

المشتقات المالية وأثرها في عرض السيولة على
الاقتصاد الكلي

م.د علي حاتم القريشي

Abstract

Financial derivatives and their impact on liquidity in the presentation macroeconomic

The financial derivatives more topics controversy and versatile , as you can not count raised better and for worse at the macroeconomic level , those tools that stormed the capital markets , and presented Thought Financial , which is no longer Researcher no matter how high the amount be mastered by all , though some may group them in contracts futures and option contracts and futures contracts and swaps . within the framework of financial engineering : have helped invented the collapse of the agreement " **Bretton Woods** " and fluctuations in exchange rates , which resulted in high rates of inflation at the beginning of the eighties and the accompanying increase in the rates of short-term rates . The successive collapses in the international securities markets in light of the strong competition among financial and banking institutions in the race frantic push these institutions across departments research and innovation to create new financial instruments to manage risks and provide solutions to the problems of financing and jump over the restrictions imposed by the monetary policies .

المقدمة:

تعد المشتقات المالية أكثر الموضوعات جدلاً وتنوعاً، بما لا يمكن إحصاء أثارها سلباً وإيجاباً في النشاط الاقتصادي وعلى المستوى الكلي، تلك الأدوات التي نضحت عن الفكر المالي واقتحمت البورصات ، ولم يعد باحث مهما علا مقامه أن يلم بها جميعاً، وإن أتفق على جمعها في العقود الآجلة، وعقود الخيارات، والعقود المستقبلية وعقود المبادلات في إطار الهندسة المالية، وقد جاء ابتكارها على أثر انهيار اتفاقية " بريتون وودز" وما نجم عنها من تقلبات في أسعار الصرف والمعدلات العالية في مستوى التضخم في بداية عقد الثمانينات وما صاحبها من ظروف ارتفاع معدل أسعار الفائدة قصيرة الأجل. والانهيارات المتتالية في أسواق الأوراق المالية العالمية في ظل المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية والمصرفية في سباقها المحموم الأمر الذي دفع هذه المؤسسات عبر دوائر البحث والابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل والقفز فوق القيود التي تفرضها السياسات النقدية.

مشكلة البحث:

الأزمات المالية من نتائج استخدام واتساع تطبيقات المشتقات المالية في الاسواق المالية .

هدف البحث:

المشتقات المالية من الادوات المالية في إدارة المخاطر والتحوط للمستثمرين وأحد مصادر السيولة لتمويل الائتمان.

فرضية البحث:

تطبيق المعايير المصرفية ومقررات لجنة بازل في تنظيم سيولة المشتقات المالية يسهل عملية تمويل الائتمان في تحقيق النمو على مستوى الاقتصاد الكلي.

منهجية البحث:

اتبع البحث المنهج الاستقرائي القائم على التحليل الكمي والنوعي للمعلومات والبيانات الخاصة بالدراسة.

هيكلية البحث:

قسم البحث إلى أربعة مطالب:

- 1- مفهوم المشتقات المالية في إطار أدوات النظام المالي.
 - 2- أهمية المشتقات المالية في تمويل الائتمان.
 - 3- الأزمة المالية من نتائج تطبيق المشتقات المالية.
 - 4- مستقبل تطبيق المشتقات المالية على الاقتصاد الكلي.
- الاستنتاجات -التوصيات

أولاً: مفهوم المشتقات المالية في إطار أدوات النظام المالي.

تُمثل المشتقات المالية عقود واتفاقيات تستمد قيمتها من أصول حقيقية مثل السلع كالبن والسكر والقطن والنفط ، أو المعادن الثمينة كالذهب ، الفضة ، أو أصول مالية مثل الاسهم ، السندات العملات ، أو مؤشرات الاسواق المالية مثل : Nikkei ، Dawjones – أو مؤشرات التدفقات النقدية كأسعار الفائدة أو أسعار الصرف ، لذلك هي عقود فرعية تنشأ أو تشتق من عقود أساسية وأدوات مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية⁽¹⁾ . وأدوات استثمارية مشتقة من تلك الأصول ، تتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها. لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية⁽²⁾.

وتشتمل أنواع المشتقات المالية على عقود الخيارات Options والعقود المستقبلية Future Contracts والعقود الآجلة Forward Contracts وعقود المبادلة Swaps أو مزيج من اثنين من هذه العقود وهو ما يسمى بمشتقات المشتقات Derivatives On مثل عقود المبادلات الخيرية Swaptions وقد يكون موضوع هذه العقود منتجات وسلع حقيقية Real Commodities أو مؤشرات معينة مثل سعر الصرف Exchange Rate أو سعر الفائدة Interest Rate أو أوراق مالية Securities من أسهم وسندات أو عملات أجنبية Foreign Currencies أو حتى تدفق نقدي ما⁽³⁾ . ويتلخص دورها في إدارة المخاطر وإجراء التحوط Hedging^(*) في سبيل تحسين التأكد ، إلا أن المخاطر أعلى ما تكون في إطار الاستثمار في المشتقات المالية ، وينشأ ذلك بسبب حالة عدم التأكد المتعلقة بأسعارها واعتمادها أساساً على التوقعات المستقبلية ومدى تحقق فرص حصولها . وبالرغم من ارتفاع مخاطرها يستخدمها المضاربين والمؤسسات المصرفية والمالية كمصدر للإيرادات عبر الاتجار والتداول بالعقود المالية في إطار تقلبات أسعار الأدوات المالية الأصلية (محل التعاقد) ، فضلاً عن دورها في إدارة المخاطر ، تتيح للمستثمر فرص تحديد مخاطر السوق ذات الصلة بالعقود المالية وإدارة كل مخاطرة على حده في سبيل إتاحة الفرصة لخفض درجة المخاطر عموماً من خلال التحوط من آثار التقلبات السعرية والتي تنشأ إما عن تقلب أسعار الفائدة أو تقلب أسعار الصرف أو تقلب أسعار أصول المحافظ الاستثمارية سواء كانت سلعاً أم أوراقاً مالية⁽⁴⁾.

(1) سمير عبد الحميد رضوان- "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية صناعة أدواتها"- دار النشر للجامعات، مصر- ط1- 2005، ص58-ص59.

(2) R.Robinson and D.Wrightasman, Financial Markets : the accumulation and allocation of wealth, Mc Grawhall N.Y, 1988, P.56.

(3) حاكم الربيعي وآخرون-المشتقات المالية-اليازوري للنشر والتوزيع -الاردن عمان- الطبعة الاولى 2011 ص15-20.

(*) التحوط: موقف يتخذ في سوق معين في محاولة للتعويض عن التعرض لتقلبات الأسعار في سوق آخر وبهدف تقليل التعرض للمخاطر غير المرغوب فيها. هناك العديد من المحددات المالية لتحقيق هذا الهدف، تشمل وثائق التأمين، العقود الآجلة، المقايضة، الخيارات. أنظر الحرة، انظر موقع ويكيبيديا.

(4) طارق عبد العال حماد- المشتقات المالية (مفاهيم- إدارة المخاطر- المحاسبة)- دار الجامعة للنشر-مصر - جامعة عين شمس 2003 ص 7-8.

ويمكن تصنيف المشاركين في أسواق المشتقات إلى فئتين⁽¹⁾ :-

الفئة الأولى : المستخدمون النهائيون في نشاط الأسواق لتحقيق أهداف تتصل بالتحوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة ، وتشتمل هذه الفئة على مجموعة واسعة من المؤسسات مثل المصارف، سوق الأوراق المالية ، شركات التأمين ، صناديق الضمان الاجتماعي صناديق الاستثمار وغيرها .

الفئة الثانية : فئة الوسطاء Intermediaries أو المتعاملين Dealers الذين يتركز دورهم على تعزيز رغبة المستخدمين النهائيين للمشتقات وتوظيف هذه الأدوات المالية في الأسواق مقابل تحصيل الإيرادات في شكل رسوم الصفقات وهوامش عروض البيع والشراء بالإضافة إلى الاستفادة من مراكزهم المالية الخاصة.

تعد الأوراق المالية ولاسيما الاسهم^(*) والسندات الأدوات الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال التي تنقسم الى : **أولاً -** سوق للأوراق المالية **ثانياً -** مؤسسات مالية مختلفة **أولاً :-** سوق الأوراق المالية ويتألف من⁽²⁾ :-

أ- سوق الإصدار (السوق الأولى) عند تأسيس شركة مساهمة جديدة يتم إصدار اسهم ونادراً ما تقوم شركة بإصدار اسهم جديدة مرة أخرى بعد الإصدار الأول لأنها تلجأ الى الاقتراض بدلا من إصدار اسهم جديدة وفقا لقاعدة التمويل بالملكية والتمويل بالاقتراض (50%-50%) وعملية ترويج وبيع الاسهم في الإصدار الأول الذي تقوم به أحد البنوك .

ب- سوق التداول (السوق الثانوى) أو (البورصة) هو السوق الذى يتم فيه إعادة تداول الأوراق المالية ويجري فيها بيع وشراء الاسهم ، وتضم سوق منظمة وسوق غير منظمة تتفرع الى سوق ثالث وسوق رابع .

1- السوق المنظمة :- لها مكان ومواعيد عمل محددة ومقننة ومنظمة ، كما لديها قواعد وإجراءات محددة للتعامل داخل السوق .

2- الاسواق غير المنظمة : يجري التداول بها بشكل مباشر بين السوق والمستثمر وتكون قيم التعامل كبيرة جدا ومن خلال مؤسسات ورجال اعمال كبار وعدم وجود وسيط بين اطراف التعامل .

اما السوق الثالث والرابع هما احد اشكال الاسواق غير المنظمة و يتوافر فيها نفس خصائص تلك الاسواق ، والفرق الجوهرى بين السوق الثالث و السوق الرابع _ ان السوق الثالث قد يحتاج الى وسيط بين اطراف التعامل من خلال تنظيم الاتصالات بين تلك الاطراف ، اما السوق الرابع ليس هناك وسيط بين الاطراف

ثانيا :- مؤسسات مالية مختلفة :-

أ- شركات الاستثمار ب- شركات التأمين ج- شركات التمويل د- البنوك (المتخصصة).

(1) سيد طه بدوي-
عمليات بورصة
الأوراق المالية
والفورية والأجلة من
الوجهة القانونية-
دار النهضة العربية،
2001 ، ص466.

(*)الأسهم أدوات
ملكية والسندات
أدوات ائتمانية
تشير للمديونية
وهناك الاسهم
الممتازة : التي
تجمع بين
خصائص الاسهم
العادية والسندات
وان كانت تصنف
ضمن الاوراق
المالية التي تمثل
الملكية.

(2) المعهد العربي
للتخطيط
الكويت(مؤشرات
أسواق الأوراق
المالية -بعض
مؤشرات
البورصة)2000-ص1

وتنقسم الاسواق من حيث الأجل:

1- أسواق رأس المال: تنقسم إلى أسواق حاضرة أو فورية وأسواق العقود المستقبلية:

أ- الأسواق الحاضرة: تتعامل بأوراق مالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) حيث تتم تسليمها وتسلمها فور أتمام الصفقة ومن هذه الأسواق ماهو منظم أي البورصات ومنها ما هو غير منظم مثل بيوت السمسة والمصارف التجارية .

ب- أسواق العقود المستقبلية: تتعامل في الأسهم والسندات ولكن عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تواريخ لاحقة ومنها أسواق الخيارات وأسواق العقود.

2-أسواق النقد: الاسواق التي تتداول فيها الاوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والمصارف التجارية والخزانة العامة التي تصدر أذونات الخزانة (الأوراق القصيرة الأجل).

تطورت المشتقات المالية Derivatives وظهرها تقنيات التوريق securitizations Techniques⁽⁴⁾ في إطار الابتكار المالي⁽¹⁾ الأولى: تشتق قيمتها من الأسعار الحاضرة للأصول المالية أو العينية محل التعاقد، السندات، الأسهم، النقد الأجنبي، الذهب، وغيرها من السلع، وهي تعطي الحق لمالكها شراء أو بيع موجود (نقدي، مالي، حقيقي) بسعر محدد وبكميات محددة عبر مدة معينة وتكتسب قبولها بواسطة قيمة الأصول والثانية: تقنية التوريق أداة مالية حديثة بدأت ظاهرة في الثمانينات من القرن الماضي في الولايات المتحدة الأميركية عبر سعي الكثير من البنوك الأميركية الى توريق ديونها، وتتلخص من خلال بيع مؤسسة مالية جزءاً من أصولها المضمونة بسعر مخفض بدافع التخلص من ذمتها وإبعاد المؤسسة عن مخاطر الإفلاس، ليتم نقل تلك الأصول بضماناتها الى المنشأة ذات الأغراض الخاصة التي تتولى مهمة إصدار سندات بقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق للحصول على السيولة عن طريق بيعها على المستثمرين لسداد قيمة الأصول للمؤسسة المالية على أن تكون الفوائد على هذه السندات متوافقة مع فوائد الديون الأصلية. هذا ملخص موجز لإجراءات التوريق التقليدية، والواقع يشير الى شروع المؤسسات المالية الدائنة عبر توفر السيولة المالية الكافية في عمليات تمويل جديدة او للتوسع في نشاطها كما يساعدها هذا الأجراء على تحسين قوائمها المالية بالتحرر من قيود مبدأ كفاية رأس المال ومخصصات الديون وفي تحويل الأصول غير السائلة الى أصول سائلة يمكن إعادة توظيفها مرة أخرى. إذ يساعد التوريق في توزيع المخاطر الائتمانية على قاعدة عريضة من الدائنين كما يساهم بإيجاد سوق يسد حاجة القطاعات الى تمويل طويل الأجل مثل تمويل

(*) للمزيد من التفاصيل أنظر: سرارمة مريم - دور المشتقات المالية و تقنيات التوريق في أزمة 2008- جامعة منيتوري- الجزائر.

(1) طارق محمد خليل الاعرج- العولمة المالية- الاكاديمية العربية المفتوحة -كلية الادارة والاقتصاد 2012 ص11-14.

الرهن العقاري والمؤسسات التمويلية الأخرى الأمر الذي يؤدي الى تنشيط السوق المالية واتساعها عبر تعبئة الموارد المالية المختلفة وتنويع الادوات الاستثمارية المعروضة فيها.⁽¹⁾ غير أن نقل المخاطر من القروض المفردة وتجميعها وتوزيعها على حائزي الأوراق والجهات الضامنة. دفع بتضائل الاهتمام بالتقييم الموضوعي للمخاطر ، كما تضاعلت دقة تقييم الضمانات.

وهناك أنواع متعددة للمشتقات وأكثرها انتشاراً، هي:-

أ - عقود المستقبلات:⁽²⁾

عقود قانونية يجري إبرامها في أسواق منتظمة ، تمثل تعهداً بالتسليم المستقبلي إلى المشتري أو بالاستلام من البائع ، لكمية ونوعية (أصل) تم الاتفاق عليها في وقت معين، وتشمل السندات السيادية ومؤشرات الأسهم وأذونات الخزنة والذهب والمعادن الثمينة والنفط والعملات ومن خصائص هذه العقود أن يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد لتجنب مخاطر تقلب الاسعار وتغيرها ، إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعاً ويجري التعامل بها بأسلوب المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة توكل اليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يوميا بين طرفي العقد ولضمان تنفيذ الالتزامات بين طرفي العقد (البائع والمشتري) يلزم كل منهما بإيداع هامش تتراوح قيمته بين (5-15%) من القيمة الاجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تسوية العقد او تصفيته بقصد ضمان سوق منتظم للعقود المستقبلية ، لجأت بورصات العقود الى تسمية شروط التعاقد في خمسة اساسية⁽³⁾: 1- وحدة التعامل: (الكمية والوحدة) التي تقاس بها مكونات العقد 2- شروط التسليم: بواسطة ادارة البورصة 3-حدود تقلب الاسعار: (تثبيت حد أدنى وحد أقصى) 4-حدود المعاملات: (ويقصد بها الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن ان تكون بيد مستثمر واحد 5-الهامش المبدئي: (5-15%) من قيمة العقد.

ب - عقود الخيارات:⁽⁴⁾

وهي عقود مالية تمنح صاحبها الحق وليس الالتزام في بيع أو شراء أصل معين، عبر أوراق مالية تجارية معينة بسعر محدد وخلال مدة مثبتة في أصل العقد، يتفق فيها طرفين أساسيين في عقد الخيار : مشتري الخيار

ومحرر حق الخيار (البائع) وتقسم إلى خيارات الشراء وخيارات البيع وتنطوي فلسفه هذا الطراز من العقود في محاولة كل طرف الاستفادة من توقعاته على حساب الطرف الآخر عن طريق تمكينهم من الانتقال بتصوراتهم وتوقعاتهم الى التطبيق العملي عبر أسلوب مقابلة

(1) سامر سنقرط -
التوزيع كأداة
تمويل واستثمار-
مجلة المصارف
في الأردن، عمان،
المجلد 21 العدد 2،
2002، ص 35.

(2) خالد وهيب
الراوي - إدارة
المخاطر المالية-
دار المسيرة للنشر
والطباعة، الطبعة
الاولى، عمان-
2008- ص 289.

(3) عاطف فرحة -
إدارة المشتقات
المالية-جامعة
دمشق-كلية
الاقتصاد. 2010-
ص 10.

(4) منير إبراهيم
هندي - الخيارات
المالية - ج 3-
منشأة المعارف-
مصر العربية
2008- ص 62.

حق ممارسة عملية شراء أو بيع يقوم بها طرف معين بالتزام يتعهد به طرف آخر وإيجاد قيمة سعرية مقبولة ثمناً لهذا الالتزام بالتنفيذ الفعلي لحق الشراء أو حق البيع فيكون: -حق (خيار) يقابله التزام - التزام بتنفيذ يقابله ثمن وأصبحت حقوق الخيار من الأهمية بمكان للمتعاملين في أسواق المال وأسواق العملات بفضل توفر نظريات حسابية معقدة لاحتساب سعر حقوق الخيار ، وأصبح بالإمكان المتاجرة بتقلبات الاسعار نفسها والمتاجرة بمؤشرات أسواق المال مثل : Dawjones ، NIKKEI وبذلك تداخلت مفاهيم المتاجرة والمقامرة عبر توقعات الاسعار وتقدير الفرصة والخطر. ويوجد نوعين من الاختيار ، الأمريكي الذي يعطي الحق لصاحب الخيار في تنفيذه في أي وقت خلال المدة منذ ابرام العقد حتى التاريخ المحدد لإنتهائه والأوروبي فلا يتم تنفيذه إلا في التاريخ المحدد لإنتهائه حسب نص الاتفاق.

ج - عقود المبادلات:⁽¹⁾

وهي التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، وهي الأخرى شملت أنواع منها مبادلة أسعار الفائدة والعملات، فضلاً عن اتساع التعامل بها في الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة.

د - العقود الآجلة:

يغلب على هذه العقود الطابع الشخصي ولا يتم تداولها في الأسواق المنظمة⁽²⁾ ، إذ يتفاوض طرفا العقد، على الشروط بما يتفق وظروف كل منهما، وغالباً ما تستخدم من قبل الشركات والبنوك لتفادي مخاطر أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية، كما يستخدمها المستثمرون ضد مخاطر أسعار الفائدة عندما يرغب مستثمر ما الحصول على قرض معين ، يلجأ لشراء عقد أجل لأسعار الفائدة بمعدل ثابت محدد مسبقاً، وأن يلتزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة بالعقد وعلى هذا النحو فإن المضاربون لا يجدون مكاناً لهم في هذه العقود⁽³⁾.

ثانياً: أهمية المشتقات المالية في تمويل الائتمان.

تعتبر المشتقات المالية من الأدوات الاستثمارية التي انتجت في ضوء التطور العلمي و التكنولوجي وما أفرزت الحاجة للسيولة ورفع الكفاءة للتقليل من المخاطرة الأمر الذي جعل من تلك الأدوات وسيلة للتحوط من التقلبات ، لا سيما وأنها لا تنشئ تدفقات نقدية إلا بشكل بسيط وأدوات تشتق من عقود الأوراق المالية والعملات الأجنبية تشوبها حالة عدم التأكد مما يزيد من مخاطرها للتعامل مع المستقبل وهذا ما يدفع البعض لاستخدامها كأداة للمضاربة⁽⁴⁾.

(1) زياد رمضان- مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي- ط2- عمان دار وائل للطباعة والنشر 2002 ص17.

(2) مؤيد عبد الرحمن الدوري وسعد جمعة عقل- ادارة المشتقات المالية- اثره للنشر والتوزيع -عمان الاردن- ط1-2012 - ص30.

(3) منير ابراهيم هندي- الاسواق الحاضرة

والمستقبلية ، اسواق الاوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود

المستقبلية ط2- عمان-الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية 1994 ص370.

(4) مؤيد عبد الرحمن الدوري وسعد جمعة عقل- مصدر سابق - ص32-35.

تمثل المشتقات أسرع أشكال المعاملات المالية نمواً، واستمرت تنمو حتى في ظل ظروف الأزمة المالية العالمية الحالية، وإن القسم الأكبر من المشتقات المالية في الولايات المتحدة يتم بواسطة عدد محدود من البنوك الأمريكية الكبرى والشركات التي تتبعها^(*)، ووفقاً لتقرير مكتب رقابة العملة في الولايات المتحدة، بلغت 20 تريليون دولار عام 1995، وفي عام 2011 قفزت إلى 248 تريليون دولار أي ما يعادل 17 ضعفاً من الناتج المحلي الأجمالي الأمريكي وتوزعت نحو 82% عقود فائدة، 11% عقود نقد أجنبي، 6% مشتقات ائتمان، والباقي عقود مشتقات أسهم وسلع وغيرها. أما توزيع المشتقات حسب طبيعة المنتج المالي فقد بلغت: عقود المستقبلات والعقود الآجلة نسبة 16%، عقود الترتيبات المتبادلة Swaps نسبة 63%، عقود الخيارات نسبة 15%، في حين بلغت 6% مشتقات الائتمان⁽¹⁾.

وقد أدى رفع القيود التنظيمية عن الأسواق المالية إلى فتح المجال أمام المخاطرة المفرطة وتركز الأنشطة المصرفية في عدد صغير من المؤسسات الكبيرة وإجراء تحول في التمويل المصرفي من الاعتماد على الودائع إلى الاعتماد بدرجة أكبر على أسواق رؤوس الأموال ومن الاقتراض إلى التداول في ظل استحداث نظام مالي مواز لا يخضع إلى حد بعيد للقواعد التنظيمية ولاسيما في الإقتصادات المتقدمة بعد ترسيخ القناعة بأن الأسواق المالية أكثر كفاءة في تخصيص الموارد وترشيدها⁽²⁾. إلا أن الآثار السلبية للاستثمار المالي في المشتقات المالية كثيراً ما تكون مستمدة من سلوك القطيع (أي مجارة التيار لبعض الوقت ثم سحب الاستثمار قبيل قيام باقي الحشد بعمل ذلك) ويقوم الجميع بالمقامرة على ذات النتيجة مثل ارتفاع أسعار العقارات أو رأس المال السهمي أو أصول أخرى، ويتناسى الجميع فيما إذا كانت المعلومات الأساسية صحيحة أو يمكن أن تكون ذات صلة بنشاطات الاقتصاد الحقيقي، وأن هذه الظاهرة ليست فقط في أسواق الأوراق المالية وأسواق المشتقات المالية وإنما في أسواق العملات وأسواق السلع الأساسية الآجلة أيضاً. ناهيك عن دور السوق المالي في إبعاد وغياب السيولة عن الاقتصاد الحقيقي⁽³⁾، إذ يتسبب ضخ السيولة في السوق المالي أثناء نشاط السوق المحموم ولاسيما عند ارتفاع الأسعار إلى تشجيع الأفراد على استثمار مدخراتهم ودخولهم ورؤوس أموالهم للمضاربة في السوق المالي، إلا أن اتجاه هذا النوع من الاستثمار ينتهي إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي وتلاشي فائض القيمة على المستوى الكلي⁽³⁾.

وتظهر أهمية المشتقات المالية عبر اتجاهين، الأول المتاجرة بالمبيعات وأخذ المراكز وموازنة سعر الصرف والثانية عبر تغطية

(*) البنوك هي:

بنك جي بي مورجان تشيز، وسيتي بنك، وبنك أوف أمريكا، وبنك جولدمان ساكس، وبنك إنتش إس بي سي - أنظر في:

الاقتصادية

الالكترونية 1

مايس 2012

العدد 6777

<http://www.ale>

qt.com/2012/05

[/01/article_652](http://qt.com/2012/05/01/article_652)

520.htm

(1) محمد إبراهيم

السقا - المشتقات

المالية .. قنبلة

العالم الدائمة -

الاقتصادية

الالكترونية 1

مايس 2012

العدد 6777

<http://www.ale>

qt.com/2012/05

[/01/article_652](http://qt.com/2012/05/01/article_652)

520.htm

(2) الأمم المتحدة

الاونكتاد- تقرير

التجارة والتنمية

2011 - ص 14

(3) المصدر نفسه

ص-22.

المخاطر ولاسيما ادارة المخاطر التي تتعرض لها البنوك نتيجة التقلبات في أسعار الصرف الأجنبي وأسعار العملات ولتقليل مخاطر أسعار العملات والعملات يتم مراقبة مراكز العملات يومياً وتستخدم إستراتيجيات تغطية المخاطر لضمان بقاء مراكز العملات ضمن الحدود المقررة.⁽¹⁾

وفي ضوء إلغاء حظر التعامل على المشتقات المالية في قانون البنوك في عدد من الدول ، ولغرض الاستفادة من مزايا المشتقات وتفايدي الخسائر يجب أن يتوافر عند بدء التعامل في المشتقات في السوق عدة متطلبات يتقدمها:⁽²⁾ وجود تنظيم داخلي للبنوك يسمح بقياس حجم المخاطر بمساعدة الكوادر البشرية المتخصصة مع رفع الوعي بأهمية هذه الأدوات في السوق المالي والتعريف بالعقود القانونية الخاصة بها . مع وضع الضوابط الرقابية الملائمة في تثبيت الحدود القصوى لحجم التعامل للمؤسسات المختلفة في مجال استخدام المشتقات المالية والأطر المؤسسية لمعايير المحاسبة والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بنشاطاتها، وحث البنوك على تكوين الاحتياطيات والمخصصات اللازمة لتغطية المخاطر المرتبطة بتلك المعاملات، ولا يتم ذلك الا من خلال توفير بنية تكنولوجية متطورة لتيسير إتمام عمليات التسوية والمقاصة الخاصة بالمشتقات والتي تتسم بالتعقيد.

قد تتعرض المصارف وغيرها من المؤسسات المالية إلى عدد من المخاطر ومنها:

1-مخاطر الائتمان: ناجمة عن عدم وفاء احد أطراف العقد بالتزاماته المالية المنصوص عليها بموجب العقد ويعتبر اكثر المخاطر انتشارا في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصة المنظمة.⁽³⁾ وهذا غالباً ما يحصل في عقود المشتقات المالية في العقود الاجلة.

2- خطر السيولة: في حال عدم قدرة المؤسسة المصرفية في مواجهة التزاماتها في ظرف لا يسمح لها بالتعويض الكافي لدائنيها في ظل عدم توفر فرص الاقتراض من السوق النقدي، الأمر الذي يؤدي بحدوث أزمة ثقة يتبعها إفلاس البنك.وينشأ هذا الخطر نتيجة اختلال التوازن في الهيكل المالي للبنك، حيث تصبح الأصول المتداولة غير كافية لتغطية الديون القصيرة الأجل.⁽⁴⁾ وتمثل السيولة السبب الالهم في اندلاع الازمات المالية.

3- خطر السوق: يتعلق هذا النوع بنشاطات التفاوض أو المضاربة في أسواق رؤوس الأموال مقابل التغيرات في قيم الأصول وأسعار الفائدة أو اسعار الصرف، حيث يتم تسجيل خسارة بعد إعادة بيع الأسهم

(1) سمير عبد الحميد رضوان- "المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"- دار النشر للجامعات، مصر- ط1- 2005 - ص58.

(2) لحول عبد القادر إشكالية تدويل الخطر المالي ومخلفاتها على الأسواق المالية في الدول النامية جامعة الطاهر مولاي - سعيدة - الجزائر- جامعة بشار يومي -ابريل 2010 الموقع الالكتروني:

aecklahouel@yahoofr

(3) مؤيد عبد الرحمن الدوري وسعد جمعة عقل- مصدر سابق - ص37-40.

(4) مركز الامارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية-خطر المشتقات المالية على النظام المالي- 13 يناير 2010 <http://www.ecssr>.

المحصل عليها، بسبب انخفاض سعر السهم أو غياب السيولة في سوق بيع الأسهم لأن العدد غير كاف من المشتريين مع شدة الحاجة ، لبيع الأسهم حتى وإن كان ذلك بأقل السعروشكلت تداعيات أزمة المكسيك حين اقترن بتقلبات سعر صرف البيزو المكسيكي في عام 1994 بتخفيض حاد غير متوقع في اسعار الاوراق المالية متوسطة الاجل وامتد ليشمل الاصول المالية المكسيكية ثم امتد الى اسعار السندات في باقي دول امريكا اللاتينية⁽¹⁾.

تساهم المشتقات المالية وتقنيات التوريق في تسهيل جمع السيولة النقدية لنمو الشركات والمؤسسات الاقتصادية بمختلف انواعها عبر أسلوب اصدار الأسهم والأوراق المالية لتمويل نشاطاتها التوسعية وزيادة الحصة السوقية عبر تعدد الخطوط الانتاجية في المؤسسات الصناعية والاندماج والاستحواذ المصرفي .ويمكن أن تستعمل المشتقات المالية من السلطة النقدية لتمويل القطاع المصرفي بالسيولة المحلية المؤقتة ، غير أن خطر المشتقات المالية على النظام المالي ينشأ بسبب الاتجار بعيداً عن القواعد التنظيمية وعبر الاتفاق المباشر بين أطرافها دون اللجوء إلى وسطاء وعادة ما تتداول خارج البورصات ، وتقدر قيمتها الاسمية 674

تريليون دولار وفقاً لبيانات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD في ت1 من عام 2012 وشكلت العقود المرتبطة بأسعار الفائدة نسبة 81.77% (كما في الجدول 1) من مجموع قيم المشتقات لمنتجات عالية الخطورة مثل عقود المبادلات وعقود المعدلات الآجلة والخيارات إضافة إلى خلوها من أي قواعد تنظيمية فيما يتعلق بأساليب الكشف عن المعلومات بين الأطراف المتعاقدة، فإن قيمها صعبة التقدير بسبب هيكلية سوق المشتقات المكون من مصارف كبيرة وصناديق تحوط تكون عرضة للمخاطر بسبب ضخامة حجمها الذي يؤثر في النظام المالي بشكل كبير في حالة انهيارها. حيث سادت اشاعات بعد الانهيار الناجم عن فقاعة المشتقات عام 2008 ، باتجاه المصارف المركزية إلى طباعة الأموال من أجل سداد "القيم والأرباح غير الواقعية" المترتبة على تلك المشتقات، الأمر الذي يسفر بدوره عن إيجاد قنبلة ذات محتوى مغرق في التضخم، لها القدرة عن زعزعة استقرار النظام المالي العالمي مجدداً⁽³⁾

إن فلسفة تحفيز المدخرات نحو الاستثمار في السوق المالية تركت اثارها على قنوات المدخر في تفضيل توظيف مدخراته في السوق المالية بدلا من المصارف لتدني عوائدها نسبياً ، الامر الذي حمل بضلاله الى انحسار الاستثمار الحقيقي.

(1) مؤيد عبد الرحمن الدوري وسعد جمعة عقل- مصدر سابق - ص37-38.

(2) بيانات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD

تشرين الاول 2012.

(3) مركز الامارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية-خطر المشتقات المالية على النظام المالي- 13-يناير 2010

<http://www.ecs-sr.com>

جدول (1): تجارة المشتقات المالية (ترليون دولار)

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2011	2012
المتغيرات									
عقود FX	24.5	29.6	31.4	40.2	56.2	44.2	49.2	57.8	63.4
عقود اسعار الفائدة	142	190.5	212	291.1	393.1	385.9	449.9	463.3	504.1
عقود مرتبطة بالأسهم	3.8	4.4	5.8	7.5	8.5	6.2	5.9	5.6	6
عقود مرتبطة بالسلع	1.4	1.4	5.4	7.1	8.5	3.8	2.9	2.9	3.1
مشتقات المشتقات	N/A	4.6	13.9	28.7	58.2	41.9	32.7	29.9	28.6
مشتقات اخرى	25.5	21.3	29.2	39.7	71.2	25.5	63.8	42.6	42.6
المجموع	197.2	251.8	297.7	414.3	595.7	547.4	603.9	601.1	647.8

ثالثاً : الأزمة المالية من نتائج تطبيق المشتقات المالية

يشير مفهوم الأزمة المالية الى التذبذبات في أداء مجمل المتغيرات المالية في الإصدار والتسعير للأوراق المالية وفي مقدمتها الأسهم والسندات، وشهادات الودائع المصرفية، ومعدل الصرف على المستوى الجزئي والكلي الأمر الذي يستلزم فترة طويلة في تقدير الظواهر الخاصة بها وتفسيرها.⁽¹⁾

(1)Financial crisis - From Wikipedia , the free encyclopedia-
www.ar.wikipedia.org

حملت النظريات المفسرة للأزمة المالية مضامين مختلفة بين الإشارة للذعر المالي نتيجة انكماش فعاليات النشاط الاقتصادي أو بسبب الانهيار في سوق الأسهم نتيجة ظهور فقاعة في أسعار بعض الموجودات المالية أو بسبب انهيار في معدلات سعر الصرف يتجسد في اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية وتمتد أثره إلى القطاعات الاقتصادية وقد صنفت الأزمة المالية الى أزمة مصرفية : عند انحسار سيولة البنوك التجارية بسبب إفراطها في منح الائتمان وبلوغها مستوى العجز عن تلبية سحوبات المودعين وبسبب الإشاعات وأمام ضعف قدرة البنوك التجارية عن تهيئة سيولة نقدية كافية لتلبية تلك السحوبات تحصل حالة الذعر المالي التي تؤدي الى عجز البنوك عن توفير سيولة كافية الامر الذي يضطرها للاقتراض من البنوك الأخرى وفي حالة تعذر ذلك

يتدخل البنك المركزي كملجأ أخير للإقراض لإنقاذ البنوك وتوفير السيولة الكافية لحل الازمة إذ لم تسجل الوقائع الاقتصادية الأزمات المصرفية إلا نادرا في عقود الخمسينات والستينات بسبب القيود الملزمة على رأس المال والتحويلات وأصبحت أكثر انتشاراً منذ عقد السبعينات، وتعود الاسباب الى الابتكار في أدوات ووسائل تمويل الائتمان في ظل أنظمة مدفوعات إلكترونية متطورة ساهمت على تجاوز البنوك التجارية لبعض المؤشرات الرقابية مثل السيولة، اليسر، الربح، في محاولة لاختفاءها المركز المالي.⁽¹⁾ يرافق ذلك عدم الالتزام بمعايير لجنة بازل بشكل سليم ولاسيما البنوك في الدول ذات القوة الاقتصادية الكبيرة والمتعلقة بتطبيق الأنظمة الرقابية والمصرفية وحدود كفاية رأس المال وضوابط تمويل الائتمان والتي تهدف الى ضمان استقرار القطاع المصرفي وبخاصة البنوك التجارية. الامر الذي قاد "لجنة بازل"^(*) الى تصنيف الدول وفقاً لدرجة المخاطرة الائتمانية كل من خلال مؤشرات ومجموعتين:⁽²⁾ الاولى مجموعة الدول ذات المخاطر المنخفضة : وتضم الدول الأعضاء في "لجنة بازل" مع الدول التي عقدت إتفاق مع صندوق النقد الدولي بشأن اجراء تسهيلات ائتمانية خاصة، وتشمل على: (أستراليا، النمسا، الدنمارك، فنلندا، اليونان، أسلينا، نيوزلندا، النرويج، البرتغال، السعودية، تركيا). والثانية مجموعة الدول ذات المخاطر العالية: وتشمل كل دول العالم ما عدا الدول في المجموعة الاولى.

أما أزمة الأسواق المالية تعود جذورها الى هبوط حاد في اسعار الاوراق المالية للأسواق كالأسهم والسندات وغيرها من الأدوات وهو ما يطلق عليه بأزمة الفقاعة ، ساهمت بإنضاجها عمليات الاندماج والاستحواذ في الأسواق المالية في ظل سهولة حركة رؤوس الأموال وتكاملها وانتشار مبدأ المضاربة بشكل واسع في إطار الاستثمار المحافظ لتحقيق أقصى المكاسب بأقل مدة ممكنة. يوازي ذلك السرعة في تدفق الاموال الساخنة من بلد لآخر الأمر الذي عجل في نشوب الأزمات وانتقالها بين أسواق المال. **وإن أزمة العملة:** تتحقق عند هجمات المضاربة في عملة بلد ما بشكل يدفع الى هبوط حاد في قيمة العملة، الأمر الذي يدعو البنك المركزي لاستخدام جزء من احتياطياته من النقد الأجنبي للدفاع عنها وهناك نمطين لأزمات العملة، أحدها ذات طابع تقليدي تبلغ ذروتها بعد أمد من الإفراط في الإصدار النقدي بهدف تمويل الإنفاق ليمتدح عنه ارتفاع الأسعار وانخفاض القيمة الحقيقية للعملة وأزمة العملة ذات الطابع الجديد غالباً ما يكون بسبب حصول مضاربات على العملة وتذبذب

(1) عبد النبي اسماعيل الطوخي - التنبؤ المبكر بالأزمات باستخدام المؤثرات النقدية والمالية- مؤتمر اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير 2003-عمان الاردن .

(*)تم تأسيس لجنة بازل للرقابة المصرفية عام 1988 بسبب الاضطرابات المالية.

وقدّرت نسبة كفاية رأس المال بـ 8 %، وأوصت تطبيقها

اعتباراً من نهاية عام 1992، على الرغم من ايجابيتها استوجب التعديل لتلك

الاتفاقية وإصدار

اتفاقية جديدة

مناسبة تتضمن إعادة

النظر في أساليب

إدارة المخاطر بما

يحقق سلامة البنوك

واستقرار القطاع

المصرفي سميت بازل

2، حيث قامت بإدخال

مخاطر التشغيل

وأضافت دعامتين

جديديتين إحدهما

تتعلق بعمليات

الإشراف الرقابي

والثانية تتعلق

بانضباط السوق وقد

بدأ تطبيقها مع بداية

عام 2007 .

(2) أنظر: مفتاح صالح

وأخرون - تأثير مقررات

لجنة بازل III على

النظام المصرفي

الاسلامي وقائع

المؤتمر العالمي

التاسع للاقتصاد

والتمويل الاسلامي:

النمو والعدالة

والاستقرار من منظور

اسلامي أيام من 09-

10 سبتمبر 2013.

أسطنبول-تركيا.

أسعار صرفها في الأسواق المالية ، يمتد تأثيرها الى القطاعات الاقتصادية بأسرها وهي أشد الازمات المالية فتكاً في النظام المالي.⁽¹⁾

تتميز الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية من هذه الخصائص توفر السيولة، استمرارية السعر، العمق، توفر المعلومات، وانخفاض عمولات الوساطة⁽²⁾ تمثلت نتائج تطبيق مقررات بازل 2 على النظام المصرفي بضمان سلامة البنوك والحفاظ على شروط المنافسة العادلة فيما بينها العمل على استقرار المصرفي والمالي في إطار تشريعات وأنظمة متكافئة بين مختلف البلدان التي تنشط فيها، مع إلغاء كل تمييز ما بين الدول واقتصادها فقط على المخاطر التي ترضى الاستفادة من تخفيض رأس المال للبنوك عبر طرق التقييم الداخلي للائتمان وتوسيع إدارة المخاطر عند تطبيق الأدوات المستحدثة بقصد توفير السيولة . أما الافرازات السلبية فتتمثل بتناسبها مع امكانيات وتقنيات البنوك الكبيرة وإغفالها ظروف البنوك في الدول المتخلفة بسبب غياب البيئة الملائمة لها والمأخذ الكبير في هذه القواعد غير الزامية التطبيق الأمر الذي يحد من فاعليتها ويزيد من تكاليف التمويل .

ويظهر اثر المشتقات المالية في أزمة الرهن العقاري عام 2008 من خلال التوسع في ادوات مالية جديدة تعتمد على الثقة في تحقيق مكاسب في المستقبل ونظراً لإنهيار اسعار الاسهم والسندات الصادرة على البنوك والشركات الاستثمارية انهارت قيمة المشتقات وأندلع دعر في الاسواق المالية نتيجة لتزاحم الجميع على تصفية مراكزهم فانخفضت مؤشرات الاسواق انخفاضاً كبيراً أدى الى شلل هذه الاسواق في الوقت الذي يتركز أهداف هذه المشتقات على مواجهة المخاطر التي يمكن أن تحدث⁽³⁾.

فشلت مقررات بازل 2 في حماية البنوك من الضغوط الائتمانية التي تعرضت لها جراء الأزمة المالية العالمية في عام 2008، الأمر الذي جعل بعض الاقتصاديين يشككون في الافتراضات الضمنية التي يقوم عليها إطار هذه المقررات. والدعوة لإصلاح القطاع المصرفي في إطار قواعد اتفاقية «بازل 3» من خلال تحصين البنوك ذاتياً ضد الأزمات المالية في المستقبل، وبالتغلب بمفردها على الاضطرابات المالية التي من الممكن أن تتعرض لها من دون مساعدة أو تدخل البنك المركزي أو الحكومة قدر ما أمكن، وتهدف الإصلاحات المقترحة بموجب اتفاقية بازل 3 إلى زيادة متطلبات رأس المال وإلى تعزيز جودته في القطاع المصرفي حتى يتسنى له تحمل الخسائر خلال التقلبات الاقتصادية الدورية، حيث يسمح نظام بازل الجديد بزيادة رؤوس أموال البنوك على مراحل زمنية ولمدة ثمان سنوات وكما هو موضح بالجدولين (2)(3). عبّر إلزام البنوك

(1) ثريا عبد الرحيم الخزرجي- الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة - وقائع مؤتمرات- تحديات أنظمة العولمة المالية- الجامعة الهاشمية الاردن -للمدة من 22-21 تشرين الاول 2009 ص305-307

efpedia.com/ara b/wp-content (2) _أنظر: مفتاح صالح وآخرون - تأثير مقررات لجنة بازل III على النظام المصرفي الاسلامي - وقائع المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الاسلامي: النمو والعدالة والاستقرار من منظور اسلامي أيام من 10-09 سبتمبر 2013، أسطنبول-تركيا.

(2) سمير عبد الحميد رضوان- مصدر سابق- ص143

(3) محمد عبد الحليم عمر-قراءة اسلامية في الأزمة المالية العالمية- ورقة مقدمة في ندوة الأزمة المالية العالمية من منظور اسلامي وتأثيرها على الاقتصادات العربية-جامعة الازهر 11 أكتوبر 2008.

الاحتفاظ برأس مال أساسي، يتألف من رأس المال المدفوع والأرباح المحتفظ بها ويعادل 4.5% من أصولها بحد أدنى بزيادة عن نسبة 2% وفق اتفاقية بازل 2. وتكوين احتياطي جديد منفصل يضم أسهم عادية ويعادل 2.5% من الأصول، أي وجوب قيام البنوك بزيادة كمية رأس المال الممتاز الذي تحتفظ به لمواجهة الصدمات المستقبلية إلى ثلاث أضعاف ليبلغ نسبة 7% وفي حالة انخفاضها ، يمكن للسلطات المالية أن تفرض على البنوك قيوداً في توزيع الأرباح على المساهمين أو عند منح المكافآت المالية لموظفيهم، مع رفع معدل المستوى الأول من رأس المال الإجمالي الحالي من 4% إلى 6% وعدم احتساب الشريحة الثالثة في معدل كفاية رأس المال إلا أن المدة الزمنية لتطبيق هذه المعايير تستمر حتى عام 2019

جدول رقم (2)

متطلبات رأس المال ورأس مال التحوط وفق مقررات بازل III

أجمالي رأس المال	رأس المال الشريحة الأولى	حقوق المساهمين للشريحة	
8%	6%	5.4%	الحد الأدنى
	5.2%		رأس مال التحوط
	0%-5.2%		حدود رأس مال التحوط
5.10%	5.8%	7%	الحد الأدنى + رأس المال التحوط بازل III
8%	4%	2%	بازل II

- Basel Committee on Banking Supervision Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Bank for International Settlements , Basel, Switzerland, June 2011 ,p64.
- Prudential Financial Policy Department Islamic Banking and Takaful Department, Implementation of Basel III, BNM/RH/NT 007-25, p4

جدول رقم (3)

مراحل تنفيذ مقررات بازل III

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
4.50 %	4.50 %	4.50 %	4.50 %	4.50%	4.00 %	3.50 %			الحد الأدنى لنسبة رأس المال من حقوق المساهمين
2.50 %	1.88 %	1.25 %	0.63 %						رأس مال التحوط
7.00 %	6.38 %	5.75 %	5.13 %	4.50%	4.00 %	3.50 %			الحد الأدنى لحقوق المساهمين + رأس مال التحوط
6.00 %	6.00 %	6.00 %	6.00 %	6.00%	5.50 %	4.50 %			الحد الأدنى لرأس مال الفئة 1
8.00 %	8.00 %	8.00 %	8.00 %	8.00%	8.00 %	8.00 %			الحد الأدنى من إجمالي رأس المال
10.5 0%	9.88 %	9.25 %	8.63 %	8.00%	8.00 %	8.00 %			الحد الأدنى لإجمالي رأس المال + رأس مال التحوط

Rustom Barua, Fabio Battaglia, Ravindran Jagannathan, Jivantha Mendis and Mario Onorato, Basel 3 what's new ? business and technological Challenges, Algorithmics, an IBM Company, 2010, p32.

تتلخص أسباب الأزمة المالية العالمية الحالية نتيجة الأتي:⁽¹⁾

- 1- الانفصام بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي.
- 2- التوسع الكبير في منح القروض من المصارف الاستثمارية بشكل خاص دون وجود الضمانات الكافية.
- 3- الفساد الإداري المتفشي في الشركات والمصارف الاستثمارية.
- 4- انعدام الرقابة والإشراف الكافي على المؤسسات المالية المتخصصة وبالتحديد شركات الاستثمار في منح القروض وإصدار السندات، في الوقت الذي تخضع فيه المصارف التجارية إلى رقابة البنوك المركزية من حيث الالتزام بشروط المحافظة على ملاءة رأس المال كما تشير اتفاقية بازل، فإن شركات الاستثمار لا تخضع لمثل هذه الرقابة.

(1) بوعتروس

عبدالحق -
تحليل الأزمة
المالية الراهنة
2008م مقارنة
إسلامية - كلية
الاقتصاد /
جامعة
قسنطينة -
الجزائر ص 2-9
www.iefpedi.com
سحبت
يوم 2014/1/5

5-ارتفاع أسعار الفائدة وما ترتب عنه من تزايد أعباء القروض من حيث خدمتها وسداد أقساطها.

6-عدم قدرة المقترضين على سداد أقساط القروض نتيجة سجلاتهم الائتمانية السيئة.

رابعاً: مستقبل تطبيق المشتقات المالية على الاقتصاد الكلي:

أدت الازمة المالية العالمية الى اعادة تقييم المنافع والمخاطر المتصلة بالتمويل والخدمات المالية ولاسيما بما يتعلق بعمليات التوريد والمشتقات المالية المعقدة فقد نمت الى درجة مفرطة من حيث الحجم والتعقيد ولم تفرز قيمة مضافة على الاقتصاد الكلي إلا بشكل محدود فكانت محدودة الاثر كثيرة المخاطر وقد شهدت الصيرفة العالمية تراجعاً واضحاً بعد ان سجلت التدفقات المالية المصرفية والتدفقات المنشئة للديون في طائفة واسعة من البلدان بين اعوام 2002-2007 من نحو 8% الى 25% من اجمالي الناتج المحلي (GDP) في الاقتصادات المتقدمة ومن نحو 5.2% الى 12% من GDP في الاسواق الصاعدة انخفضت بشكل حاد الى 3.1% من GDP عام 2009 تاركة اثراً بالغاً على الاقتصاديات المتقدمة والصاعدة وتعافت في عام 2010 إلا انها هبطت مع اشتداد ازمة الديون السيادية الاوربية وبلغت 3.6% من GDP في عام 2012.⁽¹⁾ ومن حيث الاستقرار المالي تشير نتائج البحوث الى الفروق في مدى تأثير البلدان بالصدمات حسب الحجم النسبي للبنك ومقدار المسافة بين البنوك المنتسبة والبنوك الام التي تتبعها ومدى حجم الاموال التي تجمعها الاموال التي تجمعها البنوك الاجنبية محليا وليس من مصادر اجنبية وعلى النحو التالي⁽²⁾:-

(1) ستين
كلايسنس- وان
ماركيتني-النشاط
المصرفي العالمي
يستجمع قواه من
جديد-مجلة

التمويل والتنمية
-ديسمبر 2013-
ص14

(2) المصدر
نفسه- ص15-
16

1-الائتمان الداخلي المقدم من شركات محلية يتسم بدرجة أكبر من الاستقرار بالاقتراض عبر الحدود فقد خفضت البنوك الاجنبية الاقتراض بدرجة أكبر مما فعلت البنوك المحلية في بلدان اوربا الشرقية ولكن هذا الفرق لم يظهر في بلدان امريكا اللاتينية اذ كانت الفروع قليلة وعدد الشركات المنتسبة للمؤسسة محليا اكبر منه في اوربا الشرقية لسبب جزئي هو تفضيلات الهيئات التنظيمية في امريكا اللاتينية.

2-تعرض البنوك العالمية لصدمات تدفعها في الغالب الى اعادة موازنة حافظاتها بالابتعاد عن الاسواق العالمية اذ نقلت الصدمات من الاقتصادات المتقدمة الى الاسواق الصاعدة (مع قيامها بإعادة توزيع السيولة داخل المؤسسة) فقد قامت البنوك الاجنبية العاملة في الاقتصادات المتقدمة المتضررة من الازمة أيضاً بخفض اقراضها المحلي ، وإعادة الاموال للمساعدة على استيعاب الصدمات في داخل أوطانها.

تتدفق السيولة الدولية التي لا تقارن حجوماها اليوم بأي وقت مضى قبل إندلاع أزمة الرهن العقاري في 2008 في ظل ارتفاع وحرية حركة رؤوس الأموال من مصدرين : سيولة رسمية ، وسيولة خاصة ، يمكن توصيف مكونات الأولى باسم "التمويل" الذي يجري توفيره دون قيد أو شرط لتسوية المطالبات والسحوبات بإدارة السلطات النقدية. وعبر أدوات مختلفة، مثل احتياطات النقد الأجنبي وأساليب المقايضة بين البنوك المركزية. في ميزة تنفرد بها البنوك المركزية في خلق السيولة الرسمية. أما برامج صندوق النقد الدولي وحقوق السحب الخاصة، هي وسائل لتعبئة السيولة الرسمية، وليست أدوات لخلق السيولة. والمفهوم الآخر :السيولة الخاصة (سيولة القطاع الخاص) ، والتي يتم إنشاؤها بدرجة كبيرة من نشاطات عبر الحدود تمارسها البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية الأخرى. حيث يجمع كلا المفهومين عنصر مشترك هو سهولة التمويل⁽¹⁾، أما كمياً: فإن السيولة الخاصة تهيمن على السيولة الرسمية من حيث الحجم ومنظور الاستقرار المالي، من خلال تحديد اتجاهات وقوة الدورة الاقتصادية نتيجة التكامل المالي العميق بين الدول والابتكار المالي الواسع في الأدوات . فضلا عن سرعة وارتفاع دوران السيولة العالمية الخاصة تدفعها عوامل الاختلافات في معدلات النمو، والسياسات النقدية، وتتقدمها الرغبة في المخاطرة ، غير أن هناك بعض التفاعل بين السيولة الرسمية والخاصة في الظروف الاعتيادية و لاسيما في أوقات الازدهار ويتم تحديد المعروض من السيولة العالمية إلى حد كبير من قبل البنوك الدولية (إما مباشرة أو عن طريق الأسواق المالية) وفي أوقات الشدة ، فإن المعروض من السيولة العالمية يعتمد بشكل حاسم على وصول سيولة القطاع الخاص إلى السيولة الرسمية.⁽²⁾

إن الإفراط في الاقتراض داخل الولايات المتحدة منذ 2001 الى 2006 ساهم في خلق السيولة الواسعة مدعومة من قبل الحكومة وبمعدلات فائدة قاربت 1% قدمت بشروط ميسرة الى شركات الرهن العقاري وامتدت لتشمل معايير الاقتراض حتى لغير المؤهلين ، لتبلغ القروض عالية المخاطر نحو 3,1 تريليون دولار في مارس 2007، وفي إطار اسلوب التمويل بادرت شركات الرهن العقاري الى بيع المساكن والعقارات للأفراد بفوائد وشروط ميسرة مقابل رهنها حتى تسديد أقساط البيع وتبقى سندات الملكية لدى الجهات المقرضة لتبلغ الديون في منتصف 2008 الفردية منها 2,9 تريليون دولار شكلت العقارية منها 6,6 تريليون دولار في حين بلغت ديون الشركات 4,18 تريليون دولار والحكومية 12 تريليون دولار ليصبح اجمالي الدين في الولايات المتحدة 39 تريليون وما يعادل ثلاث أضعاف الناتج المحلي الاجمالي فيها. وكان لإنشاء المشتقات المالية بناءً على أصل واحد لعدد من المرات في منح القرض،

(1) Global liquidity – concept, measurement and policy implications Committee on the Global Financial System-CGFS Papers- No 45- Report submitted by an Ad-hoc Group established by the Committee on the Global Financial System The Group was chaired by Jean-Pierre Landau, Bank of France - November 2011p5-6

(2) علي عبد الله شاهين، "الأزمة المالية العالمية (أسبابها، وتداعياتها، وتأثيراتها على الاقتصاد)"،

www.iugazo.edu,pa/ar/colgupload/news/documents consulte le 25/12/2010

الكثير من المخاطر على النظام المالي. انطلقت شرارة الازمة بإمتناع المدينون عن السداد لأي سبب من الأسباب ومع بداية عام 2008 عجز عدد كبير من المقترضين عن السداد وفي أكتوبر 2008 أصبح عدد العاجزين عن السداد بالملايين مما أدى إلى عجز شركات كبرى و إعلان إفلاس بعضها. في ظل عدم القدرة على إثبات بعض الالتزامات كالمستقبلات و الخياراتلأنها لا تتوفر على شروط الاثبات.

وفي إطار الإجراءات التي تم إتخاذها لمواجهة الأزمة : أن تستمر المصارف المركزية في المحافظة على معدل السيولة في الاقتصاد سواء من خلال تخفيض أسعار الفائدة الأساسية، أو من خلال ضخ الأموال في الأسواق (عمليات السوق المفتوح)، وذلك لضمان تسهيل عملية اللجوء إلى القروض المصرفية للاستثمار بما يؤدي إلى دعم الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي المتعثرين والسماح للحكومة الأمريكية (الخزانة) بشراء أصول هالكة بقيمة 700 مليار دولار مرتبطة بالرهن العقاري مع رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف دولار إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد. إذ أدت هذه الأزمة إلى إيجاد نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، وإلى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد والاستثمار، الأمر الذي دفع بالكثيرين منهم إلى عدم الرغبة في تحمل المخاطر⁽¹⁾. مع تراجع التوقعات بشأن النمو في الاقتصاد العالمي خلال عام 2008، فطبقاً لتقديرات صندوق النقد والبنك الدوليين، ثمة انخفاض في التوقعات فيما يتعلق بمعدلات النمو الاقتصادي بعد ظهور الأزمة مقارنة بالتوقعات قبل ظهورها، حيث خفضت التوقعات حول نمو الاقتصاد العالمي خلال العام 2008 بمعدل 24.2 %، وبمعدل 45.5 % بالنسبة للدول مرتفعة الدخل، وبمعدل بلغ 57.7 % بالنسبة لدول منطقة اليورو، وبمعدل 5.6 % بالنسبة للدول النامية، وبمعدل 13.1 % بالنسبة لدول شرق أوروبا ووسط آسيا، وبمعدل 12.4 % بالنسبة لدول شرق آسيا والمحيط الهادي، وبمعدل 2.2 % بالنسبة لدول أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي، وبمعدل 6.9 % بالنسبة لدول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وبمعدل 15.6 % بالنسبة لدول أفريقيا جنوب الصحراء⁽²⁾.

تراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع المصارف المركزية إلى ضخ الأموال في أسواق المال لتقليل حدة

(1) البنك الدولي-

الأفاق

الاقتصادية

العالمية لعامي

2008-2009 متاح

على العنوان

الالكتروني:

[www.worldbank](http://www.worldbank.org)

nk.org تم

الاطلاع على

المقال في

2009/7/1.

(2) المصدر

نفسه.

هذه الأزمة، فقام المصرف المركزي الأوروبي وبنك إنجلترا وبنك اليابان ومجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي معا في نفس الوقت، بضخ ما قيمته 144 مليار دولار في المصارف لتمكينها من مواجهة طلبات السيولة، ثم قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بعد ذلك وخطوة إضافية أخرى بضخ 180 مليار دولار في الأسواق المالية عبر اتفاقيات تبادل نقدي ومقايضات أجراها مع المصرف المركزي الأوروبي والبنك السويسري وبنك اليابان وبنك كندا، حيث تسمح هذه الاتفاقيات للمصارف المركزية بإقراض السيولة لبعضها البعض على المدى القصير، وذلك في حال أن أحدها في حاجة للسيولة لضمان استقرار النظام المالي في بلاده، وجاءت هذه المبادرة بعدما ضربت الأزمة المالية كل البورصات التي شهدت انخفاضات كبيرة في مؤشراتهما⁽¹⁾.

أما من حيث ملائمة المشتقات المالية لإقتصادات البلدان النامية، فذلك يعود الى تكامل النظام المالي وشروط وكفاءة سوق الأوراق المالية من حيث العمق وإلى العدد الكافي من الشركات والأسعار العادلة لكل شركة وتقارب الفروقات بين الطلب والعرض وهذا يكون عن طريق وجود الشركات العديدة ذات رؤوس الأموال الكبيرة ، ومع ضرورة تطبيق المشتقات في الاقتصاد إلا أن تطبيقها يحتاج إلى تعريف المستثمرين بها والإعلان عنها ، غير ان نسبة كبيرة من المستثمرين في أسواق البلدان النامية ومنها الاسواق المالية الكبيرة كما في مجلس التعاون الخليجي لا يعرف نسب تقييم الأسهم وكيفية تحديد السعر العادل لها مثل مكرر الربحية (مكرر الربحية P/E Ratio: نسبة سعر السهم التجاري إلى ربح السهم السنوي، فكلما ارتفع مكرر الربحية لسهم ما دل ذلك على أن المستثمرين يدفعون سعرا أعلى مقابل كل وحدة ربح، والعكس بالعكس أيضا). ويعتبر مكرر الربحية من أكثر مقاييس تقييم الأسهم استخداما نظرا لسهولة حسابه وبديهية مفهومه وربحية السهم ، فكيف بالمشتقات المالية التي من أبجدياتها تحديد السعر العادل للأصل المالي إضافة إلى عدم جاهزية الأنظمة بسبب صعوبة توفير البنية التحتية لتطبيقات المشتقات مع انها ضرورية لأي سوق مالي ولا يمكن لأي سوق أن يكتمل دون توافرها ، وأنه طال الزمان أم قصر فإنها تطبيقها آت لا محالة .

في الوقت الذي تروج فيه مؤسسة التمويل الدولية في مجموعة البنك الدولي لمساعدة البلدان النامية القطاع الخاص على استخدام ادوات المشتقات المالية لتمويل مشروعاتها مشيرة الى ان سوق كوريا الجنوبية

(1) أحمد حسن سامي، هل تؤرخ الأزمة المالية العالمية لعودة سيطرة الدولة على الاقتصاد، رؤية تحليلية، متاح على العنوان الالكتروني:

www.centorya

rabc.canalblo

g.com تم

الإطلاع على

المقال في 10/

يعتمد على المشتقات المالية بنسبة 87% من حجم التداولات الاجمالية بالسوق. تثبت دراسة تطبيقية لعينة من اسواق الدول العربية مثلت السعودية ، الكويت ، البحرين ، مصر ، الأردن مسقط، بيروت ، ودبي للمدة (1994-2007) لقياس أثر سيولة الاوراق المالية في النمو الاقتصادي ، حيث أثبتت النتائج القياسية عدم وجود تأثير معنوي بمؤشرات سيولة الاوراق المالية والنمو الاقتصادي^(*) . على الرغم من أهمية السيولة في هذه الاسواق وإنها تنمو بشكل أعلى من الدول الاخرى في نطاقها الاقليمي

الاستنتاجات

- 1- قدمت الهندسة المالية أدوات مبتكرة وتعد المشتقات المالية صورة من هذه الأدوات المالية لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل.
- 2- المشتقات المالية أدوات خارج بنود الميزانية ، لان تحقيقها مؤجل بالمستقبل وتمثل خصومة محتملة وديون وذمم غير مثبتة .
- 3-تظهر أهمية المشتقات المالية عبر اتجاهات المتاجرة بالمبيعات وأخذ المراكز في الاسواق المالية وإدارة المخاطر التي تتعرض لها البنوك نتيجة التقلبات في أسعار الصرف وأسعار العملات ويجري التعامل بها في الاسواق المنظمة وغير المنظمة الا انها اكثر مخاطرة بسبب استخدامها بالمضاربة.

- 4- تساهم المشتقات المالية وتقنيات التوريق في تسهيل جمع السيولة النقدية لنمو الشركات والمؤسسات الاقتصادية بمختلف أنواعها عبر أسلوب اصدار الاسهم والاوراق المالية لتمويل نشاطها التوسعية.

- 5-الازمة المالية هي من نتاج الافراط في استخدام المشتقات المالية خارج القيود التنظيمية والتوريق في تحصيل السيولة .حيث تمثل المشتقات المالية اسرع أشكال المعاملات المالية نمواً وأستمرت تنمو حتى في ظروف الأزمة.

(1) إيمان عبد
المطلب المولى -
مؤشرات قياس
سيولة سوق الاوراق
المالية واثرها على
في النمو
الاقتصادي-مجلة
تكريت للعلوم
الادارية
والاقتصادية المجلد
7 العدد 23-2011
ص7-15.

(*)راجع بحث لذات
الفرضية: أ.د أديب
قاسم شندي-
الاسواق المالية
وأثرها في التنمية
الاقتصادية، سوق
العراق للأوراق
المالية دراسة حالة-
مجلة كلية بغداد
للعلوم الاقتصادية
الجامعة -عدد
خاص-2013-
ص157-171

6- أثبتت الدراسات القياسية التطبيقية لعينة من أسواق المال في عدد من الدول النامية الى عدم وجود تأثير معنوي بمؤشرات سيولة الاوراق المالية والنمو الاقتصادي.

7- من حيث ملائمة المشتقات المالية لإقتصادات البلدان النامية فذلك يعود الى تكامل النظام المالي وشروط وكفاءة سوق الاوراق المالية من حيث العمق والعدد الكافي للشركات.

التوصيات

1- المشتقات المالية من أفرارات الابتكار المالي ضرورية لأي سوق ولا يمكن لأي منها أن يكتمل دون توفرها ، الأمر الذي يسرع من أنجاز العمق في الاسواق وبناء مؤسسات النظام المالي.

2- استخدام المشتقات المالية عبر توفر القواعد التنظيمية ومن خلالها يجري تطبيق المعايير المصرفية ومقررات لجنة بازل.

3- العمل بمبدأ الإفصاح والشفافية في المؤسسات المصرفية والمالية في مسألة التمويل والائتمان لتفادي الازمة وتجنب أثارها المدمرة.

4- نشر الوعي المالي بأهمية أدوات المشتقات المالية وتأهيل العاملين والمشاركين في الأسواق المالية من المستثمرين والوسطاء الماليين في تقييم الاسهم وكيفية تحديد السعر العادل مثل مكرر الربحية وهو من أكثر المقاييس أهمية في تطبيقات المشتقات المالية.

5- عدم التوسع في التوريق والمبالغة في استخدام المشتقات المالية والحفاظ على حدود الملاءة المالية وكفاية رأس المال مع توفر الضمانات في الاقراض.

6- أهمية استخدام السيولة في انتاج القيمة المضافة داخل القطاع الحقيقي، الذي من شأنه أن يبعد الوهم في تمويل الائتمان مع عدم الافراط في السيولة.

7- استخدام المشتقات للغرض الذي انشئت لأجله في تغطية المخاطر وإدارتها وليس للمضاربة والإفراط في الائتمان والمبالغة في السيولة.

قائمة المصادر

أولاً. المصادر العربية:

1. أحمد حسن سامي، هل تؤرخ الأزمة المالية العالمية لعودة سيطرة الدولة. www.iugazo.edu.pa/ar/colgupload/news/documents consulte le
2. أديب قاسم شندي-الاسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية-سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة-مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة -عدد خاص-2013.
3. الامم المتحدة -الونكتاد- تقرير التجارة والتنمية 2011 .
4. إيمان عبد المطلب المولى – مؤشرات قياس سيولة سوق الاوراق المالية واثرها على في النمو الاقتصادي-مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية المجلد 7 العدد 23-2011
5. البنك الدولي- الأفاق الاقتصادية العالمية لعامي 2008-2009 متاح على العنوان الالكتروني: www.worldbank.org تم الاطلاع على المقال في 2009/7/1.
6. بوعتروس عبدالحق -تحليل الأزمة المالية الراهنة 2008مقاربة إسلامية- كلية الاقتصاد جامعة قسنطينة – الجزائر www.iefpedia.com سحبت يوم 2014/1/5.
7. بيانات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD تشرين الاول 2012.
8. حاكم الربيعي وآخرون-المشتقات المالية-اليازوري للنشر والتوزيع -الاردن عمان-الطبعة الاولى 2011 .
9. خالد وهيب الراوي – ادارة المخاطر المالية- دار المسيرة للنشر والطباعة، الطبعة الاولى، عمان- 2008.
10. زياد رمضان- مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي-ط2-عمان دار وائل للطباعة والنشر 2002 .
11. سامر سنقرط - التوريق كأداة تمويل واستثمار- مجلة المصارف في الأردن، عمان، المجلد 21 العدد 2، 2002.
12. ستين كلايسنس-وان ماركيتني-النشاط المصرفي العالمي يستجمع قواه من جديد- مجلة التمويل والتنمية -ديسمبر 2013
13. سرارمة مريم -دور المشتقات المالية و تقنيات التوريق في أزمة 2008-جامعة منيتوري-الجزائر.
14. سمير عبد الحميد رضوان- "المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"- دار النشر للجامعات، مصر- ط1- 2005.

15. سيد طه بدوي- عمليات بورصة الأوراق المالية والفورية والآجلة من الوجهة القانونية- دار النهضة العربية، 2001.
16. طارق عبد العال حماد- المشتقات المالية (مفاهيم- إدارة المخاطر- المحاسبة)- الدار الجامعية للنشر- مصر – جامعة عين شمس 2003.
17. طارق محمد خليل الاعرج- العولمة المالية- الأكاديمية العربية المفتوحة – كلية الإدارة والاقتصاد 2012 ص 11-14.
18. عاطف فرحة – إدارة المشتقات المالية- جامعة دمشق- كلية الاقتصاد. 2010
www.tahasoft.com/books/130.docx سحبت يوم 2013/12/20.
19. عبد النبي اسماعيل الطوخي –التنبؤ المبكر بالأزمات باستخدام المؤثرات النقدية والمالية- مؤتمر اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير 2003- عمان الاردن .
20. علي عبد الله شاهين: "الأزمة المالية العالمية (أسبابها، وتداعياتها، وتأثيراتها على الاقتصاد)"،
21. لحول عبد القادر – إشكالية تدويل الخطر المالي ومخلفاتها على الأسواق المالية في الدول النامية جامعة الطاهر مولاي – سعيدة – الجزائر- جامعة بشار يومي – أبريل 2010 الموقع الالكتروني: aeklahouel@yahoo.fr
22. محمد إبراهيم السقا – المشتقات المالية .. قبلة العالم الدائمة –الاقتصادية الالكترونية 1 ميس 2012 العدد 6777
http://www.aleqt.com/2012/05/01/article_652520.htm
23. محمد عبد الحليم عمر- قراءة اسلامية في الازمة المالية العالمية- ورقة مقدمة في ندوة الازمة المالية العالمية من منظور اسلامي وتأثيرها على الاقتصادات العربية- جامعة الازهر 11 أكتوبر 2008.
24. مركز الامارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية- خطر المشتقات المالية على النظام المالي- 13-يناير 2010 <http://www.ecssr.2010>
25. مركز الامارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية- خطر المشتقات المالية على النظام المالي- 13-يناير 2010 <http://www.ecssr.com2010>
26. المعهد العربي للتخطيط – الكويت (مؤشرات أسواق الأوراق المالية – بعض مؤشرات البورصة) 2000.
27. مفتاح صالح وآخرون - تأثير مقررات لجنة بازل III على النظام المصرفي الاسلامي - وقائع المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الاسلامي: النمو والعدالة والاستقرار من منظور اسلامي أيام من 09-10 سبتمبر 2013، أسطنبول- تركيا.
28. منير إبراهيم هندي – الخيارات المالية – ج3- منشأة المعارف- مصر العربية 2008.

29. منير ابراهيم هندي- الاسواق الحاضرة والمستقبلية ،اسواق الاوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية-ط2-عمان-الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية 1994 عمان الاردن-ط1-2012.

ثانياً. المصادر الاجنبية:

1. Financial crisis- From Wikipedia, the free encyclopedia-
www.ar.wikipedia.org.
2. Global liquidity – concept, measurement and policy implications
Committee on. http://www.aieq.com/2012/05/01/article_652520.htm.
3. R.Robinson and D.Wrightasman, Financial Markets : the accumulation
and allocation of wealth, Mc Grawhall N.Y, 1988.
4. The Global Financial System-CGFS Papers- No 45-Report submitted by
an Ad-hoc Group established by the Committee on the Global Financial
System The Group was chaired by Jean-Pierre Landau, Bank of France -
November 2011.