

دور عقود Cds في إطار ابتكارات الهندسة المالية في إحداث أزمة الديون السيادية اليونانية

د . فوزي عبد الرزاق

جامعة سطيف 1 الجزائر

ملخص :

ساهمت الأزمات المالية الدولية الأخيرة في تحول العديد من المفاهيم على مستوى الفكر الاقتصادي ولعل من أهم ما حصل في هذا المجال هو سقوط إجماع واشنطن باعتباره ترجمة للفكر النيوليبرالي حيث تمت مراجعة عميقة لعملية تفكيك الطابع التنظيمي للاقتصاد ، بما في ذلك المجال المالي التي تشكل جوهر هذا الإجماع وقد أظهرت الأزمة المالية اليونانية 2010 التي اجتاحت بآثارها المدمرة معظم دول العالم بدرجات متفاوتة ، مدى هشاشة النظام المالي والمصرفي العالمي ، خاصة وأن 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 المستحقات المالية وعلى رأسها المشتقات المالية يضاف إلى ذلك ظهور مؤسسات جديدة كصناديق التحوط التي صارت تلعب دورا سلبيا من خلال خلق حالة عدم استقرار في الأسواق المالية نتيجة طبيعتها المضاربة ، لكن يجمع المختصون على أن ما يميز هذه الأزمة عن التي سبقتها هي فداحة الخسائر التي لحقت بالنظام المصرفي و المالي العالمي وعمق الأزمة الاقتصادية التي انجرت عنها ، و خاصة عدوها التي مست جميع الاقتصاديات .

Résumé:

La dernière crise financière internationale a contribué au changement de plusieurs notions au niveau de la pensée économique La chute du consensus de Washington , en tant qu'expression de la pensée néolibérale dans le domaine de la politique économique , symbolise cette mutation en effet le processus de déréglementations dans l'économie , y compris dans la sphère financière qui constitue la substance même de ce consensus et à travers le constat exhaustif des effets désastreux de la la crise grecque on ne peut que constater le degré de fragilité du système financier et bancaire mondial , actuel qui d'ailleurs a été soumis les trois dernières décennies à de multiples crises ayant toutes pour causes , le libéralisme financier outrancier et l'absence de règles strictes du fait de la déréglementation ce qui a encouragé les institutions financières , et en particulier les banques, à adopter la spéculation sur les marchés financiers comme l'essentiel de leurs activités , elle ont été aider en cela par l'essor phénoménal des innovations financières en particulier celui des produits dérivés à cela , s'ajoute l'apparition de nouvelles institutions financières en particulier les hedge funds qui contribuent à entretenir une situation d'instabilité sur les marchés financiers à cause de la nature spéculative de leurs activités mais de l'avis de l'ensemble des analystes ce qui différencie cette crise des précédentes c'est l'énormité des pertes enregistrées par le système financier mondial , et l'ampleur de la crise économique qui en découla et sa diffusion à travers le monde .

مقدمة:

نظرا للتحويلات التي تعيشها بيئة العمل المالي والمصرفي وحركة التكامل التي تشهدها الأسواق المالية المختلفة مع ما تعرفه من استخدام متزايد بشكل كبير لتكنولوجيات الإعلام والاتصال، نجد

مساهمة كبيرة للعديد من المستحدثات والمستجدات في مجال التعامل المالي والتي تدعى "بالاتكارات المالية" وخصوصا ما يتعلق بالمشتقات المالية التي أصبحت الصفة المميزة للتحديد المالي، حيث شهدت السنوات الأخيرة ظاهرة طغت ملامحها على الأسواق المالية العالمية وهي الإقبال منقطع النظير على أدوات مالية مستحدثة تدعى المشتقات المالية، والتي قُدر حجم التعامل بها خلال عام 1994 ما يساوي 35 تريليون دولار مقابل 48 تريليون دولار قيمة التعامل في أسواق المال التقليدية أسهم وسندات من نفس السنة، مما يعطيها تأثير عظيم عموما على الأسواق المالية. ومن هنا يبرز الدور الفعال " للهندسة المالية " في صناعة وابتكار عقود وأدوات استثمار مالي جديدة تلي الرغبات المتطورة والأهداف الامتثالية لمختلف المستثمرين . فقد أوصلت جهود المهندسين الماليين إلى ابتكار عقود المشتقات المالية بأنواعها المختلفة زيادة على عمليات واستراتيجيات مالية سمحت في غالب الأحيان تسيير وإدارة المخاطر المالية، لكن في أحيان أخرى تعقيدها في ظل التكامل والاندماج والعولمة المالية وإلغاء كل من الوساطة والقيود والحواجز 3D Déréglementation, Décloisonnement, Désintémédiation وصعوبة رقابتها أدّى إلى التآزم وإحلال التوازن الاقتصادي مما يستدعي ضرورة تحليل مدى تأثير تقنيات الهندسة المالية و أدواتها وخاصة عقود CDS في إحداث أزمة الديون السيادية اليونانية. بناء على ما سبق سوف تحاول هذه المداخل المتواضعة تسليط الضوء على هذه الأزمة وتداعياتها على مستقبل الاتحاد الاقتصادي و النقدي الأوروبي. ومن خلال هذا تبرز إشكالية هته المداخلة والتي تتمثل في:

إلى أي مدى يمكن إسقاط أثر الهندسة المالية عن طريق عقود CDS في إحداث أزمة الديون السيادية اليونانية ؟ وللإجابة على هته الإشكالية تم تقسيم المداخلة إلى خمسة محاور أساسية وهي:

المحور الأول: الهندسة المالية أدوات و تقنيات

المحور الثاني: المشتقات المالية كأداة من أدوات الهندسة المالية

المحور الثالث: مخاطر أدوات الهندسة المالية

المحور الرابع: عقود CDS كتقنية من تقنيات الهندسة المالية

المحور الخامس: أسباب الأزمة اليونانية.

1-الهندسة المالية أدوات و تقنيات:

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 .

1-1 مفهوم الهندسة المالية :

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 كالتالي¹ :

- 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 .

والابتكار المقصود ليس مجرد الاختلاف عن السائد ، بل لابد أن يكون هذا الاختلاف متميزاً إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية ، وهو ما يعني أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه.

2-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 حلولاً إبداعية لمشاكل التمويل والتحوط في بيئة تزداد فيها المخاطر وعدم 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 في تحقيق الأهداف الإستراتيجية للمؤسسات المالية وذلك خاصة من خلال قدرتها على تغطية وإدارة المخاطر² .

و 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 نقدي³ ، يتخذ صورة مدفوعات نقدية يسدها من يرغب في تملكها أو حيازتها يقابلها مقبوضات نقدية يحصل عليها من بيعها أو يصدرها كما يتم إطفائها عادة إما عند بيعها أو لدى انتهاء أجلها ، ومن الأمثلة عليها الأسهم والسندات وغيرها من أدوات الدين أو أدوات الملكية⁴ .

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 والتزما على طرف .

2-1 تعريف المشتقات المالية :

هناك العديد من التعاريف المقدمة من قبل المراجع الأجنبية فيما يتعلق بالمشتقات المالية إلا أننا نورد أهمها :

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، والمراجحة بين الأسواق وأخيرا المضاربة 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

2-2 أهمية عقود المشتقات :

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

2-1-2 التغطية ضد المخاطر :

إذ يتم استخدام هذه الأدوات بغرض تقليل مخاطر الاستثمار ، فمن يشتري عاجلا في السوق الحاضرة ويبيع آجلا 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 بضمن أقل يحقق بذلك كسبا يعوضه ولو بقدر أقل من الخسارة في السوق الحاضرة ، وبالتالي يصل المستثمرون إلى تحقيق رغبتهم في أسواق المشتقات والمتمثلة في تقليل المخاطر من تحويلها إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطرة .

2-2-2 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 .

2-2-3 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 يهّم 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 ، مما يعمل على إزالة عدم التأكد لدى الطرف الآخر وبما يتيح له فرصة أكبر لتركيز جهوده في أمور أخرى⁵.

2-2-4 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 .

2-2-5 تحقيق سمة الكمال للسوق :

يتحقق الكمال للبورصة لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغباتهم سواء من حيث العائد أو المخاطرة ، وبالرغم من كون الكمال على الصورة السابقة أمر يستحيل تحقيقه فإن عقود المشتقات المالية أصبح من الممكن الاعتماد عليها في تكوين توليفات)

تشكيلات) من عقود المشتقات المالية وأوراق مالية متداولة في البورصة الحاضرة ، في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة لا تحققها أي ورقة مالية متداولة في البورصة الحاضرة .

2-3 أنواع المشتقات المالية :

تتعدد المشتقات المالية وتشتمل على :

لـ العقود الآجلة forwards.

لـ العقود المستقبلية futures.

لـ العقود المبادلة swaps.

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

2-3-1 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 أو علاوة) تدفع عند التعاقد ولا تعتبر جزءاً من قيمة العقد⁶ .

و يمكن تصنيف عقود الخيارات لعدة تصنيفات كالتالي :

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

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

لـ الخيار المغطى : هو الخيار الذي يكون فيه المحرر أو كاتب الخيار بائع الخيار، مالاً 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 طُلب بتنفيذ العقد في حالة خيار البيع ، وهذا الخيار يحظى بقبول واسع جداً بين المستثمرين لكونه أدنى مخاطرة من عقود الخيار غير المغطاة .

لـ الخيار الغير المغطى : هو الخيار الذي لا يكون فيه المحرر أو بائع الخيار، مالاً 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 رئيسين هما ⁷ :

خيار الشراء call option :

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

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 .

2-3-2 العقود المستقبلية Futures :

يعرف العقد المستقبلي على أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية بسعر متفق عليه في تاريخ محدد ، وكما هو الحال في عقود الخيارات ، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول ، وتتمتع بسيولة عالية ، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة و التحوط ، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق ، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال . ومن خصائص العقود المستقبلية مايلي :

- يتم الشراء فيها بسعر محدد متفق عليه مسبقًا في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعًا .

- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة CLEARING HOUSES تُوكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يوميًا بين طرفي العقد .

- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشؤ العقد هامشًا معينًا تتراوح قيمته عادة بين 5% - 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 منهما في سجلاته ، ومما هو جدير بالذكر أنه لا سبيل للتعامل في سوق العقود المستقبلية إلا من خلال بيوت السمسرة .

و تشمل العقود المستقبلية على السندات الحكومية ، أذونات الخزينة ، الذهب ، القمح ، المعادن النفيسة ، اليورو دولار ، المنتجات النفطية ،... الخ غير أن أهم أنواعها ⁸ :

- عقود مستقبلية على أسعار الفائدة : هي العقود التي تتم بين مشتري وبيع العقد ، و أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية ، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة ⁹ .

- العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق : هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر 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 .

- عقود مستقبلية على سلع : هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدارا محددًا من سلعة معينة بسعر محدد وفي تاريخ محدد.

2-3-3 العقود الآجلة forward :

عقد يلتزم بمقتضاه طرفان أحدهما بائع و الآخر مشتري لبيع أو شراء أداة مالية أو عملة أجنبية أو سلعة في تاريخ محدد مستقبلا بسعر متفق عليه ، فهي بذلك عقود ذات طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة التغيرات في المركز المرتبط بالعقود .

و تتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية :

- المرونة وهذا يعني أن كلا من البائع و المشتري يتفاوضان على شروط العقد ، لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف و ابتداء 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 شخصا 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

2-3-4 عقود المبادلة Swaps :

تعرف المبادلات بأنها التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي (أو أصل معين) يمتلكه أحد الطرفين مقابل تدفق أو أصل يمتلكه الطرف الآخر، بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد ، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق¹¹ وتستخدم المبادلات في عدة أغراض منها :

• الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة .

• تخفيض تكلفة التمويل .

• الدخول إلى أسواق جديدة .

• استحداث أدوات مركبة .

أنواع المبادلات :

مبادلات الفائدة Interest rate swaps :

عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل معدلات فائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابتة ، على مبلغ محدد بعملة معينة ، دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ .

مبادلة العملات Currency swaps :

عبارة عن بيع (أو شراء) عملة معينة في استحقاق معين ، ثم شراء (أو بيع) نفس العملة (أو عملة مقاربة لها) في استحقاق آخر حيث يقوم طرفان بعقد اتفاق بينهما يتضمن عمليتين : الأولى :عملية شراء (أو بيع) عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني (الفوري)بسر الصرف الآني (الحالي أو الفوري) بين العمليتين . الثانية :عملية بيع (أو شراء) في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقا بين العمليتين . وتعتمد عمليات مبادلة العملات على التوقعات المستقبلية للفروق في معدلات فائدة وأسعار الصرف بين العمليتين محل التعاقد .

3- مخاطر أدوات الهندسة المالية:

تتميز أدوات المشتقات بتغطية مراكز قائمة إلا أنها تجذب المتعاملين لأخذ مراكز جديدة ، مما يدفع البعض إلى الإفراط في التعامل في تلك الأدوات ، وبالتالي عدم التنبيه إلى مخاطرها و من المخاطر التي تواجه المتعاملين في أسواق المشتقات يمكن تصنيفها على النحو التالي¹² :

3-1 المخاطر الائتمانية للمشتقات :

تعبّر عن المخاطرة المتمثلة في الخسارة الناجمة عن تعثر الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته التي يتضمنها عقد المشتقات ، وتمثل هذه الخسارة في تكلفة إحلال عقد جديد محل العقد السابق .

3-2 مخاطر التسوية في المشتقات :

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

3-3 المخاطر المنتظمة :

تتمثل هذه المخاطر في حدوث خلل في المركز المالي لمؤسسة مصرفية أو مالية تتعامل في سوق المشتقات ، مما قد يسبب بالتالي خللا ماليا في مؤسسات أخرى داخل الجهاز المصرفي أو المالي ، وقد يسبب خللا ماليا في الجهاز ذاته ، أو في أجزاء أخرى من أسواق مالية مرتبطة بسوق المشتقات .

3-4 المخاطر القانونية :

تنشأ هذه المخاطر عن سوء التوثيق في العقود ، وعدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات اللازمة للتعاقد والوضع القانوني غير الواضح لبعض التعاملات ، وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة التعثر أو الإفلاس .

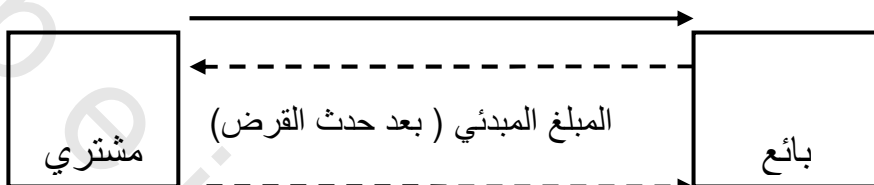
4- عقود CDS كتقنية من تقنيات الهندسة المالية:

هي عقود مالية ثنائية ، للحماية بين المشتري والبائع تسمح بتحويل خطر القرض و يتم تحويل الخطر بين الطرفين من خلال تقنية المبادلة Swap حيث أن مشتري الحماية يدفع علاوة دورية ، تتحدد قيمتها بواسطة نقاط الأساس Les points de base ، تبعا لمبلغ الأصل المضمون لبائع الحماية Le vendeur de protection (نوع من التأمين ، مثل Lehman Brothers أو المؤمن كما كان AIG) الذي يتعهد بتعويض خسائر الأصول المرجعية نتيجة عدم قدرة المقترض على سداد الائتمان فهو عبارة عن عقد تأمين ، 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 فرض (إفلاس وشيك) ، حتى تاريخ استحقاق العقد أما في الحالة المعاكسة سوف يكون مجبر على توفير الأموال اللازمة من اجل تعويض المقرض نتيجة عدم قدرة المدين على الوفاء بالتزاماته¹³ و قد بلغ المبلغ الإجمالي لعقود CDS في الولايات المتحدة في بداية سبتمبر 2008 62000 مليار دولار وهو رقم قريب من مجموع الودائع المصرفية على المستوى العالم¹⁴ .

الشكل رقم (02): مبدأ عمل تقنية Credit Default Swap

دفع علاوة دورية (عدم وجود خطر قرض)



تسليم الأوراق المالية (بعد حدث القرض)

Source : E. O. Assouan : « Techniques de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) »,

http://www.banquefrance.fr/archipel/publications/bdf_rsf/etudes_bdf_rsf/bdf_rsf_04_etu_3.pdf, p. 101, consulté le 02/02/2014

5-أسباب الأزمة اليونانية :

أولا وقبل التعرض إلى فهم الأزمة اليونانية يجب أولا تعريف و توضيح مفهوم أزمة الديون السيادية حيث قد تكون لسببين :

- زيادة معدل إعادة التمويل مما يؤدي إلى زيادة حجم الديون .
- رفض أسواق رأس المال على إقراض الدول لأنه عندما تشك الأسواق المالية في قدرة الدول على السداد فإنها تمتنع عن إقراضه.

تعددت أسباب أزمة اليونان السيادية التي يمكننا إيجازها فيما يلي :

- 5-1 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 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 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 تفتقر 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 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 .

5-2 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 ¹⁶ .

5-3 الفارق المتزايد بين معدلات إعادة التمويل بين الدول الأوروبية Spreads: لان الدول تقتصر من الأسواق المالية ، من أجل تمويل عجزها و منذ بدأ التعامل باليورو انخفضت معدلات إعادة التمويل ما بين الدول بشكل ملحوظ ، لتصل إلى معدلات متقاربة تماماً 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 ¹⁷ .

5-4 المضاربة بعقود CDS 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 ، تبعاً 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 و بتالي فالمستثمرين بإمكانهم شراء و بيع عقود CDS على السندات اليونانية التي لا يملكها إذا كان مستثمر يملك سندات يعتقد إن معدل إعادة الاقتراض سوف يرتفع فان من مصلحته هو شراء عقود CDS ، و إعادة بيعهم عندما ترتفع قيمتهم مع تدهور قدرة المقترض على السداد وبعبارة أخرى فان 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 يؤدي إلى ارتفاع معدلات 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 ونظراً لكون أغلب ديون اليونان تعود إلى بنوك ألمانية وفرنسية وهذا ما يجعل هذه الدول ، قلقة بشأن انتقال العدوى إلى أسواقها المالية إذا ما تعقدت الأمور بشكل أكبر وهذا ما يشكل تهديداً للنظام المالي الأوروبي بشكل عام و ما يلفت النظر أن من بين المضاربين الذين ساهموا في ارتفاع أسعار الفائدة على الديون اليونانية نجد البنك الأمريكي Goldman Sachs دون إثبات ذلك نتيجة الضبابية التي تميز سوق المشتقات المالية¹⁸.

5-6 الدور السلبي لوكالات التصنيف: حيث بعد الإعلان عن واقع الوضع المالي للحكومة اليونانية ، قامت وكالات التصنيف الثلاث الكبرى (ستاندرد اند بورز، فيتش و وكالة موديز) 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 التناقض بين واقع الاقتصاد اليوناني واعتمادها المفرط على المديونية ، و حرصاً 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 وهو الأمر الذي رفع تكاليف التمويل بالنسبة لكل المقترضين السياديين ، وبدأ المستثمرون الانسحاب من سوق السندات اليونانية مما رفع مستويات العائد المطلوب عليها ، ما جعل صناع السياسات يخشون انتشار الأزمة إلى بلدان أخرى في منطقة اليورو¹⁹ .

6- الدروس المستفادة من الأزمة اليونانية :

إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية و سوق عقود CDS :

إن المنتجات المالية المشتقة وجدت أساسا من أجل توفير الحماية للمستثمرين ضد الأخطار المالية وقد عرفت الأسواق الخاصة بهذه المنتجات المالية تطور كبير بحيث يفوق حجم التداول فيها بعدة مرات حجم التداول في أسواق الأصول الحقيقية ، لكن ما زاد من خطورة أسواق المشتقات المالية هو عنصر تركيز الأخطار La concentration des Risques 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 هذا التركيز الكبير للأخطار، في لحظة واحدة 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 لذلك كان من الضروري إدخال تعديلات و إصلاحات عليها تتمثل فيما يلي :

- 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 .
- توفير المعلومات حول المشتقات المالية أي جميع البيانات ذات الصلة ب المنتجات المشتقة مثل المبلغ الكلي للقرض ، مصدره ، تاريخ الاستحقاق ، طبيعته هل هي خطيرة ، وهذا ما كان ينقص في أزمة الرهن العقاري .

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 مع إنشاء غرفة مقاصة ، تتولى ضمان السيولة للعقود من خلال اشتراط إيداع ودائع مسبقا للمركز في المراكز و التي تعوض في نهاية اليوم .

إن أزمة الديون اليونانية توضح هذه الحالة بحيث 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 الأسواق²⁰. وبالتالي فإنه من الضروري إجبار مشتري عقود CDS على حيازة السندات محل التعاقد لأن في الواقع الحصول على تأمين على أصل الذي لا يمتلكه يطرح مشكل أخلاقي*، الذي يتمثل في الرغبة في تحقق الخطر كما يجب منع الصفقات في الأسواق الغير المنظمة Over the Counter من أجل تحويل معظم الصفقات نحو الأسواق المنظمة ، و إزالة الضبابية التي تميز هذه الصفقات ، والتي تشجع البعض على المبالغة في تحمل المخاطر وتعرض النظام المالي للاختيار دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك كون الصفقات مسجلة في الأسواق الغير المنظمة ، في المقابل الصفقات المسجلة في الأسواق المنظمة أكثر أمانا للطرفين إذ يراعى فيها التقيد الصارم بالتنظيمات والقوانين.

خاتمة:

أبرزت التحولات المالية التي عرفت البيئة المالية الدولية خلال العقود الأخيرة ما يعرف بالعمولة المالية، الناتجة أساسا عن عمليات التحرير المالي وزيادة المنتجات المالية وانتشار البنوك الشاملة. و إذا كانت العمولة قد سمحت بتكامل الاقتصاديات واندماج الأسواق المالية الدولية، إلا أنها تسببت في خلق أوضاع جديدة انعكست سلبا على الاستقرار الاقتصادي الدولي أبرزها الهشاشة المالية في ظل تراجع الوساطة المالية والقيود التنظيمية وإلغاء الحواجز الفاصلة بين الحدود، مما أدى إلى ظهور العديد من التأثيرات السلبية خاصة في ظل سرعة انتقال رؤوس الأموال الساخنة، الأمر الذي نتج عنه سرعة تقلب الأسواق المالية وتهديد الاستقرار المالي، علما أن رؤوس الأموال قصيرة الأجل تتحرك غالبا بدافع المضاربة والمراجحة. ومن هنا فإن العمولة المالية قد ساعدت على زيادة وتيرة الأزمات المالية ولا تعد الأزمات المالية والاقتصادية ظاهرة جديدة في الاقتصاد العالمي، بل وجدت وتعاقبت عبر مختلف الأنظمة الاقتصادية، وازداد تواترها وحجمها في العقود الأخيرة إلى أن بلغت ذروتها في الأزمات الراهنة. إن الأزمة اليونانية التي بدأت كانفجار في الديون السيادية انتشرت بسرعة إلى بلدان أخرى، وأدت إلى حدوث صدمة حادة في العديد من المؤسسات المالية والقطاع الحقيقي للاقتصادات العالمية والواقع أنها أزمة مالية واقتصادية عالمية حادة صعبة

* الخطر المعنوي (Aléa moral): مفهوم ينحدر من نظرية التأمينات، ويعني توجه الأعوان الاقتصاديين الذين قاموا بالحصول على عقد تأمين إلى تقليل نسبة حذرهم لأنهم متأكدون من أن شركة التأمين سوف تدفع الخسائر، نفس الشيء نجده هنا في حالة المصارف التي لم تعد متخوفة من عنصر الخطر بعد أن تأكدت من أن عملية التوريق تخلصها منه.

التشخيص، ذلك أن مسبباتها أكثر تعقيدا من الشروحات البسيطة ولم تكن الأزمة لتنفجر بهذا الحجم لولا تداخل العديد من الأسباب من اختلالات اقتصادية كلية وضعف التنظيم وممارسات مالية عالية المخاطر والابتكارات المالية، حيث قدمت الأدوات المالية الجديدة لا سيما عقود CDS والزيادة في استعمال مشتقات القروض دعما كبيرا لفائض السيولة العالمية و انفجار المديونية مما عمق الاختلالات العالمية وخلق حالة عدم استقرار في الأسواق، خاصة وأن هذه الأدوات المالية لا تمت بصلة للأنشطة الإنتاجية في القطاع الحقيقي للاقتصاد.

وبالرغم من الإجراءات التي اتخذتها المؤسسات المالية، وتدخل الحكومات والبنوك المركزية عن طريق ضخ الملايين من الدولارات ووضع مجموعة من التحفيزات، إلا أن الأزمة تفجرت في اليونان

قائمة الهوامش

- 1- سمير رضوان عبد الحميد حسن ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة المخاطر ، دار النشر للجامعات ، مصر ، 2005، ص- ص 90-91 .
- 2- فريد النجار ، البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ، 1999 ، ص- ص 236-237 .
- 3- فريد النجار ، البورصات والهندسة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 224 .
- 4- محمد مطر ، فايز تيم ، إدارة المحافظة الاستثمارية ، دار وائل للنشر، الأردن ، 2005 ، ص 62 .
- 5- منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر، 2003 ، ص- ص 20-21 .
- 6- Boissonnade Jacques , Les Options Exotique Concept Et Applications , édition Eska , Paris , 1997 , P 13 .
- 7- شعبان محمد إسلام البيرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة نقدية تحليلية ، دار الفكر، دمشق ، سوريا ، 2002 ، ص 226 .
- 8- هاشم فوزي دباس العبادي ، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية ، الوراق للنشر و التوزيع ، عمان ، 2008 ، ص 81 .
- 9- أحمد صالح عطية ، مشاكل المراجعة في أسواق المال ، الدار الجامعية ، مصر، 2003 ، ص 234 .
- 10- طارق عبد العال حماد ، المشتقات المالية المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2001 ، ص 16 .
- 11- مجلة الدراسات المالية والمصرفية ، المشتقات هي الدواء الشافي المعاصر وجهة النظر الدولية ، العدد الثاني ، 1994 ، ص 16 .
- 12- فرج عبد العزيز عزت ، اقتصاديات البنوك الصناعة المصرفية والمالية الحديثة ، لبنان للطباعة والنشر ، مصر، 2002 ، ص 47 .
- Crespelle Nicolas , La Crise En Question Les 50 Questions Que Vous Vous Posez , édition Eyrolles , Paris , 2009 , P 149 .
- Jorion Paul , La Crise Des Subprimes Au Séisme Financier Planétaire , édition Fayard , Paris , 2008 , P 189 .
- E. O. Assouan : « Techniques de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) » , http://www.banquefrance.fr/archipel/publications/bdf_rsf/etudes_bdf_rsf/bdf_rsf_04_etu_3.pdf, p. 101, consulté le 02/02/2014
- Mancel Jean-François , Rapport les mécanismes De Spéculation Affectant Le Fonctionnement Des Economies , [http:// www.assemblee-nationale.fr/13/pdf/rap-enq/r3034.pdf](http://www.assemblee-nationale.fr/13/pdf/rap-enq/r3034.pdf), P33, consulté le 16/02/ 2014
- tag Transformer a Gauche Crise De La Grèce Euro Et Perspectives <http://www.transformeragauche.fr/.../crise-de-la-grece-euro-et-perspectives.pdf> , P1 , consulté le 16/02/2014
- Coriat Benjamin , La Dette Souveraine Grecque Prise Au Piège De La Zone Euro , <http://www.atterres.org/sites/default/files/L'imbroglio%20grec.pdf> , P15,consulté le 13/02/2014.

- 13- Mancel Jean-François , Rapport les mécanismes De Spéculation Affectant Le Fonctionnement Des Economies, op.cit , P 37
- 14- Gasser maxime , thèse Les Pistes De Reforme Du Système Monétaire Et Financier Internationale Depuis La Crise , université Pierre Mendès , France , Grenoble , 2010 , P 69.
- 15- Direction de la politique économique , Endettement public « trop » élevé , quels effets sur la conjoncture <http://www.seco.admin.ch/themen/00374/index.pdf> , P30 ,consulté le 28/02/2014