Crises-financieres--Cas-de-la-crise-des-subprimes-2007.html, Consulté le: 30/01/2016, 14:43h.
 5. Zouari Zeineb et Hammami Samir, (2008): Mémoire crises financières et contagion cas de subprime, IHEC, Sousse , P20 , Disponible sur le site, http://www.memoireonline.com/07/08/1344/m_crises-financieres-et-contagion-cas-des-subprime.html, Consulté le: 30/01/2016, 14:43h.
 6. Loudot François Charles , (2009): Mémoire La Crise Des Subprimes Vers Une Reforme De La Régulation Financière , HEC, paris , P 22-23 , Disponible sur le site, http://www.vernimmen.net/ftp/Memoire_La_crise_des_subprimes_vers_une_reforme_de_la_regulation_financiere.pdf, Consulté le: 30/01/2016, 14:43h.