

# إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة ضرورة حتمية لاجتناب أزمات مالية مستقبلية

الأستاذة: سميرة حسيبة

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

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

**Abstract:** Financial derivatives products are presented as one of the most important financial innovations that have accompanied the evolution of the global financial system. products are characterized by flexibility and complexity , and provide a good hedge against risks. but they have become a source of speculation and contagion risk , especially during the global financial crisis of 2008. they were behind the collapse of many financial institutions. Which necessitated the reform of the regulation of derivatives markets , particularly those treated OTC ( over-the - counter ) , this reform will affect derivatives sufficiently standardized that will necessarily offset by a central counterparty (CCP ) , the recording of all transactions within the central data registers ( trade repositories - TR ) and the establishment of international unique identifier (legal entity identifier - LEI) to achieve market discipline , and to avoid future financial crises that will lead the world to a destination unknown.

**Keywords:** the financial crisis .financial derivatives, cds.

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

ورغم وجود أشكال المشتقات المالية في الأسواق منذ قرون، إلا أنها تطورت بشكل كبير في القرن الماضي، كما تزايد استخدامها بتطوير أدواتها في العقدين الأخيرين بما يتناسب مع ظاهرة عالمية الأسواق ، الأمر الذي جعل المشتقات المالية تحوز على مكانة بالغة نظرا لسرعة انتشارها باعتبارها أحدث الابتكارات المالية و أكثرها تعقيدا، حيث ساهمت في تقديم تغطية ضد مخاطر التغيرات السعريّة، وإتاحة الفرصة لتخطيط أفضل للتدفقات النقدية، و من ثم أولتها الجهات الرسمية و المهنية العناية الفائقة من الناحية التشريعية و القانونية التي تنظم أحكام التعامل بها. خاصة بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة، فقد تسببت المشتقات المالية في إفلاس العديد من المؤسسات المالية ، كما كانت أهم الأدوات التي ساهمت في انتقال عدوى الأزمة عبر الأسواق المالية العالمية، مما جعلها تصدر قائمة الإصلاحات المالية التي أقرتها مجموعة العشرين عقب الأزمة المالية العالمية. أبرز هذه الإصلاحات تتمثل في وضع معايير دولية لجعل هذه العقود الأكثر تجانسا خاضعة للمقاصة المركزية، بالإضافة إلى تعزيز قواعد الإفصاح و الشفافية، و قد بدأ تجسيد هذه الإصلاحات من خلال تشريعات و نظم جديدة سواء في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال قانون حماية المستهلك (دود -فرانك)<sup>1</sup> أو الدول الأوروبية من خلال تنظيم البنية التحتية للأسواق الأوروبية (إيمير-<sup>2</sup>EMIR)، و سنحاول من خلال هذه الورقة البحثية التعرف على أهم الإصلاحات في أسواق المشتقات المالية و مدى أهميتها في تحقيق الاستقرار المالي العالمي لاجتناب أزمات مالية مستقبلية، من خلال طرح الإشكالية التالية:

كيف يتم إصلاح المشتقات المالية لتجنب حدوث أزمات مستقبلية؟

و للإجابة على هذه الإشكالية نتبع المنهج الوصفي التحليلي من خلال المحاور التالية:

أولا: ماهية المشتقات المالية.

ثانيا: الأزمات المالية العالمية الحالية و علاقتها بالمشتقات المالية.

ثالثا: الإصلاحات المالية المعاصرة في سوق المشتقات المالية.

<sup>1</sup> - Dodd-frank regulation. أو قانون إصلاح وول ستريت.

<sup>2</sup> - euro péan market infrastructure regulation.

## أولاً: ماهية المشتقات المالية

سنتعرف على ماهية المشتقات المالية، أهميتها و أنواعها و سنركز على الأنواع المتداولة في الأسواق غير المنظمة.

### 1-تعريف المشتقات المالية:

نشأت المشتقات المالية من علم الرياضيات و هي تشير إلى متغير يشتق من متغير آخر، و المشتقات المالية من أهم الأدوات المالية الجديدة التي قدمها منظرو الهندسة المالية<sup>3</sup>، لأغراض التحوط و المضاربة و الاستثمار، و قد سميت عقود المشتقات بهذا الاسم لأن قيمتها مشتقة من قيمة الأصول محل العقد ( الأسهم، السندات، السلع و العقارات و...)، و كذلك من متغيرات نقدية و مالية و حقيقية (سعر الصرف، معدل الفائدة، مؤشر بورصة، مؤشر مناخ...) التي تسمى الأصول الأساسية . تهدف إلى توفير الحماية لجميع المتعاملين الاقتصاديين، ضد المخاطر التي تحيط بعملية تجارية أو مالية يتم تنفيذها في المستقبل للأسباب يصعب التحكم فيها<sup>4</sup> و تعرف بأنها:

- " عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها".<sup>5</sup>

-و عرفت أيضا بأنها " عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، و لكنها لا تتطلب استثمار لأصل المال في الأصول، و كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد و التدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري".<sup>6</sup>

-و جاء في تعريف آخر أنها: " أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة، و التي يمكن من خلالها شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق"، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول و المؤشرات محل التعاقد، و على خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده، و ليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، و تستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض، و تشمل إدارة المخاطر، و التحوط و المراجحة في الأسواق و أخيراً المضاربة<sup>7</sup>.

<sup>3</sup> - تتضمن الهندسة المالية التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية و الأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة و لاستغلال الفرص المالية .  
فالهندسة المالية ليست أداة، بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات (تعريف الجمعية الدولية للمهندسين الماليين)

<sup>4</sup> - Yves Jégourel , Les produits dérivés : outils d'assurance ou instruments dangereux de spéculation, Comprendre les marchés financiers, Cahiers français n° 361, 2011.

<sup>5</sup> - بن رحم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة، أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي " الأزمات المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية"، جامعة سطيف، 2009.

<sup>6</sup> - جباري شوقي و خميلي فريد، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمات المالية العالمية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الدولي حول ( الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي)، عمان، الأردن، 2010.

<sup>7</sup> - نفس المرجع السابق.

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

2- أسواق المشتقات<sup>8</sup>: و هي الأسواق التي يتم فيها تداول عقود المشتقات و تكون أسواق المشتقات إما أسواقا منظمة أو غير منظمة.

● **السوق المنظمة:** وتعرف أيضا بالسوق الآجل للبورصة، وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات كتلك المتعلقة بالتسليم والتسوية والحد الأقصى لعدد عقود المضاربة الذي يمكن أن يحوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل. إضافة إلى أن السوق المنظمة تكون مجهزة بغرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود وتضمن تغطية مخاطر الطرفين، وتتحقق هذه التغطية من خلال هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد تتراوح بين 3 إلى 5 % تودع لدى غرفة المقاصة . للإشارة فانه لا يتم التعامل في هذه السوق إلا من طرف متعاملين معتمدين تحكمهم قواعد التداول المحددة من طرف هذه البورصة.

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

3 - خصائص المشتقات المالية<sup>9</sup>: تتميز المشتقات المالية بالخصائص التالية:

● **إنها ذات طبيعة خارج الميزانية:** فعلى حين يتم إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية (مثل الأسهم و السندات) داخل الميزانية كأصول و خصوم بحيث يكون من السهل التعرف على أرصدها المثبتة و تتبع أية تغييرات فيها، فإن الوضع يختلف بالنسبة للأدوات المالية المشتقة حيث لا يتم إثباتها داخل الميزانية مما يجعل المجال مفتوحا للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة إلى مخاطر ضعف الرقابة عليها.

<sup>8</sup>-محمود سحنون، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، المؤتمر العلمي الحادي عشر بعنوان "الأزمة الاقتصادية المعاصرة، أسبابها، علاجها و تداعياتها" كلية الشريعة، جامعة جرش، الأردن، ديسمبر 2010.

<sup>9</sup>-هبة محمود الطنطاوي الباز، التطورات الحديثة في الصناعة المصرفية و إستراتيجية عمل البنوك في مواجهتها، القصر للطباعة و الدعاية و الإعلان، مصر، 2006، ص26.

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

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

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

4- **أهمية المشتقات المالية:** تختلف أهمية المشتقات المالية بحسب مستعمليها الذين ينقسمون إلى متحطين و مضاربين و مراجحين فلكل منهم هدف خاص به، لتحقيقه المشتقات المالية حسب الغرض المرجو منها، فهي ذات أهمية يمكن إيجازها فيما يلي :

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

● **مصدر لتحقيق إيرادات:** يمكن استخدام المشتقات لتخفيض تكاليف التمويل، و لزيادة بعض الموجودات أو الأدوات. فلقد أصبحت الأدوات المشتقة مصدراً مباشراً و منتظماً لإيراد العديد من المؤسسات المالية المصرفية و المالية الأخرى، و ذلك من جراء قيام هذه المؤسسات بنشاطات عدة في مجال صناعة الأسواق، أي الدخول في صفقات مع العملاء و غيرهم من المتعاملين في أسواق المشتقات مع الاحتفاظ دوماً بمراكز متوازنة للمحافظ المالية للاستفادة من إيرادات الرسوم الناتجة عن عروض مواتية للأسعار<sup>10</sup>.

● **استكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر:** من أبرز وظائف عقود المشتقات كذلك تزود المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ

<sup>10</sup>- هبة محمود الطنطاوي الباز، مرجع سابق، ص 27.

التسليم، لذا يقال إنها أداة جيدة لاكتشاف السعر أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

- **تؤدي إلى تحقيق مستوى عال من الكفاءة في سوق المال:** فالكفاءة تعني القيام بعمل أفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة و الوقت و الربحية، حيث تمكن المشتقات المالية من تخفيض تكاليف التمويل و تحقيق ربحية من خلال المراجعة فيما بين الأسواق الحاضرة و أسواق المشتقات.

#### 5-أنواع المشتقات المالية:

تتميز عقود المشتقات بالمرونة العالية و التنوع الكبير، فلا يمكن حصر جميع أنواعها، و اختصارا يمكن تصنيفها إلى عقود رئيسية أو كلاسيكية أو ما يعرف بالجيل الأول، و عقود هجينة و غريبة أو مشتقات الجيل الثاني.

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

- **أ- عقود الخيارات: options** هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل مالي أو حقيقي أو عملة... خلال فترة محددة أو تاريخ معين لاحق في المستقبل بسعر يتم الاتفاق عليه حين التعاقد و يسمى بسعر الممارسة، وذلك نظير دفع علاوة للبائع، و الذي يطلق عليه محرر الاختيار، عند تحرير العقد، و لا تكون هذه العلاوة قابلة للرد سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه.
- و تنقسم عقود الخيارات حسب تاريخ التنفيذ إلى خيارات أمريكية بمعنى أن مشتري الخيار له الحق في التنفيذ في أي وقت خلال الفترة الممتدة منذ تاريخ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لإنهائه. و إلى خيارات أوروبية حيث يكون التنفيذ غير مسموح به، و لا يتم إلا في تاريخ إنتهائه.
- و تنقسم عقود الخيارات حسب طبيعة العقد إلى <sup>11</sup> :

✓ **حق خيار البيع: put options** هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول و يسمى محرر العقد أو البائع للطرف الثاني ( المشتري) الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم بيعه و ذلك في تاريخ مستقبلي محدد و بسعر يحدد مسبقا في العقد، و مقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى علاوة، أو سعر الخيار، و بطبيعة الحال فإن المشتري سوف يدفع العلاوة للحصول على حق الاختيار، كما أنه سوف يبيع الأصل محل العقد إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

✓ **حق خيار الشراء: Call options** وهو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول و يسمى محرر العقد أو البائع للطرف الثاني ( المشتري) الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه و ذلك في

<sup>11</sup>- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية ( المفاهيم، إدارة المخاطر ، المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2001. ص 43 و 44.

تاريخ مستقبلي محدد و بسعر يحدد مسبقا في العقد، و مقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى بالعلاوة، أو سعر الخيار و بطبيعة الحال فإن المشتري سوف يدفع العلاوة للحصول على حق الاختيار، كما أنه سوف يشتري الأصل محل العقد إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

● **ب- عقود المبادلات: SWAPS** وهي اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية<sup>12</sup>، و عقود المبادلة هو عقد ملزم للطرفين و لا يتم تسويتها دفعة واحدة بل هي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية قد تكون شهرية، ثلاثية، أو نصف سنوية... وتتميز أسواق المبادلات بأنها توفر مرونة كبيرة للمتعاملين فيها، بحيث أنها تسمح لهم بإبرام و تصميم عقود تناسب أي طرفين دون الالتزام بشروط محددة كونها تتم في الأسواق غير المنظمة أو تحت المنضمة (over-the counter)، أين تتم العقود بسرية مطلقة بين الطرفين، كما أنها لا تخضع لرقابة السوق المنظمة (البورصة).

● **أنواع عقود المبادلات:** هناك أنواع عديدة لعل أهمها:

✓ **عقود مبادلة أسعار الفائدة:** هي عبارة عن تلك العملية التي يتم بموجبها الاتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات فائدة ثابتة خلال وقت معين مقابل مدفوعات فائدة متغيرة أو معومة على مبلغ محدد بعملة معينة دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ (أي أن المبادلة تتم على الفوائد فقط و ليس المبلغ الأساسي).<sup>13</sup>

✓ **عقود مبادلة العملات:** تتضمن تبادل قرض بعملة معينة بقرض آخر بعملة مختلفة بما في ذلك مبادلة كل من مدفوعات الفائدة و أصل القرض، أي إنها عبارة عن مبادلة عقد شراء (أو بيع) حاضر للصرف الأجنبي بعقد آخر متزامن لبيع (أو شراء) أجل للصرف الأجنبي بنفس القيمة، أي إبرام عقدين لهما نفس القيمة و، أي إبرام عقدين لهما نفس القيمة متضادين.<sup>14</sup>

● **ج- العقود الآجلة: Foward contracts** : العقود الآجلة هي مشتق بسيط نسبيا مقارنة بعقود المستقبلات ، حيث إنها عقود يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه وقت التنفيذ يسمى سعر التنفيذ، لكن في مثل هذه العقود قد يتفق على دفع قيمة العقد عند التعاقد أو يتم دفع جزء والباقي يؤجل حتى تاريخ التسليم، كما يتفق الطرفان على الكمية

<sup>12</sup> - نفس المرجع ، ص 213.

<sup>13</sup> - هبة محمود الطنطاوي الباز، مرجع سبق ذكره، ص 33.

<sup>14</sup> - هبة محمود الطنطاوي الباز، نفس المرجع السابق، ص 33.

وطريقة وكيفية تسديد العقد مما يبين الطابع الشخصي لهذا النوع من العقود، حيث يحدد الطرفان شروط العقد بما يلائمهما، الأمر الذي يدل على أنه:<sup>15</sup>

- لا توجد سوق ثانوية لهذا النوع من العقود؛ لأنها عقود شخصية.
- عند إبرام العقد لا يمكن إلغاؤه، مما ينطوي عليه مخاطر عدم القدرة على التسليم.
- يكون السعر ثابتاً في العقد الآجل خلال مدة العقد، خلافاً لعقود المستقبلية فإنها تخضع للتسويات، و يتم تعديل قيمتها وفقاً لسعر التسوية.

● **د-العقود المستقبلية: futures contracts** هي اتفاق بين طرفين لشراء أصول أو بيعها في وقت مستقبلي بسعر معين ويتم تداولها عادة في البورصة. ولجعل التداول ممكناً، تحدد البورصة ميزات موحدة معينة لهذه العقود. وبما أن الطرفين المتعاملين بالعقد ليس بالضرورة يعرفان بعضهما البعض، فإن البورصة توفر أيضاً آليات تعطي الطرفين الضمان بأنه سيتم الوفاء بالعقد.<sup>16</sup> و تتميز بالخصائص التالية:

- هي عقود نمطية يلتزم بمقتضاها البائع و المشتري بإجراء تبادل محل العقد في تاريخ محدد في المستقبل و بسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد، ما يتيح وجود سوق ثانوي لها.
- إن طرفي التعامل غالباً لا يعرفان بعضهما البعض، و بالتالي لا يدخلان مباشرة مع بعضهما البعض في التعامل، وإنما عن طريق غرفة المقاصة التي تعمل كمشتري أو كبائعة دون أن تنافس أياً من المشتريين أو البائعين، فهي تعمل إذن على توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وتحقيق الاستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين وضمان إنجاز العقود بكفاءة.<sup>17</sup>
- يتطلب المتاجرة في المستقبلية إيداع هامش مبدئي لدى غرفة المقاصة كضمان لاستفاء الأطراف بالتزاماتهم، ويحدد الهامش حسب ظروف السوق وسلوكيات المستثمر، و يمكن استرداده كاملاً في حالة تنفيذ العقد.

✓ **أنواع المستقبلية:** يتم التعامل في العقود المستقبلية التالية:<sup>18</sup>

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

<sup>15</sup>- نفس المرجع السابق.

<sup>16</sup>- John c.hull , options,futures,and other derivatives,8th edition,2012.p07.

<sup>17</sup>- بياس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل بالمشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول " الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية" جامعة سطيف، أكتوبر 2009.

<sup>18</sup>- بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي حول " الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية" جامعة سطيف، أكتوبر 2009.

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

**5-2- الأنواع الأخرى للمشتقات المالية:** إن تعدد الحاجة و تطورها جعلت من أسواق المشتقات المالية تعرف نموا سريعا، فلم يكتف مهندسوها بالعقود الرئيسية السابقة الذكر و إنما تم استحداث أدوات جديدة من معقدة إلى أكثر تعقيدا ، ابتداء من 1990 و من غير الممكن حصر جميع الأنواع و إنما نستعرض أكثرها انتشارا و تتمثل في :

● **أ- عقود المشتقات الهجينة: hybrides** هي عبارة عن مزيج لعدد من عقود المشتقات على نفس الأصل. كأن يقوم المستثمر بشراء خيار الشراء والبيع على نفس الأصل و بنفس سعر التنفيذ لتحويل الخطر إلى ربح ، و غيرها من العقود الذي تمزج بين الخيارات و المبادلات و الخيار على العقود الآجلة...

● **ب-عقود المشتقات الغريبة exotiques:** قد نشأت هذه الأنواع كثمار للتجديدات المالية الموجهة لرفع عدد العملاء المحتملين، وكذا لتحوط في السوق و أحيانا من أجل الضرائب و المحاسبة و التشريعات، استجابة لطلب مسيري صناديق التحوط و المؤسسات المالية بحصول على منتجات جذابة و غريبة، و أحيانا يتم تصميمها لتعكس وجهة نظر حول الحركات المستقبلية المحتملة في متغيرات السوق. و هي كثيرة و لعل أشهرها الخيارات الغريبة<sup>19</sup>.

● **ج -مشتقات القروض:** هي عمليات تتم في سوق عقود المفاوضات بالتراضي أو الأسواق غير المنظمة ، وهي عقود مشتقة تسمح بالحماية من خطر القرض<sup>20</sup> للأصل محل التعاقد و قد يكون هذا الأصل، سندا قرضا بنكيا أو مبادلات . و قد ظهرت في التسعينات لتوفير حماية أكبر للبنوك ضد خطر القرض، فهي تسمح للبنوك من التخلص من خطر التمويل. و أشهر أنواع مشتقات القروض و هي كثيرة جدا ومعقدة و لعل أبسطها و أكثرها تداولاً<sup>21</sup>:

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

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

<sup>19</sup> -للتعرف أكثر على أنواعها يمكن الرجوع لـ John c.hull ,options,futures,and other derivatives حيث تناول 14 نوعا من الخيارات الغريبة و نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر: lookback options بمعنى الرجوع إلى الماضي، حيث تسمح هذه المنتجات بعدة أسعار تنفيذ و في تاريخ الاستحقاق حازمها يستطيع اختيار سعر التنفيذ الأفضل و على هذا فإنها تكون على أصل خطر جدا و متقلب.

<sup>20</sup> -المقصود به هنا مزيج خطر عمز أحد الطرفين و تكلفة هذا العجز المحتمل.

<sup>21</sup> -وأهم المبادلات التي تسببت في حدوث الأزمة المالية العالمية و فيه العديد من الأنواع منها غير المغطاة ; cds naked... الخ

على أساس قيمة الصفقة، و الطرف الآخر (بائع الحماية ضد الخطر عدم القدرة على السداد) يكون مستعدا للدفع المحتمل في حالة عدم القدرة على السداد (أو في حالة أي حادث آخر مرتبط بالقرض تم تحديده مسبقا) لطرف أو عدة أطراف<sup>22</sup>.

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

**ثانيا: الأزمات المالية العالمية الحالية و علاقتها بالمشتقات المالية:** إن الأزمات و التقلبات و النمو و الركود هي ميزات النظام الاقتصادي الرأسمالي، التي يصعب التنبؤ بها و لا يمكن التخلص منها، في كل مرة يحاول الاقتصاديون تفسير أسباب الأزمة الحاصلة لمحاولة اجتنابها مستقبلا، و قد شهد الاقتصاد العالمي العديد من الأزمات التي تختلف أسبابها و تداعياتها في كل مرة، و لعل الأزمة المالية العالمية الشهيرة بأزمة الرهن العقاري الأمريكي أو أزمة " subprime " أكبر الأزمات من حيث الحجم و الامتداد و الخسائر. فهناك إجماع على أن الأزمة بدأت في السوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية أحد الأجزاء المهمة و الكبيرة في القطاع التمويلي الأمريكي، ثم انتقلت إلى بقية النظام كالعدوى من خلال شبكة معقدة من المشتقات المالية المترابطة و التي كان من الصعوبة تسعير درجة المخاطر فيها مما أدى إلى غموض و عدم التأكد في اتخاذ القرارات مما أدى إلى خسائر قدرت بالمليارات الدولارات. فقد تطور سوق الرهن العقاري إلى درجة كبيرة ، حيث ارتبط بأسواق لمشتقات مالية موروقة، وقد أدى نزول الأسعار إلى انفجار الفقاعة<sup>23</sup> مما أدى إلى هبوط أسعار العقار و انهارت معه قدرة المقترضين من الأفراد و الشركات على سداد ديونهم.<sup>24</sup>

1- **الأزمة المالية العالمية:** تعتبر الأزمة المالية لسنة 2008 الأخطر في تاريخ الأزمات، خاصة بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها و التخفيف من آثارها بشكل سريع و فعال، و تأتي خطورة هذه الأزمة من كون انطلاقتها من اقتصاد الولايات المتحدة الذي يشكل قاطرة النمو في الاقتصاد العالمي، فاقصادها هو الأكبر في العالم بحجم يبلغ حوالي 14 تريليون دولار ، و تشكل التجارة الخارجية لها أكثر من 10% من إجمالي التجارة العالمية، و من ناحية أخرى تحتل السوق المالية الأمريكية موقع القيادة للأسواق المالية العالمية، لذا فإن أية مخاطر تتعرض لها هذه السوق تنتشر

<sup>22</sup> -محسن سميرة، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006، ص 92.

<sup>23</sup> -أو ما يعرف بأزمة السوق المالية، حيث سرعان ما تنفجر فتؤدي إلى تدهور مؤشرات الأسواق المالية و يصاب أصحاب الأوراق المالية بالذعر، فيقومون ببيع أوراقهم المالية حتى بأدنى الأسعار.

<sup>24</sup> -وشاح رزاق، الأزمة المالية الحالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009، ص 29.

آثارها إلى باقي الأسواق المالية الأخرى بسرعة كبيرة.<sup>25</sup> ويرجع حدوث هذه الأزمة إلى أسباب عديدة يمكن تلخيصها فيهما يلي:

1-1-

**وفرة السيولة:** شهد النظام المالي السائد قبل الأزمة المالية وفرة في السيولة<sup>26</sup> لعدة سنوات، مما جعل البنوك تطور منتجات معقدة و تستثمر فيها دون حتى التفكير في كونها قد تتحول إلى أصول يصعب تسيلها، كما لم تتصور أن الالتزامات المسجلة خارج الميزانية يمكن أن تشكل مسحوبات لدى البنك، كون هذه الفترة تتوفر على سيولة كبيرة، فتوجد العديد من الالتزامات المشروطة غير المستخدمة، هذه الوضعية بينت ضعف إدارة المخاطر التي كانت تعتمد على مجموعة بيانات لا تأخذ بعين الاعتبار فترات الأزمة. بالنسبة للأسواق المالية فهي منذ زمن طويل تتوفر على سيولة، الأمر الذي جعل البنوك لا تتوقع جفاف في هذه الأسواق كأحد سيناريوهات للأزمة، فلم تأخذ بعين الاعتبار أن تفاعل مخاطر الائتمان، السوق و السيولة نادرا ما يؤدي إلى فترة طويلة من أزمة السيولة، كل هذه العوامل مجتمعة أظهرت أن الاحتياطات النقدية للبنوك لم تكن كافية لمواجهة الأزمة المالية المعاصرة، الشيء الذي استدعى في نهاية الأمر البنوك المركزية لضخ أموال ضخمة كمحاولة لحل المشكلة. في المرحلة الأولى للأزمة طرح مشكل نقص السيولة في الأسواق بمحده، إلى درجة اختفاء بعض الأسواق و تعدى الأمر حتى للأسواق الجيدة أو الموثوق بها كسوق ما بين البنوك<sup>27</sup>.

1-2-

**كفاية رأس المال \_ Adéquation des fonds propres:** بينت الأزمة أنه لم يتم تقدير المخاطر بطريقة سليمة من قبل المؤسسات المالية خلال السنوات السابقة حيث حققت فيها أرباحا ضخمة وصلت أحيانا إلى مستويات قياسية. حيث بمجرد حدوث الأزمة المالية تكبدت هذه المؤسسات خسائر مرتفعة بسبب ضعف رؤوس الأموال، فتغيرت بذلك قدرتهم على الإقراض و اضطر العديد منهم إلى إعادة بناء قاعدتهم الرأسمالية، فقد أصبح من الضروري جدا وضع خط دفاع صلب من رأس المال لامتصاص الخسائر غير المتوقعة، وكانت من بين متطلبات بال2 تكوين احتياط أو ما يعرف بالوسادة " coussin " من رأس المال للقيام بالنشاطات ذات المخاطر المرتفعة<sup>28</sup>.

<sup>25</sup> -الجوزي جميلة، أسباب الأزمة المالية و جذورها، مؤتمر "الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي و الاسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 2009.

<sup>26</sup> -التي كان أغلبها خارجية، كنتيجة للارتفاع الكبير في احتياطيات الصرف لدى البنوك المركزية في البلدان الناشئة (خاصة الصين) و البلدان المصدرة للمواد الخام (الفواض النفطية).

<sup>27</sup> - Nout Wellik, au-delà de la crise :la réponse stratégique du comité de Bâle, revue de la stabilité financière ;n°13, banque de France, septembre 2009, pp(133-141).

<sup>28</sup> -Ibid.

### 1-3- نموذج "octroi puis cession" أو - (originate-to-distribute)

<sup>29</sup> OTD) لمواجهة ضغط المديونية المتزايدة تبنت العديد من البنوك الدولية نموذج OTD الذي تم استعماله لتحويل مختلف مخاطر السوق المتعلقة بقروض Subprime، حيث قامت البنوك بتوزيع ديونها بالاعتماد على وسطاء ماليين متخصصين و منفصلين عنها قانونياً، ليقوموا بتوزيع أو بيع الديون المورقة للمستثمرين بدل الاحتفاظ بها بميزانيتها. المشكل الأساسي المرتبط بنموذج OTD هو الحوافز، فبدل تحليل مقدرة المقترض على تسديد القرض، راحت العديد من البنوك تمنح قروض عقارية بأحجام كبيرة و قامت بتسجيل العملات المقبوضة من جراء هذه العملية كمداخيل. فالعديد من البنوك اختارت عدم استثمار الوقت و الإمكانات المتوفرة في إنجاز تحاليل عميقة للقرض و ضمانته لأن هناك متدخلاً آخر سيقوم بشراء حقوق الرهن العقاري. غير الكثير من البنوك التي كانت لها فوائد من التوزيع لم تتمكن من تسيير مخاطرها. لم يتحل المستثمرون باليقظة اللازمة (بدل عناية) اتجاه منتجات مهيكلية تتميز بتصنيف جيد، معتمدين على الأشخاص المانحين للقرض (الأصليين) و على الذين يهيكلون القرض (توريقه)، و الذين لم يؤدوا مهامهم على أحسن وجه، فقط منح المستثمرين ثقة مبالغ فيها في إدارة المخاطر المالية و أحكام وكالات التصنيف، و كذا قدرات النماذج المالية الحديثة و تنوعها. أدت التصنيفات الممنوحة لمختلف المنتجات المهيكلية إلى تعزيز عملية OTD لأن معظم المستثمرين منحها ثقة عمياء دون تقدير جودة الأصول الأساسية. فقد حازت بعض الشرائح على تصنيف <sup>30</sup> AAA من قبل وكالات التصنيف التي نشرت 200 نقطة أساسية مقارنة بمعدل لا خطر، بعض المستثمرين كانوا على وعي بعدم تجانس التصنيف AAA لكن لم يتصوروا حجم المخاطر التي تتجاوز تلك التي أخذت بعين الاعتبار أثناء التصنيف، من جهة أخرى التصنيفات لم تعتمد على مقاييس موثوق بها لقياس درجة مخاطر محافظ الرهن العقارية حيث لم تدرج مخاطر التقلبات، السيولة، السوق و الارتباط. على الرغم من أن OTD له عدة مزايا و يمكن المساهمة في السيولة و يزيد من كفاءة النظام المالي، فإن الأزمة بينت بوضوح بأنه ينبغي استخدام نموذج OTD بمزيد من الاحتياطات. على اعتبار أن وفرة السيولة تشكل مبدأ أساسياً لهذا النموذج فقد كشفت الأزمة عن صعوبات بالغة و نتائج مدمرة جراء سوء الاستخدام و قلة السيولة في أسواق رؤوس الأموال.<sup>31</sup>

<sup>29</sup> - يقوم هذا النموذج على فكرة منح القروض (originate) ثم إخراجها من الميزانية و توزيعها على عدد كبير من المستثمرين في

السوق (distribute) و بالتالي توزيع الأخطار بشكل متساوي على كافة المتعاملين.

<sup>30</sup> - التصنيف الائتماني عبارة عن رأي متخصص حول الملاءة المالية للطرف المقابل ومدى استعداده في الوفاء بالديون و AAA يعني أعلى مستويات الجودة (احتمال 2% حالة

عدم التسديد).

<sup>31</sup> - Nout Welik, op cit.

#### 1-4- ضعف النظام الرقابي و غياب الشفافية و عدم تماثل المعلومات: ظهر القطاع البنكي شديد

التفاؤل في ظروف اقتصادية ملائمة. فمن الصعوبة إعطاء تحليل صحيح و حكم حذر في ظل منافسة شديدة لتحقيق أرباح خيالية، فالحاجة لتحقيق أرباح مهمة في الأجل القصير ساهمت في حدوث الأزمة، هذه الاعتبارات قصيرة النظر أدت إلى دفع مكافآت سخية للموظفين مع إهمال المخاطر المستقبلية التي ستلحق بالبنك. هذه الحوافز أدت إلى المجازفة في تضخيم المخاطر و تحديد النظام المالي العالمي تاركة المؤسسات المالية بموارد غير كافية لامتناع الخسائر عند حدوث الخطر<sup>32</sup>.

كما أن البنوك التجارية في معظم الدول تخضع لرقابة دقيقة من طرف البنوك المركزية في حين تضعف هذه الرقابة أو تنعدم في مؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار و صناديق التحوط، و سمسرة الرهون العقاري و غيرها.

#### 2- المشتقات المالية و ارتباطها بالأزمة المالية العالمية: لقد مهد للأزمة المالية بيئة تنظيمية و تشريعية

تناسبها، فسوق مشتقات الائتمان كان شبه معدوم في أواخر تسعينات القرن العشرين، لكنه نما بدرجة عالية بعدما أقر الكونغرس الأمريكي تشريعا عام 2000 Commodity Futures Modernization Act (بمنع تنظيم و تقييد أسواق المشتقات ولهذا السبب لا توصف مشتقات الائتمان في العقود والوثائق القانونية بالتأمين (insurance)، مع أنها كذلك في الحقيقة، لأنها في هذه الحالة ستخضع لقوانين التأمين، بل توصف بأنها مقايضة (swaps) لتتمتع بحماية هذا التشريع و سبق في 1999 صدور تشريع آخر (Gramm-Leach-Bliley Act) يسمح للبنوك التجارية بالدخول في سوق الأوراق المالية و السمسرة، و هكذا أصبح الباب مفتوحا على مصراعيه لأهم المؤسسات المالية و هي البنوك لتغامر بأخطار الأدوات المالية و هي المشتقات المالية.<sup>33</sup> و قد تم الاعتراف على نطاق واسع بأن عقود مبادلة التعثر عن السداد CDS لعبت دورا أساسيا في الانهيار.

#### 2-1- حجم سوق المشتقات المالية: من أهم أسباب الأزمة المالية العالمية هو نمو الاقتصاد الافتراضي أو

الوهمي المتمثل في المشتقات المالية على حساب الاقتصاد الحقيقي، فالإقتصاد الافتراضي وصل إلى ما يراوح 12 ضعفا و 15 ضعفا للإقتصاد الحقيقي، في أكتوبر 2008، بلغت القيمة التقديرية للتداول غير المنظم خارج البورصة بحوالي أكثر من 600 تريليون دولار في مواجهة إقتصاد حقيقي لا يتعدى 48 تريليون دولار. و قد بلغ حجم التداول في مبادلة التعثر عن السداد CDS عند نهاية ديسمبر 2007 حوالي 57.894 مليار دولار أمريكي، ووصل في النصف الأول من 2008 إلى 57.325 مليار دولار

<sup>32</sup> -Nout Wellik, op cit.

<sup>33</sup> -سامي السويلم، أسلحة الدمار الشامل. متاح في موقع الدكتور سامي السويلم بالرابط التالي: تاريخ الاطلاع 2001/12/30.

<http://suwailem.net/NewsDetails/WEAPONS-OF-MASS-12>

أمريكي ، بينما انخفض في النصف الثاني من 2008 ليصل في ديسمبر 2008 إلى 41.868 مليار دولار أمريكي.<sup>34</sup>

2-2- دور مبادلات التعثر عن السداد في إضعاف سوق الرهن العقاري: لقد زادت المخاطر الناجمة عن التوريق في سوق CDS ، حيث إن توريق قروض الرهن العقاري تطورت لدمج سندات الرهن العقاري المدعومة البسيطة MBS داخل التزامات الدين المضمونة CDO المعقدة للغاية. وشكلت التزامات الدين المضمونة هذه لتجميع أعداد هائلة من سندات الرهن العقاري MBS في شرائح صممت نظريا لتوزيع المخاطر و تقديمها لأولئك الذين يرغبون في الاستثمار في الرهون العقارية عالية المخاطر، و قد تفاقم الموقف لأنه في غياب التداول لم تكن هناك أسعار للسوق تستخدم كمقياس مرجعي و لا أية طريقة لتحديد قيمة مختلف شرائح المخاطر، نتيجة لذلك توقفت صناديق المضاربة عن التداول و لم تعد هناك أسواق للالتزامات المهيكلية المضمونة بقروض CDO و ما يتصل بها من أسواق مشتقات الائتمان. و لم يتمكن مصدرو CDO من بيع ما لديهم من رصيد و توقفوا عن إجراء إصدارات جديدة. في ظل غياب المشترين عن السوق الثانوية لم يتمكن مصدرو القروض العقارية الثانوية من بيع القروض التي أبرمها الأمر الذي جعلهم في وضعية صعبة. بدورها البنوك قامت بسحب التمويل منهم، فعجز المصدرون عن تحمل رصيد القروض المتراكمة لديها، و توقفوا عن منح قروض جديدة. و قدم بعضهم طلبات للحماية من الإفلاس.<sup>35</sup>

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

3-1- مؤسستا (فاني مي)<sup>36</sup> و ( فريدي ماك)<sup>37</sup> Fannie mae & Freddie mac :  
المؤسستان تمتلكان ما يقارب 12 تريليون دولار من قروض الإسكان في الولايات المتحدة،

<sup>34</sup>- بنك التسويات الدولية، التقرير السنوي 2008، انظر الموقع [WWW.BIS.ORG](http://WWW.BIS.ORG) تاريخ الإطلاع 2014/01/14.

<sup>35</sup>- جبار محفوظ، نوال بوعكاز، الحدود العملية لمنتجات الهندسة المالية خلال الأزمة المالية العالمية 2008، بحث مقدم في إطار، الملتقى

الدولي الثاني: حول الأزمة الاقتصادية الراهنة و تأثيرها على اقتصاديات شمال أفريقيا، جامعة تبسة، 2013، ص 10.

<sup>36</sup> - أنشئت مؤسسة الرهن القومية الفيدرالية فاني ماي عام 1938 لتقديم القروض مباشرة للراغبين في الحصول على قروض إسكان، و قد أثبتت هيئة المؤسسة نجاحها إلى حد ما في التقليل من آثار مخاطر السيولة و السوق، ثم استحدثت في 1968 مؤسسة أخرى عرفت ب جيني ماي للإشراف على الرهون العقارية المضمونة من قبل الحكومة، و قامت في نفس الوقت بخصخصة ما تبقى من مؤسسة فاني ماي في 1970، قامت جيني ماي بتوريق القروض التي يجوز لها تداولها في السوق الثانوية ل يتم نقل مخاطر السوق إلى المستثمرين الذين يقدمون على شراء هذه الأصول.

سيطرتا على سوق القروض العقارية الأمريكية، إلى غاية 2003 أين دخلت البنوك الاستثمارية المنافسة في هذه السوق، واستحدثت أدوات و وسائل تمويل غير مسبقة تمكنها من مد التمويل إلى فئات من الناس ذات ملاءة ائتمانية ضعيفة و في نفس الوقت الحصول على أرباح كبيرة، ولمواجهة هذه المنافسة الشرسة قامت المؤسسات بالوقوع في فخ المنتجات السامة التي وضعتها على حافة الإفلاس، وفي 07 سبتمبر 2008 وضعت الخزنة الأمريكية كل من "فاني ماي" و "فريدي ماك" تحت وصايتها طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 100 مليار دولار، و ذلك لأن انهما يعني تكبد الاقتصاد الأمريكي خسائر تعادل تقريباً الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة.

3-2- أزمة بنك بير ستيرن **Bear Streans**: يعتبر بنك بير ستيرن خامس أكبر بنك استثماري في وول ستريت أنشأ عام 1923 برأسمال 500 مليار دولار، في جويلية 2007 أعلن إفلاس صندوقين للتحوط متخصصين في مشتقات القروض و الاستحواذ عليه من قبل J.p morgan<sup>38</sup> في 23 مارس 2008 بمساعدة البنك الفدرالي الأمريكي بقرض 30 مليار دولار، بمقابل سعر زهيد للغاية 10 دولارات للسهم بعد أن كان قد عرض 2 دولار للسهم في 17 مارس<sup>39</sup>، لكن المساهمين رفضوا ذلك بعد أن كان السهم يساوي 133 دولار، وقد كان إفلاس البنك بسبب الرهون العقارية التي أثقلت محفظته الاستثمارية.

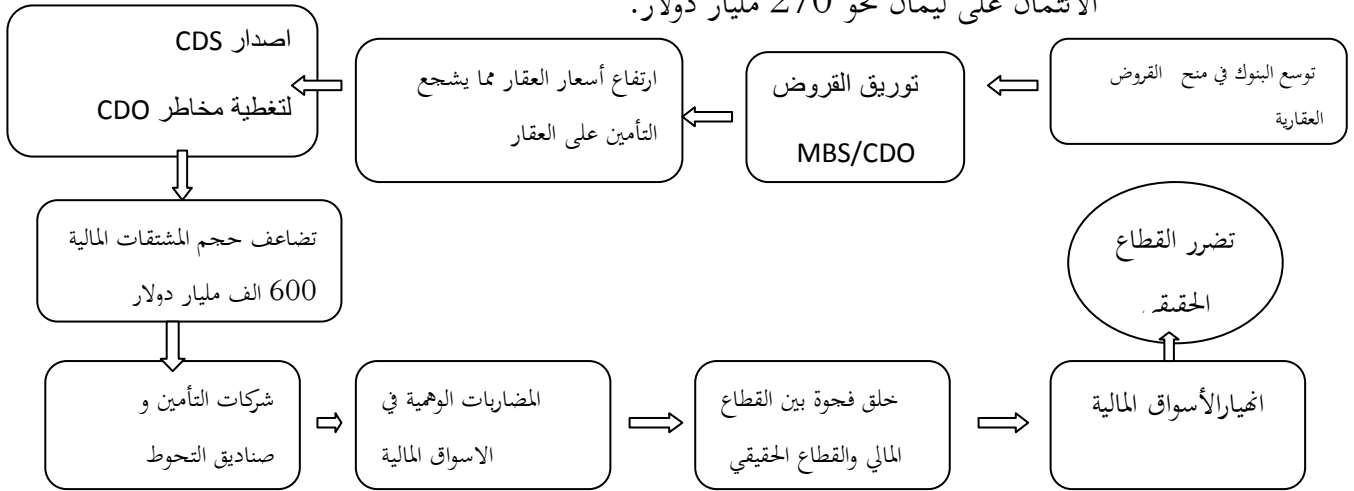
3-3- أزمة بنك ليمان براذرز **Lehman Brothers**: تأسس بنك ليمان براذرز في عام 1850 ونمى بعد ذلك كواحدة من شركات وول ستريت الاستثمارية العملاقة، وقد بدأ الانهيار البطيء للبنك حينما تكشف أزمة سوق الرهن العقاري في صيف عام 2007، حيث أخذت أسهم البنك في التراجع بشكل مطرد من ذروة بلغت 82 دولارا للسهم. هذه المخاوف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

<sup>37</sup> في 1970 تم استحداث الشركة الوطنية للرهن العقاري فريدي ماك لغرضين هما : توريق القروض العقارية التقليدية و توفير منافسة لهيئة فاني ماي، مع مرور الوقت تقاربت النماذج الاقتصادية للمؤسسات ووفرت معا تمويلا هائلا للقروض العقارية، سواء عن طريق شراء القروض العقارية المتوافقة و الاحتفاظ بها أو تحويل مبالغ كبيرة إلى سندات مضمونة بقروض عقارية.

<sup>38</sup> أكبر البنوك الأمريكية حاليا تأسس سنة 1799، فاقت قيمته السوقية 145 مليار دولار سنة 2007، و قد كان من المؤسسات القلائل التي استطاعت تجاوز الأزمة.

<sup>39</sup> -Andrew felton and carmen m.reinhart, the first globale Financial crisis of 21st Century part II june-december 2008,centre for economic policy research.2009.p372.

2008 بديون تجاوزت عند انهيائه 600مليار دولار، في حين بلغت قيمة عقود مبادلة خسائر الائتمان على ليمان نحو 270 مليار دولار.



الشكل رقم 01: دور المشتقات في إحداث الأزمة المالية العالمية (المصدر: جبار محفوظ و نوال بوعكاز، مرجع ذكر

سابقاً، ص 17).

**ثالثاً: الإصلاحات المالية المعاصرة في سوق المشتقات المالية:** تعتبر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، أشد أزمة تعرض إليها النظام المالي العالمي في تاريخه، و بهدف اجتناب أزمات في المستقبل قد تدفع العالم إلى الجهول، يتفق الجميع على ضرورة تطبيق مجموعة من الإجراءات و الإصلاحات و قد أكد تقرير مجموعة العشرين على ما يلي: جميع منتجات المشتقات المالية غير المنظمة (OTC) يجب أن تكون موحدة المعايير متداولة في منصات منظمة (بورصة) أو المنصات الالكترونية حسب الحالة و يتم تصفيتها من خلال شريك مركزي (CCP<sup>40</sup>) وإن كافة المشتقات المالية التي يتم التداول بها خارج الأسواق الرسمية (OTC) يجب الإبلاغ عنها إلى قواعد معلومات مركزية، وتخضع المشتقات المالية التي يتم تسويتها خارج هذه التدابير إلى متطلبات رأس مال حاسمة.

1- **أهم الإصلاحات المالية في مجال إعادة تنظيم سوق المشتقات المالية:** في إطار إصلاح النظام المالي العالمي الذي تبنته مجموعة العشرين في مؤتمر بيتاسبرغ (Pittsburg) 2009، تعكف العديد من اللجان و المنظمات الدولية على وضع الأطر و المعايير العامة المشتركة تحت إشراف مجلس الاستقرار المالي الذي يقوم بتتبع العملية من خلال رزنامة عمل تمتد إلى غاية 2019، لتكون كل الدول الأعضاء في مجموعة العشرين مستعدة من خلال وضع التشريعات و التنظيمات اللازمة لتطبيق الإرشادات و التدابير المقترحة، و لعل أهم التدابير الموضوعة في هذا المجال مقررات بازل 3 في المجال المصرفي، و المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية و البورصات (OICV).

1-1 **الإصلاحات وفق مقررات بازل 3 :** أدركت لجنة بازل أن وجود قاعدة صلبة لرأس المال تعتبر شرط ضروري لوجود قطاع بنكي قوي، لهذا يجب تعزيز مستوى رأس مال لمواجهة أزمات مالية

<sup>40</sup> -compensées par des contreparties centrales.

مستقبلية، كما يجب تحسن نوعية وكمية رأس المال لتكون أعلى من تلك المنصوص عليها في بازل 1 و بازل 2 بغرض تحقيق الاستقرار المالي في الأجل الطويل .

• المتطلبات الجديدة لرأس المال: تقترح اللجنة ما يلي:

- زيادة 2% إلى 4.5% من متطلبات الحد الأدنى لرأس المال الأساسي<sup>41</sup>
- الاحتفاظ بهامش احتياطي من الأسهم العادية للحفاظ على رأس المال (Capital conservation buffer بنسبة 2.5% من الأصول و التعهدات المصرفية، لمواجهة فترات الضغط المستقبلية، ليصل المجموع إلى 7% في 2017. وبذلك ترتفع نسبة كفاية رأس المال<sup>42</sup> من 8% إلى 10.5% .

- احتياطي مواجهة التقلبات الدورية Un coussin de sécurité (contracyclique) و قد حددت النسبة ب 2.5% لتكملة هامش الاحتياطي لمواجهة التقلبات الدورية، لتصبح بذلك نسبة الملاءة 13% في جانفي 2019.
- نسبة الاستدانة أو الرفع المالي leverage ratio: أدخلت بازل 3 نسبة جديدة لرأس المال تهدف لوضع حد لتزايد الديون في النظام المصرفي حيث تسمح بقياس حجم التزامات البنك نسبة لحجم ميزانيته. النسبة محددة ب 3% من الشريحة الأولى<sup>43</sup>، على أن يتم تحديد النسبة الدنيا ابتداء من 2018.

- قد وافقت اللجنة على التكوين و المعايير التالية لنسبة الاستدانة، و التي يمكن أن تخدم كأساس للاختبار خلال فترة التشغيل الموازية<sup>44</sup>:

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

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

<sup>41</sup> - رأس المال المكتتب و الأرباح غير الموزعة مضافا إليها أدوات رأس المال غير المشروطة بعوائد و غير المقيدة بتواريخ استحقاق، أي الأدوات القادرة على استيعاب الخسائر فور حدوثها.

<sup>42</sup> - عدم احتساب رأس مال الشريحة الثالثة في بازل 3.

<sup>43</sup> - مجموع عروض البنك (الميزانية و خارج الميزانية) لا يمكن أن تتجاوز 33 مرة رأس المال الشريحة 1 للبنوك.

<sup>44</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، الإصلاح المصرفي و مقررات بازل 3، الدار الجامعية، مصر، 2013، ص 319.

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

- **خطر ائتمان الطرف المقابل<sup>45</sup> (countreparty credit risk):** تقوم اللجنة بالتغيرات التالية على معالجة خطر ائتمان الطرف المقابل، بما فيه مقارنة مماثل مكافئ السند (Bond equivalent approach) لاحتساب تعديل تقييم الائتمان (Credit Valuation Adjustment-CVA).

➤ تغيير مقارنة مماثل السند لتناول التحوط، والتقاط المخاطر، والاستحقاق الفعلي، والتسجيل مرتين.

➤ إبقاء تعديل ترابط الأصول (Asset Value Correlation adjustment) لإظهار الخطر الأكبر الداخلي للتعرض لهيئات مالية أخرى و لمساعدة تناول الترابط البيئي (Interconnectedness Issue) و لكن رفع العتبة من 25 مليار دولار إلى 100 مليار.

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

1-2- **اقتراحات المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (OICV):** أصدرت المنظمة (OICV) ثلاثة تقارير مهمة تحتوي على توصيات و معايير لتوفير للمشرعين التوجيهات الضرورية من أجل احترام التزامات مجموعة العشرين G20<sup>46</sup>. و يمكن اختصار هذه التدابير فيما يلي:

➤ **إيجاد مقاصة مركزية لسوق المشتقات المفاوضة بالتراضي (OTC):** إلزام المتعاملين في أسواق المشتقات المالية على التعامل بوساطة غرفة تعويضات أو مقاصة مركزية، حيث تصبح هي الطرف المقابل لكل عملية فهي البائع بالنسبة للمشتري و هي المشتري بالنسبة للبائع، و بذلك ينخفض خطر الطرف المقابل الذي يعرض بخطر إفلاس غرفة المقاصة، الذي يمكن أن يكون كبيرا إلا إذا تركز نشاط المقاصة على جميع عقود CDS، فيصبح من الضروري أن تمتلك هذه الهيئة رأس المال الكافي، لتسيير خطر الطرف المقابل بحذر وذلك بوضع شروط للتعويض أهمها أن تكون

<sup>45</sup> - نفس المرجع، ص 318.

<sup>46</sup> - تقرير تحت عنوان "Rapport sur la négociation des dérivés OTC" منشور في فيفري 2011. تقرير تحت عنوان "International

standards for derivatives market intermediary regulation" منشور في جوان 2012.

تقرير يتعلق ب" الشروط الواجب توفرها من أجل مقاصة إجبارية" منشور في أبريل 2012 تحت عنوان "Rapport sur les conditions préalables à la compensation obligatoire" موقع بنك التسويات الدولي [www.bis.org](http://www.bis.org) و يتضمن 17 توصية من أجل وضع مقاصة إجبارية.

العقود مؤمنة بضمانات جيدة. و يهدف هذا الإجراء إلى<sup>47</sup>: -تعزيز شفافية الأسواق غير المنظمة ( OTC) بتسجيل المعلومات من طرف هذه الهيئة. -اكتساب نظرة عامة عن هذه الأسواق في وقت مبكر لتجنب التجاوزات، مما يزيد من الثقة في المنتجات المالية المشتقة و الكيانات التي تستخدمها. -تجنب الفشل الذي يؤدي إلى الإفلاس من جراء المخاطر النظامية من خلال نظام التعويض المعمم.

➤ **توحيد عقود المشتقات المالية (OTC)**<sup>48</sup>: يساهم توحيد العقود في شفافية و سيولة الأسواق فتوحيد نماذج العقود و مجريات العمليات ضروري لتخضع عقود المشتقات لمقاصة مركزية، و تتداول في البورصة و عبر المقصورات الالكترونية، و كل المعاملات التي لا تخضع للمقاصة المركزية سوف تخضع لمتطلبات رأس مال أكبر.

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

## 2- أهم التشريعات الحديثة لتنظيم سوق المشتقات المالية: استجابة للالتزامات التي وضعتها مجموعة

العشرين في 2009، أصدرت أكبر الدول تشريعات جديدة بهدف إصلاح النظام المالي السائد و ذلك بتطبيق جل المعايير الصادرة عن الهيئات المالية العالمية و على رأسها مقررات لجنة بازل للإشراف و الرقابة المصرفية و مجلس الاستقرار المالي، و أهم التشريعات القانون الأمريكي لإصلاح وول ستريت و حماية المستهلك Dodd-frank و يقابله من الجانب الأوروبي نظام البنية التحتية للأسواق الأوروبية Emir.

### 2-1- إصلاح وول ستريت و حماية المستهلك دود-فرانك: سمي هذا القانون نسبة لواضعيه -chris

dodd و barney-frank تمت الموافقة على القانون من قبل الكونغرس الأمريكي في 12 جويلية 2010 و دخل حيز التنفيذ جانفي 2013، و يشمل على أكبر إصلاح للتنظيم المالي للولايات المتحدة الأمريكية منذ سنوات 1930. و يهدف إلى تمكين المنظمين من السيطرة على مساحات كبيرة من التمويل، كانت في ما سبق لا تخضع لأي تنظيم. و يشمل القانون على مجموعة من التدابير أهمها: -تعزيز صلاحيات البنك المركزي (الاحتياطي الفدرالي). -إنشاء وكالة تابعة لبنك

<sup>47</sup> - <http://lecercle.lesechos.fr/economie-societe/politique-eco-conjoncture/politique-economique/221169091/peut-on-attendre-regulation-des-produits-derives>

، تاريخ الاطلاع 2014/01/05.

<sup>48</sup> -Mark Carney, La mise en œuvre complète du programme de réforme lancé par le G20 en vue de renforcer les marchés des produits dérivés de gré à gré, revue de stabilité financière, banque de France, paris, n°17, avril 2013, p11.

الاحتياطي الفدرالي لحماية المستهلكين للمنتجات المالية- تنفيذ تدابير لإنقاذ المؤسسات المالية الكبيرة "too big to fail"، دون أن يكون ذلك على حساب دافعي الضرائب.- تسجيل صناديق التحوط في لجنة الأوراق المالية و البورصات (SEC)<sup>49</sup>. -إنشاء مجلس مراقبة الاستقرار المالي بهدف:- تحديد المخاطر النظامية التي تؤثر على الاستقرار المالي للولايات المتحدة الأمريكية و المؤسسات المالية المهمة على مستوى النظام.- تقديم توصيات لمعالجة المخاطر النظامية بالإشراف على تطوير نظام المراقبة و تعزيز الرقابة على المؤسسات المالية الكبرى.- تعزيز انضباط السوق.

ينص قانون دود-فرانك على إصلاح شامل في أسواق المشتقات المالية OTC لمنع الأزمات في المستقبل، من خلال فرض شفافية السوق و المعاملات و الحد من آثار الرفع المالي و المخاطر النظامية، و يتوفر على التعديلات التالية<sup>50</sup>: -يفرض آلية التعويض (المقاصة) للمعاملات المالية الأمريكية.-تنظيم موزعين المشتقات المالية و غيرهم من المتعاملين في السوق.-إلزام البنوك بتجزئة الوظائف ذات المخاطر العالية.

-2-2

**قانون البنية التحتية للأسواق الأوروبية EMIR:** القانون الأوروبي الجديد لإصلاح الأسواق المالية الأوروبية نشر في 27 جويلية 2012 من طرف السلطات الأوروبية، و دخل حيز التنفيذ نظريا في 17 أوت 2012 في انتظار صدور النصوص من الدرجة الثانية التي توضح طريقة التطبيق، و بصفة عامة يستجيب هذا القانون للالتزامات التي وضعتها مجموعة العشرين في مؤتمر بيتاسبرغ (Pittsburg) 2009، لتعزيز شفافية أسواق المشتقات المالية و تخفيض خطر الطرف المقابل الذي تحدثه المفاوضات بالتراضي (OTC)، ووضع إطار قانوني متناسق للبنية التحتية للسوق، كضمان لمتانة النظام، و يشمل العديد من المحاور نذكر منها<sup>51</sup>:

➤ **إلزامية تعويض لمشتقات OTC الموحدة عبر المقاصة المركزية:** بحيث يصبح

كل مشارك في العملية له علاقة فردية مع غرفة المقاصة بدون معرفة الطرف المقابل للعملية، و يتم تحديد طرق تسيير الهوامش و إدارة الضمانات ليكون تاريخ بداية 2014 الانطلاق الرسمي لتطبيق لمقاصة المشتقات المالية في أوروبية.

➤ **واجب تسجيل و إبلاغ معاملات المشتقات المالية OTC بالدلائل**

**المركزية:** référentiels centraux و تهدف هذه العملية إلى تكوين قاعدة معلومات مركزية تمكن الهيئات المسؤولة على حماية النظام المالي للاتحاد الأوروبي (ESMA) من التعرف على مختلف الأطراف الفاعلة في السوق في جميع الأوقات. تنقسم المعلومات إلى التعريف

<sup>49</sup> . تاريخ الاطلاع [http://www.epargnesansfrontiere.org/Articles\\_c-9-s-89-i-3132014\\_01/05](http://www.epargnesansfrontiere.org/Articles_c-9-s-89-i-3132014_01/05)

<sup>50</sup> - Julien bourgeois, David ansell, Olivier démas, la réforme financière ; l'approche américaine, revue banque, décembre 2010 ,paris,p61.

<sup>51</sup> -règlement européen des infrastructures de marché, synthèse Emir octobre 2012, consulting global capital markets, paris. Pour plus d'information voir <http://www.capteo.com/>

بأطراف العملية من جهة و خصائص و معطيات العملية من جهة أخرى(نوع المشتقة المالية،تاريخ العقد،...)..

## الخاتمة:

لا تزال المشتقات المالية محل جدل واسع في أوساط الاقتصاديين و رجال المال بين أهميتها البالغة في الاقتصاد الحديث من جهة و تهديدها بفصم الاقتصاد الحقيقي عن الاقتصاد المالي من جهة أخرى، وقد تم التأكيد أكثر على مخاطر المشتقات المالية خلال الأزمة المالية العالمية التي انطلقت في 2007، و لا تزال تداعياتها تعصف باقتصاديات العالم، حيث كانت هذه المنتجات التي تعبر ثمرة الابتكارات المالية التي صاحبت ظاهرة عولمة الأسواق المالية، سببا مباشرة في اندلاع الأزمة بالولايات المتحدة الأمريكية و انتشارها بسرعة في باقي الأسواق العالمية، لتتحول في ما بعد من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية عالمية، كما بينت الأزمة أن المشتقات المالية كانت سببا في انهيار أكبر المؤسسات المالية العالمية، الأمر الذي جعل عملية إصلاح وإعادة تنظيم المشتقات المالية تطرح بقوة على طاولة اجتماعات مجموعة العشرين و ذلك بهدف تحقيق النتائج التالية:

- محاولة تحقيق الأمن و الاستقرار في الأسواق المالية بإخضاع المشتقات المالية النمطية إلى التعويض عن طريق طرف مقابل مركزي CCP.

- إخضاع المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة (OTC) للمقاصة أو التعويض المركزي يسمح بتخفيض المخاطر و تحسين الشفافية. كما يساهم بشكل فعال في زيادة سيولة السوق و يخفف من المخاطر النظامية.

- الالتزام بمقررات بازل 3 المتعلقة بمتطلبات رأس المال و كذا معايير السيولة الدولية، ونسبة المديونية من شأنه أن يحد من مخاطر الطرف المقابل، ويزيد من انضباط السوق.

- يعتبر القانون الأمريكي لإصلاح وول ستريت و حماية و المستهلك والذي يقابله قانون البنية التحتية للأسواق الأوروبية، ثورة في تنظيم الأسواق المالية و أكبر تغيير في صناعة المشتقات المالية منذ تاريخ اختراع المستقبلات المالية.

- رغم صرامة التشريعات الدولية الحديثة و محاولتها لتطبيق المعايير الدولية خاصة تلك التي تصدرها لجنة بازل للرقابة و الإشراف المصرفي، إلا أنها تحتاج إلى دعم عالمي و تطبيق صارم خاصة في ما يتعلق بطريقة التطبيق التي لا بد أن تخضع لمبادئ و قيم أخلاقية، لاجتناب أزمة مستقبلية.

## المراجع:

- 1- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر ، المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2001.
  - 2- عبد المطلب عبد الحميد، الإصلاح المصرفي و مقررات بازل 3، الدار الجامعية، مصر، 2013.
  - 3- هبه محمود الطنطاوي البار، التطورات الحديثة في الصناعة المصرفية و إستراتيجية عمل البنوك في مواجهتها، القصر للطباعة و الدعاية و الإعلان، مصر، 2006.
  - 4- وشاح رزاق، الأزمة المالية الحالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009، ص 29.
- ### المقالات و الملتقيات العلمية
- 1- الجوزي جميلة، أسباب الأزمة المالية و جذورها، مؤتمر "الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي و الإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 2009.
  - 2- بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعاتها، الملتقى العلمي الدولي حول " الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية" جامعة سطيف، أكتوبر 2009.
  - 3- عباس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل بالمشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول " الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية" جامعة سطيف، أكتوبر 2009.
  - 4- جبار محفوظ، نوال بوعكاز، الحدود العملية لمنتجات الهندسة المالية خلال الأزمة المالية العالمية 2008، بحث مقدم في إطار، الملتقى الدولي الثاني: حول الأزمة الاقتصادية الراهنة و و تأثيرها على اقتصاديات شمال أفريقيا، جامعة تبسة، 2013.
  - 5- جباري شوقي و خميلي فريد، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمات المالية العالمية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الدولي حول ( الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي)، عمان، الأردن، 2010.
  - 6- سامي السويلم، أسلحة الدمار الشامل. متاح في موقع الدكتور سامي السويلم بالرابط التالي: تاريخ الاطلاع 2001/12/30.  
<http://suwailem.net/NewsDetails/WEAPONS-OF-MASS-12>
  - 7- محمود سحنون، مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الأزمات، المؤتمر العلمي الحادي عشر بعنوان "الأزمة الاقتصادية المعاصرة ،أسبابها، علاجها و تداعياتها" كلية الشريعة ، جامعة جرش، الأردن، ديسمبر 2010.
  - 8- محسن سميرة، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية ،جامعة منتوري، قسنطينة، 2006.

- 1- Julien bourgeois, David ansell ,Olivier démasc ,la réforme financière ;l'approche américaine, revue banque ,décembre 2010 ,paris.
- 2-John c.hull ,options,futures,and other derivatives,8th edition,2012.
- 3-Mark Carney,La mise en œuvre complète du programme de réforme lancé par le G20 en vue de renforcer les marchés des produit dérivés de gré à gré, revue de stabilité financière, banque de France, paris,n°17,avril 2013.
- 4- Nout Wellik, au-delà de la crise :la réponse stratégique du comité de Bâle, revue de la stabilité financière ;n°13,banque de France, septembre 2009.
- 5-Yves Jégoure , Les produits dérivés : outils d'assurance ou instruments dangereux de spéculation, Comprendre les marchés financiers, Cahiers français.

## مواقع الانترنت:

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